



UNIVERSIDAD DE VALENCIA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES



BIBLIOTECA

"FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS: EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD DEL ACCIONISTA"

C. José García Martín
Valencia, febrero de mil novecientos noventa y cuatro.

L 373112
D 373104

UNIVERSIDAD DE VALENCIA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES
BIBLIOTECA
Neg de Entrada nº 123.811
Fecha: 4-VII-95
Signatura (043) 334.15 GAR

UMI Number: U607248

All rights reserved

INFORMATION TO ALL USERS

The quality of this reproduction is dependent upon the quality of the copy submitted.

In the unlikely event that the author did not send a complete manuscript and there are missing pages, these will be noted. Also, if material had to be removed, a note will indicate the deletion.



UMI U607248

Published by ProQuest LLC 2014. Copyright in the Dissertation held by the Author.
Microform Edition © ProQuest LLC.

All rights reserved. This work is protected against
unauthorized copying under Title 17, United States Code.



ProQuest LLC
789 East Eisenhower Parkway
P.O. Box 1346
Ann Arbor, MI 48106-1346

UNIVERSIDAD DE VALENCIA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y EMPRESARIALES



"FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS: EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD DEL ACCIONISTA"

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Fecha de Entrada 23-MARZO-1994

Fecha de Lectura 5-MAYO-1994

Calificación APTO. "CON LAUDE"
PER CALIDAD

123858

Tesis que presenta C. José García Martín
para aspirar al grado de Doctor.

Vº Bº

Dirigida por la Dra. D^a Matilde Fernández Blanco
Catedrática de Economía Financiera
Universidad de Valencia



*Para mis padres, para Carmen (mi mujer)
y Raúl (mi hijo)*

*Mi más sincero agradecimiento y admiración
para una persona excepcional: Matilde
Fernández Blanco, así como a los
profesores Máximo Ferrando y Bernardí
Cabrer y al resto de compañeros del
Departamento por la colaboración prestada.*

INDICE

INTRODUCCION.....	8
-------------------	---

CAPITULO I

"FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS"

1.1 La concentración empresarial: tipología de las fusiones y adquisiciones de empresas.....	17
1.2 Algunas razones que justifican la fusión y adquisición de empresas.....	25
1.3 Las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs).....	40
1.4 La posición del accionista y defensa de la empresa.....	48
BIBLIOGRAFIA DEL CAPITULO I.....	60

CAPITULO II

"EL MERCADO DE CONTROL DE EMPRESAS: TEORIAS Y EVIDENCIA EMPIRICA"

2.1 El mercado de control de empresas.....	66
2.2 Evidencia empírica sobre fusiones de empresas.....	73
2.3 El crecimiento externo y el poder de mercado.....	102
2.4 Evidencia empírica sobre adquisiciones de empresas.....	110
BIBLIOGRAFIA DEL CAPITULO II.....	133

CAPITULO III

"EFECTOS DEL MERCADO DE CONTROL DE EMPRESAS EN LA RENTABILIDAD DEL ACCIONISTA: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA"

3.1	Metodología de la investigación	138
3.2	Información utilizada: datos.....	155
3.3	Selección del modelo de formación de precios.....	170
	BIBLIOGRAFIA DEL CAPITULO III.....	194

CAPITULO IV

"EL MERCADO ESPAÑOL DE CONTROL DE EMPRESAS Y SUS EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD DEL ACCIONISTA: RESULTADOS EMPIRICOS Y DISCUSIONES"

4.1	Efectos en las empresas involucradas en operaciones de OPAs.....	200
	4.1.1 Empresas lanzadoras de OPAs....	201
	4.1.2 Empresas objetivo de OPAs.....	208
4.2	Efectos en las empresas involucradas en fusiones por absorción.....	214
	4.2.1 Empresas absorbentes.....	215
	4.2.2 Empresas absorbidas.....	220
4.3	Efectos en las empresas involucradas en adquisiciones de empresas.....	226
	4.2.1 Empresas compradoras.....	227
	4.2.2 Empresas compradas.....	232
4.4	Ganancias netas de las operaciones del mercado para el control de empresas.....	236
	BIBLIOGRAFIA DEL CAPITULO IV.....	250
	CONCLUSIONES.....	254
	BIBLIOGRAFIA GENERAL.....	266

INTRODUCCION

A pesar del gran desarrollo teórico y de la gran cantidad de trabajos empíricos desarrollados estas últimas décadas en el área de la teoría financiera, aún quedan muchos problemas importantes para los que no se ha encontrado una solución general que resulte satisfactoria. Dentro de ellos se encuentran algunos referentes a las fusiones y adquisiciones de empresas. Al igual que otros autores, BREALEY y MYERS (1988) plantean que nos encontramos faltos de una hipótesis general que permita explicar las fusiones empresariales. En este mismo sentido, tampoco se encuentra una explicación económica razonable del por qué los procesos de concentración empresarial se presentan en una economía a través de amplias oleadas en distintos momentos del tiempo.

Por lo que respecta a nuestra economía en particular, podemos observar que en los últimos años de la pasada década de los 80 se asistió, en los mercados de los países del viejo continente, en general, y en nuestro mercado en particular, a una intensa actividad de fusiones y adquisiciones empresariales, proceso de reestructuración industrial que parece que estuvo desencadenado por el proyecto del Mercado Unico Europeo.

Bajo la idea de la constitución de un mercado único, las empresas de este ámbito intentaron dinamizar al máximo su competitividad para sobrevivir y crecer en unas condiciones mucho más exigentes. Una de las posibles soluciones a este reto es la integración y la concentración empresarial, lo cual permite afianzar una posición sólida en el mercado al unir o al compartir recursos, tecnología y capitales.

Tomar posiciones de cara al reto de la competitividad en el Mercado Unico Europeo, acceder a nuevos mercados, incrementar la presencia en mercados extranjeros y ampliar los canales de distribución fueron, entre otras, las razones que llevaron a algunas empresas españolas a adquirir a otras dentro y más allá de nuestras fronteras.

Junto al interés internacional, debemos destacar motivaciones internas como son el deseo de controlar una parcela importante del mercado nacional, reducir la vulnerabilidad, bien frente a empresas extranjeras, bien frente a posibles ataques contra su capital, etc. Por tanto, es posible que las empresas españolas, tradicionalmente protegidas de la competencia exterior y ante la esperada liberalización, hayan buscado dentro de nuestras fronteras y mediante los procesos de concentración empresarial, la consolidación o el incremento de sus cuotas de mercado.

Por su parte, las empresas extranjeras han tenido un mayor número de motivos para tomar posiciones en España. Nuestro mercado es considerado como un mercado pendiente de explotación para muchas empresas europeas y no europeas, el nivel de maduración de los distintos sectores es menor que en otros países, por lo que las expectativas de crecimiento

son mas elevadas. A esto debemos unir la elevada fragmentación y la poca concentración industrial, que permiten una fácil penetración en nuestro mercado.

Al lado de estas consideraciones puramente económicas, podemos pensar (MARTINEZ y SANCHIS (1991)) en argumentaciones o factores psicológicos. Cuando tiene lugar una ola de fusiones y adquisiciones, puede ocurrir que los directivos, bien siguiendo un comportamiento mimético, bien por su deseo de controlar empresas de mayor dimensión, se involucren en el mercado de control de empresas.

Este proceso de reestructuración, también desencadenó y sigue desencadenando una inquietud académica que se refleja en el elevado número de publicaciones que de forma directa hacen referencia a los procesos de concentración empresarial, en concreto, fusiones y adquisiciones de empresas.

Los objetivos de estas publicaciones son múltiples y variados; unas abordan las mencionadas operaciones examinando sus aspectos mercantiles, fiscales y laborales, o bien prestan atención a la problemática contable; otras realizan una valoración de las formas de crecimiento que dispone la empresa como un medio de acceso a los mercados internacionales; también hay trabajos que se centran en analizar las ventajas o razonamientos que pueden justificar el crecimiento externo vía fusiones y adquisiciones de empresas, etc.

El trabajo que nosotros presentamos pretende ser una aportación más que permita un mayor conocimiento de este tipo de operaciones, en concreto, utilizando la cotización de las acciones de las empresas involucradas en procesos de concentración empresarial, trataremos de

cuantificar el beneficio que estas operaciones reportan al accionista. Dicho de otra manera, intentaremos examinar como el sector accionarial percibe y valora la información derivada de su posible pertenencia a un grupo de mayor dimensión y mayor diversificación. Si ello mejora las expectativas de rentabilidad o, de forma opuesta, si esta información se materializa en unas expectativas contrarias.

Ahora bien, antes de abordar el objetivo de este trabajo y de presentar y discutir los resultados obtenidos, desarrollamos tres capítulos intermedios a través de los cuales nos introduciremos en los procesos de concentración empresarial, analizaremos las posibles formas de acceder a ella, las razones que pueden justificarla, etc. También, presentaremos un conjunto de trabajos importantes realizados en este área con los cuales intentamos dar una visión general del problema y las conclusiones alcanzadas. Por último, examinaremos y analizaremos la metodología y los datos con los cuales es factible alcanzar el objetivo del trabajo.

Comenzaremos, por tanto, el estudio con un primer capítulo en el que analizaremos las operaciones que se realizan en el mercado para el control de empresas. El término de mercado para el control de empresas abarca un conjunto de transacciones que van destinadas, por norma general, al cambio del equipo gerencial y, por consiguiente, de la gestión de la empresa. Siguiendo a JENSEN y RUBACK (1983), en este mercado las operaciones más habituales son: las fusiones, las ofertas de compra (OPAs) y las luchas de poder, o lo que es igual, cuando un grupo insurrecto, descontento con los directivos actuales, intentan ganar el control del consejo de administración.

En esta primera parte, además, se expondrán una serie de conceptos que nos permitirán distinguir entre los términos de fusión, absorción y adquisición. Debido a que estos procesos son meras manifestaciones de la concentración y del crecimiento empresarial, analizaremos y clasificaremos dichos fenómenos.

El objetivo final de toda fusión/adquisición será aprovechar sinergias relevantes, es decir, si V_a es el valor de la empresa A, V_b es el valor de la empresa B y V_{ab} es el valor de la empresa conjunta, solamente interesará la agrupación empresarial si el valor de la empresa conjunta supera a la suma de los valores de las empresas por separado. Por tanto, también analizaremos los motivos más relevantes que de alguna forma, pueden justificar la aparición de dichas sinergias positivas.

La exposición del primer capítulo finalizará haciendo especial referencia, por su trascendencia en los momentos actuales, a las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs). La razón del análisis individualizado de las OPAs se debe a la importancia que esta operación concreta ha tenido en nuestro mercado, lo cual se puede ver reflejado en el incremento significativo de estas operaciones, bien por motivos de reestructuración o reorganización de empresas o bien por la introducción de manera hostil de fuertes inversores que desean tomar posiciones de control en determinadas empresas.

En el segundo capítulo, clasificaremos los motivos que justifican estas operaciones en dos teorías o conductas básicas que intentan explicar la causa última por la cual algunas empresas se introducen en el mercado de control de empresas, estudiaremos sus implicaciones y adelantaremos los resultados que presumiblemente nos

encontraremos. Por otra parte, y con la intención de ofrecer una visión general sobre el problema y conclusiones alcanzadas en otros países, esbozaremos un conjunto de trabajos que tienen la misma pretensión: analizar los efectos que las operaciones que se realizan en el mercado para el control de empresas tienen sobre la riqueza del accionista. Para ello, diferenciaremos los trabajos en función de si la operación estudiada fue una fusión o una adquisición.

Las investigaciones realizadas, generalmente en el mercado americano o en el Reino Unido, parecen sugerir que estas operaciones, fusiones/adquisiciones, resultan beneficiosas para los accionistas de las compañías vendedoras. Los resultados para los accionistas de las empresas compradoras no resultan ser tan evidentes, existen trabajos que muestran una importante disminución en el rendimiento que obtienen los accionistas de las empresas que lanzan las ofertas, lo cual nos hace pensar que los participantes del mercado perciben las compras como un factor reductor de la rentabilidad de la empresa adquirente, pero también hay estudios cuyos resultados muestran ganancias extraordinarias nulas para dichos accionistas o pequeñas ganancias.

En el tercer capítulo, analizaremos la metodología con la cual es factible alcanzar nuestro objetivo final, examinar el impacto que provoca en la rentabilidad de los accionistas, de las empresas adquirentes y adquiridas, la decisión de involucrarse en procesos de concentración empresarial. La metodología que utilizaremos es la que se conoce como "event study" o estudio del suceso.

Partiendo de la base de la existencia de un mercado de capitales eficiente, o lo que es igual, que el precio de los títulos que se negocien en este mercado reflejarán las expectativas que los inversores tengan sobre las ganancias futuras de las empresas, esta metodología se centra en cuantificar los movimientos anormales significativos que provoca la aparición de un suceso en una determinada variable, por ejemplo, en la variable rentabilidad.

También, comentaremos las dos bases de datos utilizadas: una que hace referencia a los anuncios de operaciones en el mercado español para el control de empresas y otra compuesta por los precios diarios de cierre de un número determinado de valores que se negocian en el Mercado Continuo o en la Bolsa de Madrid.

Para poder aplicar la técnica del "event study" será necesario disponer de algún modelo que permita estimar adecuadamente la rentabilidad esperada de un título en un momento dado. El modelo que utilizaremos en el presente trabajo es el "modelo de mercado". Ahora bien, dos son los problemas que se nos, presentarán y que intentaremos resolver convenientemente. El primero de ellos hace referencia a qué datos utilizamos para la estimación de los parámetros del modelo. El segundo estriba en que la estimación de los parámetros por mínimos cuadrados ordinarios con datos diarios conlleva el problema de la contratación asincrónica.

En el cuarto capítulo abordaremos el objetivo último de este trabajo, obtener algún tipo de evidencia sobre quién suele ganar o perder al llevar a cabo las operaciones que se realizan en el mercado español de control de empresas diferenciando en función del tipo de

operación realizada: OPAs, ABSORCIONES o ADQUISICIONES DE EMPRESAS presentaremos y discutiremos los resultados obtenidos en cada caso. El trabajo finalizará con la exposición de las principales conclusiones alcanzadas.

CAPITULO I

"FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS"

1.1 LA CONCENTRACION EMPRESARIAL: TIPOLOGIA DE LAS FUSIONES Y ADQUISICIONES DE EMPRESAS.

En la empresa conviven multitud de grupos de intereses (accionistas o propietarios, trabajadores y, entre otros, los directivos o administradores) y, cada uno de estos grupos, desearan satisfacer su objetivo individual. Sin embargo, debemos tener en cuenta que el fin principal de la empresa es la supervivencia, ya que los objetivos particulares, en última instancia, sólo podrán ser alcanzados a través de supervivencia de la unidad económica.

Esta supervivencia podrá ser lograda mediante el crecimiento de la firma, esto es, el acceso a cuotas de mercado cada vez más elevadas o, lo que es igual, la expansión del negocio. Ahora bien, la realización de ésta y otras inversiones deberán realizarse, si y solo si, generen unos resultados satisfactorios. De esta manera, se puede generar y mantener el objetivo global de crecimiento, ya que será posible obtener los fondos (internos y/o externos) necesarios para financiar la expansión del negocio.

Una forma posible de afrontar dicho objetivo es a través de las fusiones de empresas. La fusión de empresas consiste en la unión de varios patrimonios en una nueva unidad que se constituye a tal efecto. Si por el contrario, permanece una de ellas que incorpora a su patrimonio el de

las empresas absorbidas, estaremos en el caso de una fusión por absorción.

También se puede afrontar el objetivo de crecimiento sin necesidad de unir los patrimonios, bastará con controlar la totalidad o una mayoría significativa de las acciones de la empresa objetivo. Este último caso se denomina adquisición.

Tanto la fusión propiamente dicha como la fusión por absorción, así como la adquisición total o parcial de una empresa por parte de otra unidad económica, son formas particulares de un fenómeno más amplio conocido como "concentración empresarial".

En general, y siguiendo al profesor SUAREZ (1991), el término concentración empresarial puede ser entendido como proceso por el cual se reduce gradualmente el número de empresas o unidades productivas que operan de forma independiente en un determinado mercado. Es evidente que con este proceso aumenta el tamaño o dimensión de las empresas que permanecen. Según otro punto de vista, el término concentración empresarial puede ser entendido como el resultado o consecuencia del proceso. La concentración empresarial es el mecanismo que provoca el incremento del grado de monopolio del sistema por el lado de la oferta, es decir, con un menor número de empresas se tiene el poder de influir en el mercado ya sea vía precios, vía cantidades, o a través de cualquier otro factor.

Como hemos indicado, las fusiones y adquisiciones de empresas son formas particulares a través de las cuales es posible acceder al crecimiento empresarial. De forma muy general, se puede clasificar el crecimiento en dos categorías: interno y externo.

- El crecimiento empresarial en sentido estricto o crecimiento interno es el resultado del crecimiento natural de la empresa y proviene del desarrollo de su propia actividad. Como característica fundamental del mismo podemos decir que este crecimiento no supone una reducción del grado de autonomía decisional.

- El crecimiento empresarial externo, a diferencia del anterior, supone una reducción total o parcial en el grado de autonomía decisional para alguna unidad económica y, en caso que dicho crecimiento sea a través de la fusión propiamente dicha o a través de una fusión por absorción, supondrá para todas o algunas empresas involucradas la pérdida de su personalidad jurídica.

Las principales formas de acceder al crecimiento externo son: la fusión, la absorción, la adquisición de empresas y las asociaciones o agrupaciones empresariales.

Como ya hemos indicado anteriormente, mediante la **FUSION** varias sociedades jurídicamente independientes deciden unir sus patrimonios y formar una nueva sociedad. La diferencia de este proceso con el de la **ABSORCION** es simplemente que, en este último caso, una de las sociedades involucradas en el proceso de reorganización (empresa que recibe el nombre de absorbente) no se disuelve e incorpora a su activo y a su pasivo los activos y pasivos del resto de las sociedades, las cuales se disuelven.

Los rasgos principales que diferencian a la fusión y a la absorción de otras formas de crecimiento externo como, por ejemplo, la adquisición de una empresa

por parte de otra, son la disolución de las sociedades preexistentes y la constitución de una nueva sociedad en la que se integran los patrimonios de las disueltas, en el caso de la fusión, o la ampliación de capital de la sociedad absorbente para dar cabida a los accionistas de las sociedades que desaparecen (empresas absorbidas), en el caso de la absorción

Al hablar de **ADQUISICION**, ya sea ésta total o parcial, estamos haciendo referencia a la compra, por parte de una unidad económica o sociedad, de acciones de otra u otras empresas con el fin de obtener un determinado control y, más concretamente, con el deseo de participar en la gestión de sus recursos. En estos casos, a efectos jurídicos, ninguna empresa se disuelve, sino que todas mantienen su independencia. Lógicamente, esta independencia es más aparente que real ya que la empresa adquirida estará sometida al control, total o parcial, que ejerza la adquirente.

Una diferencia importante entre estos dos procesos: fusiones y adquisiciones, reside en que las fusiones son negociadas directamente con los directivos (consejo de administración) de las empresa objetivo y este acuerdo provisional deberá ser ratificado por los accionistas mediante aprobación en la junta general de accionistas. En cambio, las ofertas de compra se presentan directamente a los accionistas de la empresa objetivo los cuales deciden, individualmente, si venden o no sus acciones y, por lo tanto, si hacen cesión del control patrimonial de la empresa.

Observemos por consiguiente, que, en el caso de la fusión, los directivos no tienen potestad suficiente para consumar la operación, pero sí que pueden hacer que

ésta no prospere.

Por último, otra forma posible de crecimiento externo es a través de las **ASOCIACIONES** o **AGRUPACIONES EMPRESARIALES** que se basan en un conjunto de acuerdos o relaciones voluntarias entre determinadas empresas, por ejemplo, entre una empresa y sus competidores. Las empresas integrantes de las agrupaciones o asociaciones empresariales siguen conservando su propia personalidad jurídica independiente, aunque dicha independencia, en algunos ámbitos, es más bien teórica, ya que se hallará limitada o condicionada por los compromisos que se deriven del acuerdo o acuerdos establecidos para la consecución de un determinado objetivo común.

Otra posible clasificación del crecimiento empresarial es atendiendo a la relación que existe con el negocio tradicional de la empresa involucrada. Así, podemos distinguir entre:

- Crecimiento de tipo horizontal, cuando el crecimiento se realiza en la misma línea de negocios o se adquieren empresas que pertenecen a la misma línea de actividades económicas. El objetivo más importante del crecimiento horizontal es el logro de un menor coste de producción, aprovechando economías de escala, que hagan a la nueva unidad económica más competitiva y rentable.

- Crecimiento de tipo vertical. La finalidad buscada en este tipo de operaciones es la reunión del beneficio de alguna o todas de las fases del proceso: extracción, fabricación o transformación y distribución, en una sola unidad económica.

Así, el crecimiento vertical se logra bien acercando la empresa al consumidor, bien acercándola a las fuentes de materias primas o aproximándola a ambos lados, es decir, al consumidor final y a la fuente de recursos, por lo tanto, se basa en la unión de la empresa con alguno o ambos de sus extremos. Mediante el crecimiento vertical la empresa pretende lograr un mayor poder. Lo fundamental es asegurar la existencia y la rentabilidad de la empresa. En este sentido, HOPKINS (1983) argumenta que las fusiones/adquisiciones de este tipo tienen un objetivo defensivo, pues tratan de reducir la incertidumbre de su entorno y ejercer un mayor control en sus operaciones.

- El crecimiento conglomerado se produce cuando el crecimiento se efectúa a través de la introducción en nuevas líneas de negocios que no guardan ningún tipo de relación con la actividad tradicional de la firma. Aquí la finalidad es la de diversificar los riesgos y pérdidas que se darían en una coyuntura desfavorable. Hay que tener en cuenta que las crisis no suelen presentarse en bloque y a un mismo tiempo en todos los sectores de actividad. Unos sectores son más sensibles que otros, algunos presentan los efectos con cierto desfase e incluso los hay que presentan momentos de auge en períodos de recesión económica. En resumen, como indica HOPKINS (1983), facilita la entrada en una industria o sector atractivo, al tiempo que reparte el riesgo de la empresa.

Debemos tener en cuenta que no existe una única clasificación que nos permita encuadrar de forma exhaustiva una determinada fusión o adquisición. Es más, en realidad muchas fusiones y adquisiciones no son formas puras, sino que albergan elementos o características de diferentes categorías.

Así, nos podemos encontrar con otras clasificaciones, como por ejemplo, la que realizan RICHARDSON REID (1968) y SANTANDREU (1990) en crecimiento horizontal, vertical, concéntricas (convergentes) y conglomerados (para diversificar), o la realizada por COPELAND y WESTON (1983): crecimiento vertical, horizontal y conglomerado, el cual es desglosado en: extensión del producto, extensión del mercado geográfico y conglomerado puro.

Pero, ¿qué tipo de crecimiento (interno o externo) es más beneficioso?. La respuesta no es trivial y no nos podremos inclinar, a priori, ni a favor de uno ni de otro, dependerá de las necesidades que tenga la empresa así como de los objetivos que espere alcanzar¹.

En definitiva, "el método de crecimiento seleccionado deberá ser el que cumpla una de las siguientes condiciones: (1) permitir el logro de una ventaja competitiva sostenible imposible de alcanzar por otros métodos de desarrollo alternativos, o (2) permitir el logro de una ventaja competitiva sostenible con un coste menor del que ocasionaría los otros medios de desarrollo"².

¹ Estos objetivos, como veremos posteriormente, pasaran por aprovechar alguna ventaja que permita que el valor de la nueva empresa sea superior al valor de la suma de las partes por separado, esto es, el objetivo será alcanzar algún tipo de sinergia positiva.

² VAZQUEZ ORDAS, C.J., (1992). Pág. 48.

Cada tipo de crecimiento tiene una serie de ventajas e inconvenientes. Así, por ejemplo, el crecimiento externo posee una clara ventaja sobre el interno, el factor tiempo. Como señalan MARTINEZ GONZALEZ y GARCIA RODRIGUEZ (1992, pág. 283) "las necesidades de tiempo para llevar adelante el crecimiento en la primera de las formas (interno) son muy superiores a la segunda (externo), y siendo como es el tiempo un factor clave en la estrategia competitiva, ahí se encuentra el motivo del por qué este aumento de adquisiciones en el mundo". Otro tipo de ventajas es que la entrada en determinados sectores a través del desarrollo interno podría resultar difícil y costosa.

Este inconveniente asociado al factor tiempo en el crecimiento interno puede ser evitado mediante un crecimiento externo, el cual permite disfrutar inmediatamente de una capacidad productiva mayor. Por contra, con el crecimiento externo, puede que nos enfrentemos, entre otros, al problema de haber adquirido una tecnología antigua, un producto maduro. Así, si se hubiese optado por el crecimiento interno, se podría haber seleccionado una tecnología más eficiente, una mejor planificación del producto, etc.

De igual forma, también debemos tener presente, con respecto al crecimiento externo, que lo complicado no es la fusión o la compra de una empresa sino integrarla/s en una misma unidad, con una misma cultura, con los mismos medios, etc.

Es por ello que, a la hora de determinar los beneficios esperados del crecimiento externo, no hay que considerar exclusivamente las posibles ventajas que puede ofrecer, sino también el coste que supondrá la organización

de las empresas adquiridas o la integración de las empresas que se fusionan.

Cuanto mayores sean los problemas (personales, culturas organizativas, tecnología, etc) que se planteen en la integración, menores serán los beneficios esperados y, lo que es peor, mayor será la posibilidad de que fracase la operación. En esta línea, investigaciones realizadas en el mercado norteamericano por SENN (1989) concluyen que más de un tercio de las fusiones fracasan antes del quinto año y, al menos, el 80 por cien nunca alcanzan las aspiraciones deseadas³.

Una vez que nos hemos introducido en las diferentes formas a través de las cuales una empresa puede acceder al crecimiento, nos centraremos, única y exclusivamente, en el crecimiento externo y, más concretamente, en el crecimiento externo vía fusiones o adquisiciones de empresas.

1.2 ALGUNAS RAZONES QUE JUSTIFICAN LA FUSION Y ADQUISICION DE EMPRESAS.

Está claro que una empresa adquiere a otra empresa o se fusiona con ella por algún motivo. De hecho, la decisión de fusionarse o de adquirir, o no, una sociedad es una decisión de inversión. Y dicha decisión de inversión, en función de si hablamos de una fusión o de una adquisición, dependerá de la respuesta que se dé a una de las siguientes preguntas: ¿el valor de las dos empresas

³ SENN, L., (1989), "The Arthurs young management guide to mergers and acquisitions". John-Wiley & Sons. Citado por VAZQUEZ ORDAS, C.J., (1992). Pág. 63.

juntas es superior a la suma de sus valores por separado? y ¿la empresa que deseamos adquirir, tendrá más valor bajo nuestra dirección?.

En general, los motivos que se tienen en cuenta cuando se evalúa una combinación de empresas son varios y no mutuamente excluyentes. Ahora bien, si el propósito final que debe perseguir cualquier decisión de inversión es aumentar el valor de la empresa en el mercado⁴, las fusiones y adquisiciones serán convenientes cuando el valor de mercado de la empresa combinada, sea mayor que el valor de las dos sociedades independientemente consideradas. Cuando esto ocurre, es decir, cuando el resultado es superior a la suma de las partes, se dice que se ha producido un efecto sinérgico positivo.

Por lo tanto, el análisis de una posible adquisición debe basarse en la posibilidad de producir sinergías positivas. En este sentido, podemos encontrar, entre otros, una serie de motivos razonables por los que parece lógico decidirse favorablemente por una combinación de empresas, todos ellos susceptibles de producir dicho efecto sinérgico con bastantes garantías.

En los procesos de fusión/adquisición de empresas son varias las fuentes de obtención de ganancias, como, por ejemplo, las motivaciones financieras, las cuales incluyen, posibilidad de reducir impuestos, reducir los costes de insolvencia o quiebra, incrementar el apalancamiento u otro tipo de ventajas fiscales. Las compras también pueden incrementar el poder de mercado o bien eliminar

⁴ Desde otro punto de vista, hay teorías que argumentan la existencia de fusiones ineficientes. En este sentido, JENSEN (1986) sostiene las fusiones ineficientes son debidas al problema de agencia o, lo que es igual, atribuye al interés de los directivos por crecer la falta de rentabilidad en muchas de las operaciones que se realizan en el mercado para el control de empresas.

ineficiencias en la administración de la empresa adquirida. Cada una de estas hipótesis establece que la empresa combinada generará flujos netos de caja con un valor actual superior a la suma de los valores de mercado de cada empresa por separado. Ahora bien, antes de comenzar a exponer algunos de estos motivos, debemos volver a señalar que, en la mayoría de los casos, no hay una única razón, sino más bien un conjunto de razones que aconsejan la concentración empresarial.

Todos estos argumentos que a continuación vamos a desarrollar pueden ser enunciados de diferentes formas, pero, implícitamente, todos ellos dependen de una condición de base: que aparezcan las economías de escala.

(A) La búsqueda de las economías de escala es probablemente una de las razones de peso más frecuentemente aludida para llevar a cabo las fusiones y adquisiciones. Es más, constantemente son citadas en la literatura como una justificación para el crecimiento debido a los beneficios que se pueden obtener con dichas economías.

Este tipo de ventajas aparecen cuando el incremento en la producción reduce el coste unitario del producto. Por lo tanto, la aparición de economías de escala esta fundamentalmente relacionada con la existencia de costes fijos, independientes del volumen de producción, de manera que, a mayor volumen producido, menor es el coste fijo por unidad producida.

Sin embargo, debemos tener en cuenta que no todos los tipos de fusiones/adquisiciones producen el mismo tipo de economías de escala:

A.1 Cuando el crecimiento es en la misma línea de negocios; es decir, cuando el crecimiento es de tipo horizontal, se acepta generalmente que surgirán economías de escala debido a que pueden ser eliminados, con cierta libertad, las duplicidades y, además, si la empresa trabaja por debajo del óptimo, un incremento en la producción reducirá el coste unitario de fabricación, al diluir los costes fijos sobre la misma (BREALEY y MYERS (1988), SUTTON (1983) y VAN HORNE (1986)).

A.2 Si el crecimiento es vertical las economías se espera que provengan de la reducción del coste de las compras y/o de los costes de distribución. Cuando la fusión/adquisición es hacia el suministrador, se asume que se reducirá el coste de fabricación. Si, por el contrario es hacia el cliente, serán los costes de distribución los que disminuirán. Además, deberemos tener en cuenta otro factor importante: la garantía en la continuidad del abastecimiento o bien la creación de un mercado propio.

En esta clase de crecimiento, también podemos hablar de una mejor coordinación (entre clientes y/o proveedores) que se traducirá en una reducción del coste de comunicación y formalización de contratos (BREALEY y MYERS (1988) y VAN HORNE (1986)).

A.3 Por último, y atendiendo a la segunda clasificación expuesta anteriormente, nos podemos encontrar con las fusiones/adquisiciones de tipo conglomerado. En este tipo de crecimiento tradicionalmente se ha pensado que las oportunidades de obtener economías de escala son mínimas. En este sentido, TURNER DONALD (1965, pág. 1330), expone: "las economías de escala comprometen el suministro o demanda de factores y productos comunes que puedan ser producidos con las mismas facilidades o vender a los mismos

clientes a través de los mismos canales de distribución, o porque investiguen y desarrollen en las mismas líneas. Puesto que una fusión conglomerado "puro" produce pocas interrelaciones económicas entre los productos de la adquirente y adquirida, la posibilidad de economías significativas es débil".

Ahora bien, siempre es posible, como exponen BREALEY y MYERS (1988), pensar en la circunstancia que las economías vendrán a través de la utilización de servicios centrales o administrativos comunes a las empresas, de una dirección común más eficiente, etc.

(B) Otro tipo de razón que se arguye en favor de la concentración empresarial es la **eliminación de ineficiencias de tipo organizativo**. La teoría o razonamiento más utilizado en favor de la concentración se basa en el hecho de involucrar a empresas con diferentes grados de eficiencia.

El inconveniente de esta teoría, como indican COPELAND y WESTON (1983), reside en que si se llevase al extremo máximo su razonamiento, solamente existiría una única empresa, aquella que tuviese una eficiencia directiva mejor.

En definitiva, este razonamiento se basa en que siempre hay empresas cuyos beneficios podrían verse incrementados mediante una mejor dirección operativa o financiera. La adquisición de estas empresas es el blanco de otras unidades económicas que mantienen una mejor gerencia. La evidencia obtenida, ASQUITH (1983), GARCIA y FERRANDO (1991), LANGETIEG (1978), MALATESTA (1983), entre otros, indica que las compañías adquiridas obtienen retornos negativos anormales, es decir, por debajo de su

correspondiente nivel de riesgo, en el período anterior al anuncio de adquisición. Estos resultados han llevado a pensar, en la mayoría de los trabajos, en la consistencia de la hipótesis de que la dirección de estas empresas es ineficiente. Pero, claro está, es bastante improbable que todas las adquisiciones/fusiones se realicen por este motivo.

Hay que tener en cuenta que este argumento supone implícitamente que la habilidad directiva es fácilmente trasladable de unas empresas a otras. Si la empresa adquirida requiere de una dirección especializada puede que la simple sustitución de directivos no mejore la eficiencia. En este sentido, SHLEIFER y WISHNY (1992) argumentan que la empresa adquirida o absorbida puede requerir de una dirección especializada y que, por lo tanto, la sustitución del equipo directivo de la empresa objetivo, que se piensa mal dirigida, por el de la oferente, compradora o absorbente, puede que no mejore la eficiencia de la empresa objetivo.

Desde otro punto de vista, y en base a argumentaciones de tipo técnico, la adquisición de una empresa puede que sea el camino para obtener algún nuevo procedimiento industrial, alguna innovación tecnológica o, por ejemplo, puede que el objetivo sea obtener los servicios de un personal técnico y directivo muy preparado (GITMAN (1978) y MACE y MONTGOMERY (1990)).

(C) Las razones financieras también pueden justificar, como veremos a continuación, el proceso de concentración empresarial.

El punto de partida de esta argumentación es la aversión al riesgo por parte de los inversores. Con

frecuencia se dice que las empresas fusionadas son capaces de pedir préstamos más baratos que los que obtendrían las mismas unidades económicas por separado. Esta idea se basa en el razonamiento siguiente: mientras que dos empresas estén separadas, no garantizan la deuda de la otra. Ahora bien, si se fusionan y una parte del negocio falla los acreedores de la firma pueden llevarse el efectivo de la otra parte. Como estas garantías mutuas restan riesgo, los prestamistas deberían conformarse, en nuevas emisiones de deuda, con un tipo de interés más bajo⁵ (BREALEY y MYERS (1988)).

Sin embargo, debido a que esta ventaja solo podrá ser aprovechada en emisiones futuras de deuda, el efecto inmediato de este razonamiento sobre el valor de la empresa es negativo. En el momento de la fusión, la reducción del riesgo de insolvencia beneficia únicamente a los acreedores, los cuales, inesperadamente, se encuentran con mayores garantías de recuperar y de ver remunerada su inversión. Es por ello, que después de la fusión, el valor de la deuda previamente contratada aumenta y, si como hemos indicado el valor de la empresa se mantiene inalterable, el valor de los fondos propios debe disminuir, perjudicando, en un primer momento, al accionariado.

Por otra parte, este tipo de razones financieras pueden venir argumentadas en base a que el riesgo económico de la empresa sea menor, es decir, puede haber una menor incertidumbre respecto a la rentabilidad bruta que pueden producir los activos de la empresa conjunta, este efecto esta causado, entre otros, por: la existencia de una mayor cantidad de clientes, el aseguramiento del suministro de

⁵ Sin embargo, como argumentan BREALEY y MYERS (1988. Pág. 789) "para A y B no tiene sentido fusionarse sólo para obtener ese interés más bajo. Los accionistas de ambas empresas se ven favorecidos efectivamente por el interés más bajo, pero también supone una desventaja garantizar la deuda de la otra empresa...no hay una ganancia neta.

materiales o la distribución de los productos, el intento de compensar las fluctuaciones de la demanda, etc. En síntesis, puede que el beneficio antes de intereses e impuestos sea más estable y, por lo tanto, el acreedor debería conformarse, al invertir en una empresa más segura, con un menor tipo de interés.

Además, podríamos considerar el planteamiento que ofrece BREALEY y MYERS (1988) que también argumentan esta ventaja pensando en las economías de escala que alcanzará la nueva firma en la realización de nuevas emisiones de títulos. Estas economías pueden ser medidas en función del menor volumen de gastos en que incurriría la empresa fusionada, dado que podría realizar menos emisiones de mayor volumen.

(D) Otro tipo de razones que aconsejan la concentración empresarial son las **razones comerciales**, las cuales pueden desglosarse en dos niveles:

D.1 En primer lugar, la adquisición de empresas puede tener como objetivo incrementar el poder de mercado, reduciendo la competencia y obteniendo beneficios extraordinarios a través del monopolio u oligopolio consiguiente.

D.2 En segundo lugar, debemos destacar la fuerza que las empresas grandes tienen en relación a las pequeñas y medianas empresas (PYMEs), ya que pueden presionar, no solo sobre los clientes a través de un mayor grado de monopolio, sino también sobre los proveedores para obtener mejores condiciones como, por ejemplo, descuentos en

compras, aplazamientos en el pago, etc⁶.

(E) Las ventajas fiscales son otro de los factores que pueden inclinar a una empresa por un proceso de crecimiento externo vía fusión o adquisición. Esta ventaja cabe justificarla desde diferentes puntos de vista:

E.1 En primer lugar, existen países donde predominan las PYMEs y escasean las grandes empresas locales que puedan competir con las grandes multinacionales extranjeras. Es por ello, que dichos gobiernos pueden llegar a estimular las fusiones y absorciones mediante una legislación fiscal generosa que favorezca la formación de empresas locales de mayor dimensión.

Este ha sido el caso de nuestro país durante un largo período de tiempo. Con anterioridad al 1 de Enero de 1992, el panorama era incierto⁷ ya que, si bien en principio no había ventajas fiscales, con el objetivo de fomentar la agrupación empresarial y obtener empresas con un tamaño competitivo, la Hacienda Pública podía conceder beneficios que podían alcanzar los siguientes porcentajes:

(a) Con respecto al Impuesto sobre Sociedades, se podían conceder bonificaciones hasta el 99 por cien de la cuota por los incrementos patrimoniales producidos por la actualización del balance. Además, no estaban

⁶ Así, por ejemplo, los grandes hipermercados aplazan sus pagos hasta más de cien días y, en cambio, con respecto al cliente, cobran al contado. Por otra parte, el proveedor, en ocasiones, se ve en la obligación de pagar elevadas tarifas si desea colocar sus productos en las estanterías de estas grandes superficies.

Sin embargo, este y otros aspectos que pueden favorecer la concentración y sobre los cuales no existe, en nuestro país ningún tipo de regulación, parece ser que será perseguido como abuso de posición de dominio a través del anteproyecto de Ley de Comercio que está elaborando el Gobierno.

⁷ Hasta esa fecha, la legislación vigente, con respecto al régimen fiscal de las fusiones de empresa, estaba recogida en la Ley 76/1980, de 26 de Diciembre, publicada en el B.O.E. el 10 de Enero de 1981.

sujetos a tributación los aumentos patrimoniales producidos por el canje de acciones. En síntesis, se bonificaban los incrementos de patrimonio que se pusiesen de manifiesto debido al proceso de fusión.

(b) En lo que afectaba al Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas, no tributaban los aumentos o disminuciones patrimoniales consecuencia del canje de acciones (se trasladaba la tributación al momento de su enajenación).

(c) De otro lado, podían bonificarse hasta el 99 por cien de la cuota del impuesto sobre incrementos del valor de los terrenos de naturaleza urbana que se pusiesen de manifiesto por la transmisión de bienes inmuebles consecuencia de la fusión.

(d) Por último, y en lo que se refiere al Impuesto sobre el Valor Añadido, las fusiones a las que se concedían beneficios fiscales no estaban sujetas a este impuesto.

Así, si se concedían bonificaciones, podía haber interés en fusionarse al objeto de revalorizar fiscalmente activos. En esta misma línea, y como indica VAZQUEZ ORDAS (1992, pág. 61), "si una empresa posee en su activo un volumen importante de activos depreciables cuyo valor de mercado sea muy superior al valor histórico, siempre que en la fusión esos activos se puedan revalorizar de forma no gravable o parcialmente gravable, se convierte en un objeto de fusión, ya que cualquier empresa puede obtener ahorros fiscales si se fusiona con ella, al poder dotar un mayor importe en concepto de amortización".

Sin embargo, a partir de Enero de 1992 con la intención, tal y como queda reflejado de forma explícita en la exposición de motivos de la nueva Ley de adecuación de determinados conceptos impositivos a la Directivas y Reglamentos de las Comunidades Europeas⁸, de amoldar, es más, de incorporar determinados conceptos impositivos a nuestro ordenamiento jurídico⁹, se intenta sentar el principio de neutralidad, es decir, la legislación no deberá ni estimular ni obstaculizar los procesos de agrupación empresarial. Dicha neutralidad se alcanza al no incorporar en la base imponible del impuesto sobre sociedades los incrementos ni las disminuciones patrimoniales que se pongan de manifiesto por el proceso de reorganización empresarial.

Por lo tanto, a efectos fiscales, las empresas adquirentes valorarán los bienes recibidos por el valor contable que tenían antes de la transmisión, además, las acciones recibidas se computaran por un valor fiscal igual al de las acciones entregadas a cambio.

E.2 Por otra parte, cuando una empresa tenga una base imponible negativa, su importe podrá ser compensado con bases imponibles positivas dentro de los cinco ejercicios inmediatos y sucesivos al que se origino la pérdida.

Ahora bien, si dicha empresa no genera los beneficios suficientes o, lo que es peor, obtienen pérdidas durante un determinado número de años, no podrá

⁸ Esta revisión de nuestra legislación queda recogido en el Título primero de la Ley 29/1991 de 16 de Diciembre, publicada en el B.O.E. de 17 de Diciembre de 1991.

⁹ En concreto, las normas contenidas en la Directiva 90/434/CEE del Consejo, de 23 de julio de 1990, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones.

beneficiarse de dicha compensación a no ser que sea absorbida o se fusione con otra que pueda generar los beneficios suficientes para compensar las pérdidas de la empresa.

Claro está, se deberá esperar que dicha empresa en un futuro, no muy lejano, obtenga beneficios o que esta ventaja venga acompañada por otra u otras, como, por ejemplo, la anteriormente denominada eliminación de ineficiencias que permita, mediante una mejor gestión, alcanzar en la empresa absorbida/adquirida unos beneficios o resultados satisfactorios.

E.3 Por último, otra forma de argumentar las ventajas fiscales es a través de la existencia de una empresa que genere una cantidad sustancial de tesorería pero que no disponga de oportunidades de inversión rentables en su sector. Esto es, que su coste de capital exceda al rendimiento interno de los proyectos de inversión internos analizados (BREALEY y MYERS (1988) y SUTTON (1983)).

Si la empresa tiene una cantidad sustancial de tesorería, con ésta podría, por ejemplo, pagar un dividendo extraordinario. Este dividendo estaría sujeto a una doble imposición: por una parte, el Impuesto de Sociedades al declararlo como beneficio previamente y, por otro lado, el Impuesto de la Renta de las Personas Físicas, debido a que este dividendo o flujo de caja incrementará la base imponible del accionista y esto ocasionará una elevación en su impuesto sobre la renta. Así, con el deseo de evitar el pago de impuestos hay una base lógica para efectuar adquisiciones financiadas con tesorería excedente siempre que las inversiones internas rindan menos que el coste de oportunidad del capital (SCHOLES y WOLFSON (1990)).

(F) Hay otra serie de razones que se aducen a la hora de realizar fusiones o adquisiciones, pero que entran más en el terreno de lo discutible. Por ejemplo, la **reducción de riesgos o la diversificación**¹⁰.

Uno de los efectos de la diversificación es la estabilidad sobre los beneficios de la empresa. Así muchas fusiones y adquisiciones están destinadas a garantizar un resultado estable.

Esta estabilidad puede lograrse; porque a través de la diversificación el suministro de materiales o la distribución del producto final no esté a merced de los suministradores o agentes de venta incontrolados, o gracias a que con la agrupación se intenta ir penetrando gradualmente en otros sectores productivos no correlacionados con la actividad propia de la empresa o, si lo están, que ésta sea negativa .

El objetivo siempre es reducir los riesgos que se derivan de las fluctuaciones de la demanda, los cuales, no tienen porqué afectar por igual a todas las actividades. Esta argumentación tendrá más validez, cuanto menor sea la correlación existente entre los resultados que obtengan las unidades que se agrupen.

Ahora bien, si la fusión o adquisición debe contemplarse como un proyecto de inversión más, y si este proyecto de inversión solamente debe llevarse a cabo en el caso de que se incremente el valor de la empresa en el mercado para los accionistas, una fusión que se realice para diversificar, teóricamente, no aportará nada a la suma

¹⁰ Este tipo de razonamiento podría haber quedado incluido en el grupo de razones financieras ya que, esta diversificación, es la que permite, entre otras, reducir la incertidumbre respecto a la rentabilidad bruta de la firma, es decir, reducir el riesgo económico.

de los valores que tuvieran las empresas antes de fusionarse, es decir, el efecto sinérgico sería nulo, ya que, en un mundo de capitales eficiente, cualquier inversor puede obtener el mismo grado de diversificación formando una cartera con igual proporción de deuda y fondos propios que la que resulte del proceso de concentración llevado a cabo por la empresa (BREALEY y MYERS (1988)).

(G) Por último, podemos hablar de un motivo cuya base reside en el conflicto de intereses entre los propietarios o accionistas y los directivos. Estos "motivos gerenciales o directivos" están íntimamente ligados al problema de agencia como razones justificativas de la fusión/adquisición.

Una relación de agencia se define como el contrato, explícito o implícito, entre dos partes, por el cual una de ellas, el agente, se compromete a realizar una actividad o prestar un servicio en nombre de la otra parte, el principal.

El problema de agencia surge cuando nos enfrentamos a situaciones de información asimétrica y, más concretamente, cuando el principal tiene menos información que el agente y, por lo tanto, éste, el agente, tiene la posibilidad de perseguir sus propios intereses u objetivos.

En la teoría económica clásica, el capitalista, era el propietario de los medios de producción y, por lo tanto, el que asumía el riesgo financiero, al mismo tiempo realizaba las funciones del director, esto es, la persona que organizaba el proceso productivo, por lo que podemos asumir que sus decisiones irían orientadas a obtener su propio beneficio, no existiendo conflicto de intereses alguno.

Sin embargo, en las grandes empresas actuales, es evidente la progresiva separación entre el control y la propiedad que, además, va acompañada de un incremento en la independencia de los directivos, lo cual deriva en el mencionado problema de agencia.

Una variación de este problema, es que los directivos pueden desear expandir sus empresas con el deseo de poder ver aumentado su status, prestigio, salario, seguridad, etc.

Para explicar este divorcio entre propiedad y dirección surgieron las teorías directivistas. Así, entre otros, MARRIS (1964) argumenta que los directivos desearán maximizar el crecimiento. BAUMOL (1967) expone que los directivos propondrán maximizar la cifra de ingresos. En base a esta misma idea, NEWBOULD (1970) establece que un motivo de la dirección para la fusión/adquisición es incrementar su posición dominante en el mercado y defender en él su propia existencia.

Como norma general, podemos afirmar que estas teorías directivistas argumentan que los directivos intentarán maximizar sus propios intereses y esto no necesariamente se corresponde con la maximización de la riqueza del accionista. En concreto, los directivos desearán maximizar su función de utilidad la cual depende de una serie de variables como incrementar su salario, poder, prestigio, seguridad en el trabajo, etc. Factores que pueden ser obtenidos a través del crecimiento de la unidad económica que dirigen.

Desde la perspectiva de los accionistas o propietarios, podemos decir que, presumiblemente, ellos están básicamente interesados en el crecimiento del valor

de sus títulos en el mercado y en el crecimiento de las ganancias por acción.

Ahora bien, hay estudios empíricos, que analizaremos posteriormente¹¹, que parecen sugerir que existe una potencial ruptura o una independencia de intereses entre los anteriores grupos de poder: directivos y propietarios¹².

Sin embargo, como indica MANNE (1965), las operaciones que se desarrollan en el mercado para el control de empresas pueden ser un instrumento válido para controlar, por parte del accionariado, las decisiones del equipo directivo. Así, unos accionistas descontentos con la labor directiva puede suponer el éxito de una amenaza de compra, viéndose reducido su prestigio, seguridad, salario, etc.

1.3 LAS OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICION DE ACCIONES (OPAs).

Hasta hace relativamente pocos años las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) que se presentaban en nuestro mercado, tenían básicamente tres finalidades: la sociedad que deseaba la exclusión de

¹¹ Podemos adelantar que en los estudios empíricos realizados (ASQUITH (1983), GARCIA y FERRANDO (1991), MALATESTA (1983), etc) parece ser que los accionistas de las empresas adquiridas si que obtienen considerables ganancias. Por otra parte, y con respecto a los compradores, parece existir una disminución del rendimiento después de la operación.

¹² Al menos entre los directivos y propietarios de las empresas compradoras, ya que, como veremos en algunos estudios, parece haber evidencia de que la situación de los accionistas, medida a través del rendimiento, es significativamente peor luego de la operación.

contratación de sus títulos y que se veía obligada a comprar las acciones propias que estaban en manos de los accionistas que se oponían a la salida del mercado o compras de sociedades del grupo y, por último, estas operaciones, podían responder a acuerdos previos entre las partes implicadas.

Sin embargo, desde la OPA hostil presentada por el antiguo Banco de Bilbao sobre las acciones del Banco Español de Crédito, este tipo de operaciones ha sido utilizada ampliamente como forma de obtener el control de determinadas firmas. Así, en el informe anual de 1991 elaborado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), se comprueba que desde Agosto de 1989 hasta finales de 1991, el número¹³ de estas operaciones fue de 54, de las cuales 30 se presentaron a lo largo de 1991. Por lo que respecta a la evolución de los dos últimos años, podemos decir que, el interés por estas operaciones no ha desaparecido. Así, a lo largo de 1992 fueron 24 las ofertas presentadas y, por lo que respecta al ejercicio de 1993, más concretamente en los primeros once meses, se presentaron otras 24.

Por este motivo, no queremos finalizar este primer capítulo sin prestar la atención debida a una de las formas más habituales de acceder, en nuestro mercado, al control de una unidad económica.

De acuerdo con el informe anual presentado por la CNMV en 1991, tres han sido los desencadenantes del elevado número de OPAs. En primer lugar, y como factor general, las crisis bursátiles acontecidas que han

¹³ Lo importante de estas operaciones no es solo el incremento que están sufriendo, sino también el movimiento de dinero que ellas representan. Por ejemplo, las 30 operaciones presentadas a lo largo de 1991 suponen un importe, aproximado, de 600.000 millones de pesetas.

provocado, en muchos casos, que se buscasen oportunidades de penetración o de aumento de participación en determinadas sociedades a precios ciertamente ventajosos. En segundo lugar, y en particular a partir de 1991, el elevado número de operaciones producidas en el sector eléctrico como consecuencia de su reorganización. Y, por último, la propia entrada en vigor de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores y, posteriormente el Real Decreto 1197/1991 cuya consecuencia inmediata es que no se puedan superar los umbrales considerados como significativos sin el lanzamiento previo de una oferta pública de adquisición de acciones.

No obstante, al lado de las OPAs, debemos señalar la aparición y sofisticación de nuevas formulas que pueden favorecer la concentración empresarial, entre ellas destacamos, las operaciones Buy-Out. Puede que el elevado número de estas operaciones en mercados como el americano sea debido, como indica MARTINEZ SERRANO (1990), a que las fusiones (más concretamente las adquisiciones de empresas) se han convertido en una actividad lucrativa en si misma. Esto es, no se adquiere una empresa con el objeto de mantenerla y beneficiarse de alguna de las ventajas que anteriormente mencionábamos, sino que la compra se realiza pensando en su posterior reventa, bien como empresa, bien deshaciéndose de alguna de sus líneas productivas o bien disolviéndola y vendiendo por separado sus activos.

Así, las operaciones Buy-Out tienen una única finalidad, una vez transcurrido cierto período de tiempo, revender la empresa generando una plusvalía¹⁴.

¹⁴ Dentro de las operaciones Buy-Out existen distintas variantes, entre ellas podemos destacar el MBO (Management Buy-Out) y el EBO (Employee Buy-Out) cuya diferencia radica en el equipo de inversores que realiza la compra: directivos o empleados. Sin embargo, puede que el más conocido sea el LBO (Leveraged Buy-Out) o adquisición apalancada, en este caso el dinero que financia la operación es tomado en préstamo.

Centrándonos en las Ofertas Públicas de Adquisición de valores y, en concreto, en las OPAs de acciones, son, como su nombre indica, ofertas lanzadas al público en general mediante las cuales una empresa, grupo de empresas o, incluso, un particular, hacen pública su decisión de adquirir acciones¹⁵ de una determinada sociedad, en unas determinadas condiciones y durante un plazo de tiempo determinado.

Estas operaciones tienen, al menos, una triple trascendencia: jurídica, financiera y bursátil.

Jurídica, porque tienen lugar bajo un determinado procedimiento, porque son obligatorias en determinados casos y, por último, porque conducen a un conjunto de contratos de compraventa de títulos.

Financiera, porque la sociedad oferente debe abonar como contrapartida por los títulos adquiridos un precio o entregar otros títulos o una mezcla de las dos anteriores.

Bursátil, porque las OPAs se realizan en sociedades cuyo capital social esté, en su totalidad o en parte, representado por acciones admitidas a negociación en las Bolsas de Valores¹⁶ y a precio superior al

¹⁵ También es verdad, como queda remarcado en la Ley del Mercado de Valores (Ley 24/1988, de 28 de Julio), que si lo que se desea adquirir, es cualquier valor que directa o indirectamente pueda dar derecho a la suscripción de acciones o a su adquisición, esta operación deberá dar lugar a una Oferta Pública de Adquisición.

¹⁶ Debemos tener en cuenta que las ofertas públicas pueden también realizarse sobre empresas no cotizadas y que deseen someterse voluntariamente al procedimiento de oferta pública y a las normas de transparencia y garantías que este proceso conlleva. En nuestro mercado, y durante el ejercicio 1991 se realizaron cuatro ofertas sobre empresas no cotizadas: Consorcio Nacional de Leasing, Fabricación Cerámica, Zirconio y Todagres.

de cotización¹⁷, lo cual, teóricamente, motivará elevaciones de precios.

La regulación de estas operaciones surge con la intención de proteger los intereses de una gran masa de ahorradores, en concreto los pequeños accionistas, no en cuanto a la rentabilidad a obtener, sino en cuanto a la información disponible, con lo cual se dota al mercado de una mayor transparencia y, en lo referente al tratamiento aplicable a tales accionistas, cuya participación en el capital de una empresa, a veces por insignificante, no sería considerada por el comprador.

Como indica VALLVE RIBERA (1989, pág. 21), "con una OPA se pretende, cueste lo que cueste, adquirir y dominar otra empresa, haya o no acuerdo y, por tanto, con esta figura el legislador debe tratar de conceder igualdad de oportunidades a los pequeños accionistas para vender al precio pactado o bien para desvincularse de una sociedad cuyo grupo controlador ha cambiado. Porque el cambio de un grupo a otro puede significar una concepción distinta de la empresa, ya que su futuro puede integrarse dentro de una estrategia más amplia, la del nuevo grupo controlador".

En síntesis, mediante las OPA se trata, fundamentalmente, de dar a la operación de compraventa la transparencia necesaria, de ofrecer la misma información a todos los accionistas, es decir, evitar las operaciones "insider trading" que, al contar con información privilegiada, puedan aprovecharse de las fluctuaciones bursátiles y, en particular, de defender a los pequeños inversores, de forma que se evite el trato desigual de los

¹⁷ Podemos decir que las OPAs, con frecuencia, van seguidas de fusiones y, con carácter general, de importantes reestructuraciones empresariales. Esta reorganización es la base para que la empresa "opada" alcance el nivel de eficiencia productiva que exige el precio ofertado por la misma.

accionistas de una empresa.

Con respecto a la reglamentación existente, en la actualidad está en vigor el Real Decreto 1197/1991 de 26 de Julio el cual se elabora, tal y como indica en su exposición de motivos, "por la necesidad de no demorar por más tiempo la renovación de nuestro ordenamiento en materia de ofertas públicas de adquisición, a lo que hay que añadir la exigencia que reclama el tráfico jurídico...".

Con anterioridad, estas operaciones estaban reguladas por el Real Decreto 279/1984 publicado en el Boletín Oficial del Estado de 25 de Enero. Por otro lado, la Ley de Reforma del Mercado de Valores de 28 de Julio de 1988, en el Capítulo V del Título IV, clarificó los principios básicos que deberían regir el nuevo reglamento sobre OPAs e intentando superar las limitaciones de la legislación vigente hasta ese momento, R.D. 279/1984.

Con la actual legislación, este tipo de operaciones, será obligatoria para toda persona física o jurídica que pretenda adquirir acciones de una sociedad, cuyo capital esté, totalmente o en parte, admitido a negociación en las Bolsas de Valores, o cualquier otro título que pueda dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o a la adquisición de las mismas para alcanzar una participación significativa. En la nueva normativa queda reflejado de forma precisa los umbrales considerados como significativos, mientras que el R.D. 726/1984 consideraba participación significativa alcanzar un porcentaje del 25 por cien del capital social, actualmente, siguiendo el artículo primero del R.D. 1197/1991, se considera participación significativa toda aquella que representen porcentajes iguales o superiores al 25 y al 50 por cien del capital de la sociedad.

Más concretamente:

- Si la participación que se desea es superior o igual al 25 por cien la oferta, deberá realizarse sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10 por cien del capital social.

- Cuando se posea un porcentaje mayor o igual al 25 por cien, pero inferior al 50 por cien, y se pretenda incrementar dicha participación en, al menos, un 6 por cien en un período de 12 meses, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10 por cien del capital social de la sociedad afectada.

- Cuando se pretenda alcanzar una participación superior o igual al 50 por cien, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que permita al adquirente alcanzar, al menos, el 75 por cien del capital.

Además, las OPAs deberán formularse como compraventa, permuta o ambas cosas a la vez. Pero, en ningún caso, tendrán consideración de OPAs las que ofrezcan una contrapartida distinta del dinero o títulos de renta fija o variable.

Por otra parte, quien pretenda realizar una OPA debe, con carácter previo, comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), la cual ejercerá automáticamente el control administrativo sobre aquellos sujetos que intervienen en la operación, quedando sometidos al régimen de supervisión, inspección y sanción establecido en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores.

Sin perjuicio de la aplicación de las sanciones a que se refiere la Ley del Mercado de Valores, la CNMV tiene la posibilidad de sancionar a quien alcance dicho porcentaje significativo al margen de la Oferta Pública, de forma tal que no podrá ejercer los derechos políticos de las acciones así adquiridas o que se adquirieran en lo sucesivo sin promover la correspondiente OPA. Es más, sólo se podrán recuperar los derechos políticos correspondientes a las mismas mediante la formulación de una OPA sobre el resto de las acciones de la sociedad.

CUADRO 1.1

RELACION ENTRE PRECIOS DE SUSPENSION Y PRECIO DE LA OFERTA

	Precio suspensión	Precio OPA
Finanzauto	1.100 ₧	1.300 ₧
Cementos Rezola	2.240	4.587
Sanson	18.500	20.012
Valenciana Cementos	14.640	15.075
Corporación Noroeste	31.250	37.100
Banco de Progres	2.600	2.700
Bancotrans	16.000	20.000
Allianz Ercos	3.000	3.750

Desde el punto de vista del accionista de la empresa adquirida y de forma inmediata, la OPA aporta una ventaja adicional, ésta proviene del hecho de que la oferta pública se realiza, generalmente, a un precio superior al de cotización en la Bolsa. Así, por ejemplo, en el Cuadro 1.1 se recoge, para algunos títulos que fueron el objetivo de alguna OPA, la relación entre el precio en el momento de la suspensión de la cotización del título, como consecuencia de la presentación de la oferta pública, y el precio de la OPA y podemos comprobar, como el precio de la OPA supero al precio de la acción en el preciso instante en que ésta se presento.

Esto es así, porque, evidentemente, nadie estaría dispuesto a aceptar una oferta pública y vender sus títulos si tiene la posibilidad de desprenderse de ellos en el mercado a un precio superior.

1.4 POSICION DEL ACCIONISTA Y DEFENSA DE LA EMPRESA.

Tal como hemos mencionado anteriormente, las OPAs son mecanismos a través de los cuales es factible adquirir el control de una sociedad. Pero, ¿qué posición debe adoptar el accionista ante una OPA?, ¿son beneficiosas y, por ello, debe aceptarlas siempre?.

La respuesta del accionariado ante una OPA nunca será unitaria debido a la existencia de, al menos, dos tipos de accionistas. Por un lado, los accionistas mayoritarios, que participan en la dirección, en el control de la sociedad y que disponen de la información y, salvo que exista consentimiento o acuerdo, tenderán a resistir la oferta y, por otra parte, están los accionistas minoritarios que, por disponer de una menor información, la legislación tiende a proteger, y que, atraídos por el mejor precio de la oferta, se sienten atraídos generalmente a su aceptación.

Ahora bien, que se incremente el precio de las acciones no implica que el accionista obtenga esa ventaja única y exclusivamente mediante la venta de las acciones. Tal y como afirma PISON (1990, pág. 8) "la OPA se presenta como el método más ventajoso para los accionistas al permitirles participar, en igualdad de condiciones, en la

misma con precios interesantes (generalmente el precio de la OPA es superior al del mercado en el momento de la formulación, si bien después se irán aproximando) con un considerable aumento del número de transacciones sobre las acciones a que dicha oferta se refiere, conllevando a veces a un incremento en los precios de mercado superiores incluso, a los de la OPA (circunstancia que podrán aprovechar aquellos accionistas que quieran vender en firme)".

Desde otro punto de vista, si el mercado funciona regularmente, las acciones que no acepten la OPA también se verán afectadas por el incremento en los precios. Es decir, no parece lógico, al menos teóricamente, que si alguien ha estado dispuesto a pagar un precio alto por unas acciones, el precio vaya a descender inmediatamente después, salvo, claro está, que toda la planificación de la OPA haya sido un error.

Sin embargo, parece haber evidencia en sentido contrario y así nos encontramos que, tras el efecto de la OPA, las cotizaciones se "desinflan"; es más, no solamente las empresas objeto de una OPA cotizan por debajo de los precios a los que se hizo la oferta, sino que su cotización es, por regla general, inferior a la cotización media del mes anterior al de presentación de la OPA.

Así, por ejemplo, podemos encontrar manifestaciones como la siguiente: "la cotización de Finanzauto ha comenzado ya a caer en bolsa de manera importante tras el fin de la OPA lanzada por Bibby. Este hecho se produce siempre que una sociedad realiza una OPA en los mercados de valores. La empresa opante consigue el objetivo de controlar a la compañía opada y, por tanto, se

olvida de la cotización del valor"¹⁸.

Incluso, teóricamente, hay otro elemento a considerar. Así, el que las ofertas públicas se presenten a un precio distinto del de cotización puede ser debido a dos tipos de razones: unas se argumentan en base a un cierto grado de ineficiencia por parte de la gestión del actual equipo directivo y otras aluden a cierta ineficiencia por parte del mercado al valorar los títulos.

Con respecto a las primeras, las justificaciones que podemos encontrar son razones subjetivas, se basan en que, una vez controlada la empresa e integrada en un grupo determinado, se podrá beneficiar de sinergias positivas que contribuyan a una mayor rentabilidad futura. En lo referente al segundo grupo de argumentaciones o razones objetivas, esto es, que exista una disparidad entre el precio bursátil y la verdadera realidad económica de la sociedad, se basan en esta diferencia de valoraciones para la posible realización de beneficios extraordinarios.

En resumen, no siempre la aceptación de la OPA y la consiguiente venta de acciones es la respuesta acertada ante una OPA. En teoría, solo hay un elemento que debería influir en el momento de tomar la decisión de aceptar la oferta y vender: la incertidumbre sobre los nuevos sistemas de gestión que se implantarán. Como indicábamos anteriormente, un nuevo control supone un nuevo sistema de dirección. Pues bien, sólo cuando el accionista tenga elementos objetivos que justifiquen que las nuevas técnicas van a implicar un perjuicio de la sociedad en favor del grupo en el que va a ser integrada, deberá aceptar la oferta. Pero no deberá aceptarla mecánicamente pensando que

¹⁸ CINCO DIAS (22/Julio/1992), al lado de este ejemplo, podemos encontrar manifestaciones similares en el diario CINCO DIAS (22/Julio/1991) y en el diario EXPANSION (24/Septiembre/1992).

ha obtenido una ganancia milagrosa (la prima), puede suceder que, en algunos casos, quien acepte la OPA esté perdiendo oportunidades de obtener una mayor rentabilidad en el futuro.

En definitiva, antes de inclinarse por aceptar o rechazar la oferta pública, habrá que estudiar sus condiciones: contraprestación ofrecida, la existencia o no de un número mínimo de aceptaciones que condicione la efectividad de la OPA y, por último, la finalidad buscada por la sociedad que lanza la oferta.

Por otra parte, estas operaciones se pueden clasificar en función de diferentes criterios. Uno de ellos es en función de la existencia o no de negociaciones previas. Así, nos podemos encontrar con OPAs amistosas u hostiles. Las primeras son aquellas donde, previamente a la presentación de la OPA, han existido conversaciones y acuerdos entre la sociedad oferente, en concreto, sus directivos y la parte afectada, decidiendo ambas partes por mutuo acuerdo dicha operación. Por el contrario, en las OPAs hostiles, o las partes no llegaron a ningún acuerdo, o bien no existieron conversaciones de ningún tipo.

Centrándonos en las OPAs hostiles, es de destacar que en ellas los administradores y gestores de la sociedad que se desea controlar inician, en la mayoría de los casos, medidas de defensa. Mientras que la parte atacante intentará dotar a la oferta de un mayor atractivo para satisfacer al mayor número posible de accionistas¹⁹. Ahora bien, ¿pueden tomarse medidas anti-OPA?, ¿a quién

¹⁹ Con esto no queremos decir que en las ofertas públicas amistosas no exista ningún tipo de problema. Todo lo contrario, puede existir un conflicto de intereses debido a la posible falta de independencia de los administradores y éstos puede que intenten defender sus propios intereses (mantenimiento de su posición de control) en perjuicio de los intereses de los accionistas en su conjunto.

benefician estas medidas?.

Antes de analizar la cuestión conviene destacar que nuestra legislación ha dado un giro completo. Por un lado, obliga al órgano de administración de la sociedad objeto a emitir un informe²⁰ con lo cual se pretende que el accionista tome su decisión con un mayor volumen de información. Y, por otra parte, se ha pasado de no establecer ninguna cautela o limitación en cuanto a la forma de actuación de los administradores, a limitar la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada. El objetivo en ambos casos es hacer prevalecer el interés del accionista frente al interés propio del órgano de administración.

Centrándonos en las medidas anti-opa, y de acuerdo con el artículo 14 del R.D. 1197/1991, se establece que "a partir de la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la sociedad afectada y hasta la publicación del resultado de la oferta, el órgano de administración de la sociedad afectada se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios".

La justificación a tales limitaciones parte de la consideración de que es posible que exista un conflicto de intereses entre los directivos de la sociedad afectada, que intentarán que fracase la operación, y los accionistas, que

²⁰ Este informe, que deberá ser presentado ante cualquier oferta, así como ante las ofertas competidoras y en el caso de que se alterasen las condiciones originales, deberá poseer, como mínimo, información sobre si existe un acuerdo entre los órganos de administración involucrados en la OPA. Asimismo, deberá indicar si los miembros del consejo de la sociedad afectada que posean títulos a los cuales va referida la oferta, tienen intención o no de aceptar la OPA.

son a quienes va dirigida la oferta y, en definitiva, los que en última instancia deberán decidir si la oferta prospera o no.

En consecuencia, los administradores de la sociedad afectada se limitarán a informar al accionariado de su opinión sobre la OPA y a tomar las decisiones propias de la actividad ordinaria²¹.

Cualquier sociedad que cotice en el mercado de valores puede ser objeto de la presentación, por parte de terceros, de una oferta pública no deseada para adquirir sus acciones. Frente a esta situación, el atacado, por norma general, utilizará diferentes fórmulas con el deseo de repeler el ataque. Entre ellas, y como ejemplo, podemos hablar de la defensa "Pac-Man", es decir, ofertar por las acciones del atacante, o la medida conocida como "el caballero blanco", esto es, buscar un socio sin aspiraciones de dominio, que se oponga al atacante y encarezca demasiado la compra, o cualquier otra acción encuadrada en lo que se conoce como "poison pills" o "píldoras venenosas" como podría ser lanzar obligaciones convertibles a buen precio lo cual hace menos atractivo la oferta pública de compra de las acciones en circulación.

Puede que la medida a posteriori más típica sea la presentación de una contra-oferta u oferta competitiva. Esto es, ofertas públicas de adquisición, que afectan a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada una OPA aún vigente. Esta operación supone una clara ventaja para el accionista puesto que

²¹ El artículo 14 del Real Decreto 1197/1991 no hace una enumeración exhaustiva del conjunto de operaciones prohibidas. Enumera unas a título de ejemplo, quizás porque éstas han sido las tácticas de defensa más utilizadas: emisión de acciones, enajenación de bienes, operaciones sobre valores afectados por la oferta. En definitiva, el órgano de administración se abstendrá de realizar cualquier acción que tenga por objeto perturbar el desarrollo normal de la oferta.

mejorará la oferta vigente, cumpliendo, entre otros, uno de los siguientes requisitos, bien elevar el precio o bien aumentar el número de valores a los que se extiende, al menos, en un 5 por cien.

En general, con respecto a este tipo de medidas a posteriori, no podemos decir que exista un conjunto limitado. Es más, existe un constante desarrollo de la ingeniería financiera que busca nuevos repelentes.

Recientemente en nuestro mercado se hizo público por parte del BBV un nuevo tipo de medida con la intención de frenar la OPA presentada por la familia Olazábal sobre las acciones de El Encinar. Este instrumento consistió en la publicación de anuncios en los que la entidad vasca prometía que, en una futura oferta, pagaría las acciones por una cantidad superior a la de la OPA que estaba en vigor, dicha cantidad se conocería tres días antes de que finalizara la OPA de la familia Olazábal y, además, condicionaban su propuesta al fracaso de la oferta oficial en vigencia.

De forma más general, podemos decir que no necesariamente se debe esperar a ser atacado para proceder a la defensa. Así, se pueden contemplar dos situaciones: una primera, que hace referencia a las medidas defensivas o a priori, cuya finalidad es que la OPA no se presente o que, en caso de presentarse, no sorprenda a la sociedad. Y otra, la segunda, a la que hemos venido haciendo referencia en los párrafos anteriores, que se refiere a las medidas curativas o a posteriori, cuya finalidad es evitar que, una vez presentada la oferta, ésta prospere.

Sin embargo, tal y como indica BELTRAN MENDIZABAL (1989, pág. 112) "no existe ninguna defensa que por sí

misma suponga un repelente frente a un posible ataque por parte de terceros. Al no existir una línea de defensa ideal, lo que debe intentar conseguir es una línea combinada con aplicación de medidas de carácter simultáneo o sucesivo que permitan que si alguna de ellas falla, existan otras defensas alternativas que puedan actuar de repelente".

Con respecto a las medidas a posteriori o curativas, es decir, medidas a adoptar una vez presentada la OPA, lo que pretenden es "ganar tiempo", esto es, retrasar lo más posible la operación²². También, puede darse el caso de que los administradores decidan²³, al objeto de deshacer el interés de la sociedad oferente, enajenar o arrendar unos activos importantes cuando con ello puedan frustrar o perturbar la oferta pública.

El problema de estas actuaciones a posteriori o curativas es que, en la mayoría de las ocasiones, no responden a los intereses de la sociedad en su conjunto, sino a los intereses de unos grupos determinados. En concreto, responden a los intereses de sus directivos, que verán disminuido su control y, en algunos casos, supondrá su desaparición de los puestos de dirección. Ahora bien, éstas actuaciones guiadas por intereses particulares no deberían impedir el derecho del accionista a aceptar o rechazar la operación, es por esto que determinadas actuaciones del órgano de dirección están prohibidas una vez que se presente la OPA.

²² Para ello, no hay más que reclamar por posibles infracciones que se hayan podido cometer: sobre legislación mercantil, defensa de la competencia, etc.

²³ Este tipo de medidas, como hemos visto anteriormente, y siguiendo el artículo 14 de R.D. 1197/1991 es imposible que pueda ser adoptado, debido a la limitación que sufre el órgano de administración, ya que una vez que se presenta la OPA y hasta que ésta finaliza, los administradores, no pueden realizar ningún acto de gestión extraordinaria.

Esta razón hace que las medidas preventivas o a priori estén más aceptadas debido a que, tanto los accionistas presentes, como los futuros, conocen su existencia. Entre estas medidas defensivas o a priori podemos destacar, entre otras, las siguientes:

- La primera medida a la que nos vamos a referir ha sido ampliamente utilizada por las empresas españolas y, especialmente, por las sociedades bancarias y financieras. Estamos haciendo referencia a la recompra de acciones propias, o incremento de la autocartera. Con la recompra de los títulos se puede estimular, artificialmente, la elevación del precio de dichos activos hasta un nivel tal que encarezca excesivamente la compra hostil.

Ahora bien, en la legislación vigente²⁴ se adoptaron medidas para evitar que las empresas influyesen en el valor de mercado de sus acciones, así como que se produjesen relaciones sin control entre diferentes unidades; asimismo, se limita la posibilidad de acceder, por parte de los órganos de gobierno, a cuotas de representación superiores a las que genuinamente ostenten. Sin embargo, aunque inicialmente queda cerrada la posibilidad de suscribir las acciones propias ni las emitidas por su sociedad dominante (artículo 74, Ley 19/1989), las empresas pueden seguir actuando dentro de los límites y requisitos que se enuncian en dicha Ley.

²⁴ Ley 19/1989 de 25 de Julio. Tengamos en cuenta que en esta nueva normativa, una de las materias que más se transforma con respecto a la regulación anterior (Ley de 17 de Julio de 1951 sobre el régimen jurídico de las sociedades anónimas) es la de las operaciones realizadas sobre las acciones propias. De un solo artículo, artículo 47, se pasa a dieciséis, del artículo 74 al artículo 89.

Por contrapartida, uno de los problemas que deberá afrontar la empresa que decida recomprar sus acciones es el de aceptar el coste de oportunidad que suponen colocar los fondos en esta compra cuya rentabilidad proviene generalmente de los dividendos, normalmente baja, y no en otros proyectos más rentables.

- **Medidas estatutarias.** Este tipo de medidas tienen como característica principal que son aprobadas y ratificadas por los accionistas y, dentro de ellas, podemos destacar dos tipos: unas que afectan al derecho de voto, bien estableciendo una elevación de los límites para adoptar acuerdos o, también, que limitan el número de votos que como máximo puede emitir un accionista y otras que afectan a los propios accionistas intentando su identificación mediante la utilización de las acciones sin voto²⁵, este tipo de acciones serían especialmente válidas para aquellos accionistas desinteresados por la sociedad, que buscan a través de la especulación una mayor rentabilidad y que quedan eliminados como posibles aceptantes de OPAs, manteniendo las acciones ordinarias en los socios más estables.

- También nos podemos encontrar con un tipo de **medidas contractuales** adoptadas unilateralmente por el consejo de administración, o lo que es igual, que no necesitan la ratificación de los accionistas. Así, por ejemplo, nos podemos encontrar con los "golden parachute" o "paracaídas de oro" que son, ni más ni menos, que contratos que garantizan importantes

²⁵ Véase la Ley 19/1989 y el Real Decreto Legislativo 1564/1989.

indemnizaciones a los directivos de las sociedades en caso de que su contrato sea rescindido por la sociedad.

No queremos finalizar este último epígrafe del primer capítulo sin comentar el significado de las medidas de defensa adoptadas, tanto si son a priori como a posteriori, remarcando los intereses en juego de éstas.

Cualquier persona que disponga de las garantías apropiadas y que vienen reflejadas en el capítulo segundo del R.D. 1197/1991, puede formular una OPA, y son los accionistas de la sociedad afectada los únicos que han de proceder a su aceptación o a su rechazo. Es por ello, que gran parte de estas técnicas de defensa, sino todas, al intentar limitar las posibilidades de que se presente una oferta pública sobre determinadas acciones, a quienes benefician realmente es a los accionistas mayoritarios que pueden ver en peligro el control que ejercen sobre la sociedad e intentarán, por todos los medios, que los intereses de los accionistas minoritarios se acomoden a los suyos propios.

BIBLIOGRAFIA DEL CAPITULO I

- AMADO GUIRADO, J., (1992), "La adaptación a las directivas comunitarias: novedades en las operaciones de concentración de empresas y en las sociedades matrices y filiales". Alta Dirección, año XXVIII, nº 166. Págs. 507-515.
- ASQUITH, P., (1983), "Merger bids, uncertainty, and stockholder returns". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 51-83.
- BAUMOL, W.J., (1967), "Business, behavior, value and growth". MacMillan. New York.
- BELTRAN MENDIZABAL, F. y Otros, (1989), "OPAS: la conquista del poder en la empresa". Texto basado en las Conferencias celebrada en Madrid, organizadas Instituto de la Empresa. Madrid.
- BREALEY, R. y MYERS, S., (1988), "Fundamentos de financiación empresarial". McGraw-Hill. Madrid.
- COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, (1990), (1991) y (1992). "Informes anuales".
- COPELAND, T.E. y WESTON, J.F., (1983), "Financial theory and corporate policy". Addison-Wesley publishing company.
- DE CARLOS BELTRAN, L. y DE CARDENAS SMITH, C., (1992). "Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, Junio-Julio. Págs. 523-540.
- ECKBO, B.E., (1983), "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 241-273.
- ELLER, J.C., (1976), "Mergers, antitrust law enforcement and stockholder returns". Journal of Financial, vol. XXXI, nº 2. Págs. 715-732.
- ESCAMEZ, A., (1992), "Modelos de fusiones bancarias". Lección de clausura curso 1991/92. Master en entidades de depósito (4ª edición). Valencia 22 de Julio.

- GARCIA MARTIN, C.J. y FERRANDO BOLADO, M., (1992), "Tomas de poder: efectos sobre la rentabilidad de las acciones". Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. I, nº 1. Págs. 115-124.
- GITMAN, J., (1978), "Fundamentos de administración financiera". Harper & Row. Latinoamericana. México.
- HOPKINS, T.H., (1983), "Mergers, acquisition and divestitures: a guide to their impact for investors and directors". DowJones-Irwin.
- JENSEN, C.M. y RUBACK, S.R., (1983), "The market for corporate control. The scientific evidence". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 5-56.
- LANGETIEG, T., (1978), "An application of a three-factor performance index to measure stockholders gains from merger". Journal of Financial Economics, nº 6. Págs. 365-384.
- LEY 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado de 29 de Julio.
- LEY 19/1989, de 25 de Julio. De reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades. Boletín Oficial del Estado de 27 de Julio.
- LEY 29/1991, de 16 de Diciembre. Adecuación de determinados conceptos impositivos de las Directivas y Reglamentos de las Comunidades Europeas. Boletín Oficial del Estado de 17 de Diciembre
- MACE M.L. y MONTGOMERY G.G., (1990), "Fusiones y adquisiciones. Guía para la compra, venta y fusión de empresas". Oikos-Tau. Barcelona.
- MALATESTA, P.H., (1983), "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 155-181.
- MARRIS, R., (1964), "The economic theory of managerial capitalism". MacMillan. London.

- MARTINEZ GONZALEZ, I. y GARCIA RODRIGUEZ, R., (1992), "Aprendizaje de una fusión". Alta Dirección, nº 164. Págs. 283-290.
- MARTINEZ SERRANO, J.A. (1990), "Fusiones y adquisiciones de empresas en la Bolsa de Madrid". Economistas, VIII. Págs. 193-197.
- MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, J., (1989), "Razones de las fusiones y adquisiciones de empresas". Actualidad Financiera, nº 13, Marzo-Abril. Págs. 903-917.
- , (1989), "La compra con apalancamiento ("Leveraged Buy-Out"). Actualidad Financiera, nº 13, Marzo-Abril. Págs. 919-953.
- , (1993), "Manual de fusiones y adquisiciones de empresas". McGraw-Hill. Madrid.
- MCNEILL STANCILL, J., (1988), "Adquisiciones apalancadas de pequeñas empresas". Harvard-Deusto Business Review, 4º trimestre. Págs. 33-42.
- NEWBOLUL, G.D., (1970), "Management and merger activity". Guthstead. Liverpool.
- PISON, I., (1990), "Fusiones y adquisiciones: fórmulas más utilizadas, y la OPA de votos". Estrategia Financiera, nº 51, Abril. Págs. 5-11.
- REAL DECRETO 279/1984, de 25 de Enero, sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Valores. Boletín Oficial del Estado de 16 de Febrero.
- REAL DECRETO 1564/1989, de 22 de Diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Boletín Oficial del Estado de 27 de Diciembre.
- REAL DECRETO 377/1991, de 15 de Marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y adquisiciones por éstas de acciones propias. Boletín Oficial del Estado de 26 de Marzo.

- REAL DECRETO 1197/1991, de 26 de Julio, sobre régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores. Boletín Oficial del Estado de 2 de Agosto.
- RICHARDSON REID, J., (1968), "Mergers, managers and the economy". McGraw-Hill.
- ROJO RAMIREZ, A., (1988), "El valor de la empresa: elementos estratégicos en la adquisición de empresas". Actualidad Financiera, nº 46, Diciembre. Págs. 2479-2499.
- RUIZ DE ALEGRIA, J., (1988), "Una nota sobre leveraged Buy-Outs". Boletín de Estudios Económicos, vol. XLIII, nº 135, Diciembre. Págs. 469-475.
- SANTANDREU MARTINEZ, E., (1990), "Manual práctico de valoración de empresas". EADA-Gestión.
- SCHOLES M.S. y WOLFSON, M.A., (1990), "The effects of changes in tax lawx on corporate reorganization activity". Journal of Business, vol. LXIII, nº 1. Págs. 141-164.
- SUAREZ SUAREZ, A.S., (1991), "Decisiones óptimas de inversión y financiación". Pirámide. Madrid.
- SUTTON, C.J., (1983), "Economía y estrategias de la empresa". Limusa. México.
- TURNER DONALD, F., (1965), "Conglomerate mergers and 7 of the Clayton Act". Harvard Law Review, vol. LXXVIII, nº 7. Págs. 1317-1340.
- VALLVE RIBERA, M.A. y Otros, (1989), "OPAS: la conquista del poder en la empresa". Texto basado en las Conferencias celebrada en Madrid, organizadas Instituto de la Empresa. Madrid.
- VAN HORNE, J.C., (1986), "Administración financiera". Prentice Hall. México.
- VAZQUEZ ORDAS, C.J., (1992), "Valoración estratégica del crecimiento externo". ESIC-Market, Julio-Septiembre. Págs. 47-68.

- , (1993), "Argumentación teórica de las fusiones". Alta Dirección, Septiembre-Octubre, nº 171. Págs 337-343.
- WESTON, J.F., CHUNG, K.S. y HOAG, S.E., (1990), "Mergers, restructuring, and corporate control". Prentice Hall. New Jersey.
- WIER, P.G., (1983), "The cost of antimerger lawsuits: evidence from the stock market". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 207-224.
- WILLIAM, J.T. y JERRI, A.V., (1988), "Dinero de entresuelo" para las pequeñas empresas". Harvard-Deusto Business Review, 1º trimestre. Págs. 73-78.

CAPITULO II

**"EL MERCADO DE CONTROL DE EMPRESAS:
TEORIAS Y EVIDENCIA EMPIRICA"**

2.1 EL MERCADO DE CONTROL DE EMPRESAS.

El término control de empresas queda inicialmente definido, JENSEN y RUBACK (1983), como aquellas operaciones que influyen en el uso de los recursos de las empresas, más concretamente, operaciones que influyen en "el derecho a determinar la gestión de los recursos de la empresa, esto es, el derecho a contratar, despedir y fijar la remuneración de la alta dirección"²⁶

En este apartado esbozaremos las teorías que, generalmente, son enunciadas para explicar y contrastar las actividades que se desarrollan en el mercado para el control de empresas y que desencadenará una fusión o adquisición, amistosa u hostil.

Como ya hemos mencionado en el capítulo anterior, este tipo de operaciones pueden ser justificadas en base a algún o algunos motivos. Por ejemplo, que se intente aprovechar una serie de posibles ventajas como son, entre otras, las economías de escala, reducción de costes, ventajas fiscales o, desde otro punto de vista, pueden ser argumentadas en base a razones de tipo gerencial o directivos.

Ahora bien, dos son las teorías básicas que se han desarrollado para explicar, tanto la causa última por

²⁶ JENSEN, C.M. y RUBACK, S.R., (1983), Pág. 5.

la cual algunas empresas se introducen en los programas de fusión/adquisición, como para interpretar las posibles repercusiones, de esta decisión, sobre los cambios anormales en la rentabilidad de las acciones de dichas empresas:

- la teoría neoclásica que supone que a través de la decisión adoptada se intenta maximizar el valor de la empresa para los accionistas.
- y las teorías directivistas que defienden que los directivos adoptan decisiones para maximizar su propia función de utilidad.

(A) Con respecto a la primera teoría, MANNE (1965), defiende la idea que los directivos deciden introducirse en dichos programas si con ello se incrementa la riqueza del accionista, es decir, sostiene que las decisiones están orientadas a la maximización del valor de la empresa en el mercado, que desembocará en un incremento de la riqueza de sus propietarios.

Este incremento en la valor de la empresa será probable si la rentabilidad de la nueva empresa (en caso de fusión) o bien la rentabilidad de la sociedad adquirida y, más concretamente, la del grupo en el cual se introduce, se incrementa gracias al aprovechamiento de alguna ventaja financiera, fiscal, comercial, etc. En definitiva, si se produce un efecto sinérgico positivo.

Sea cual sea la ventaja que se pretenda aprovechar, lo que es evidente es que si una empresa se mueve motivada por la maximización del valor, no invertirá recursos financieros en inversiones de fusión o adquisición, si el valor actual neto de la misma fuese

negativo. Es por ello, que la hipótesis básica de la que parte la teoría neoclásica es, que si una empresa se fusiona o adquiere a otra, esta inversión deberá poseer, al menos, un valor actual neto no negativo.

Entre las posibles ventajas mencionadas, Manne, y la mayoría de autores que analizan los procesos de concentración empresarial, destacan el hecho de que el proceso de fusión/adquisición se desencadena debido a la existencia de una relativa ineficiencia del equipo directivo. Así, la fusión (o en su defecto la adquisición) es observada como una respuesta a las decisiones sub-óptimas del consejo de administración o grupo de control de la empresa objetivo o deseada.

La implicación que supone la existencia de una dirección ineficiente, en la empresa objetivo, es que esta información, una vez que está en el mercado y es analizada por los inversores, se reflejará en una reducción de sus expectativas de beneficio y ello desencadenará unos rendimientos inferiores a su correspondiente nivel de riesgo.

Lógicamente, estas pérdidas perdurarán hasta que la dirección sea modificada. En el caso que nos ocupa, ello se producirá a través de un proceso de reestructuración vía fusión o gracias al cambio del control de la firma. Dicho de otra forma y en palabras de MALATESTA (1983, pág. 158), "bajo la hipótesis de cambio directivo un período de ineficiencia directiva es un prerequisite para la fusión...las pérdidas incurridas durante el período de dirección ineficiente son análogas a la serie de desembolsos de una inversión que conducirá a una fusión". Así, la hipótesis de cambio de dirección establece que estas empresas son inversiones con un valor actual neto

negativo, al menos, mientras permanece la dirección en las mismas manos.

Otra posible ventaja, que ha sido contrastada, y que permite explicar el incremento en la riqueza del accionista es que, a través de las fusiones y adquisiciones empresariales, es posible el incremento en el grado de monopolio.

Las implicaciones de la hipótesis de que las empresas, con la concentración empresarial, persiguen el incremento en el poder de mercado, radican en que una vez realizada la fusión y reducida la competencia, es posible obtener rentas extraordinarias por la subida del precio del producto, pudiéndose aprovechar de esta medida el resto de empresas rivales que permanecen en el sector obteniendo también beneficios extraordinarios que desembocan en un incremento en el valor de las acciones.

Sin embargo, como argumenta MANDELKER (1974), si el mercado para el control de empresas fuese perfectamente competitivo deberían existir varias empresas compitiendo por una única empresa objetivo y mantendrían y mejorarían sus ofertas hasta que el precio pagado elimine la potencial ventaja y, con ello, la posible renta extraordinaria.

(B) Con respecto a las teorías directivistas que parten de la separación entre la propiedad de los medios de producción y de la dirección de la empresa (BAUMOL (1959), MARRIS (1964), MULLER (1969), WILLIAMSON (1964), etc.), sostienen que si los directivos son los que poseen la capacidad de decisión, éstos intentarán maximizar sus propias funciones de utilidad intentando conseguir, claro está, un mínimo en la satisfacción de los propietarios, es decir, al menos, la tecnoestructura deberá de obtener un

nivel de beneficios que permita el reparto de unos dividendos aceptables para los propietarios.

Así, mientras que la teoría de la maximización del valor de la empresa requiere necesariamente que esta fusión/compra incremente la rentabilidad de la empresa oferente gracias al aprovechamiento de algún factor que facilite la obtención de un efecto sinérgico positivo, bajo las teorías directivistas o hipótesis de la maximización de la utilidad del equipo directivo, las decisiones no requieren obligatoriamente incrementos en la rentabilidad, lo que se acepta es que, con el incremento del tamaño de las empresas, es más fácil incrementar sus niveles salariales, su poder y, entre otras, es probable que se reduzca el riesgo de pérdida del puesto de trabajo. En concreto, lo que aceptamos bajo esta teoría es que las decisiones se adoptan con la intención de incrementar la satisfacción del grupo de control.

Por lo tanto, si lo que queremos es arrojar alguna luz sobre el motivo más relevante por el cual las empresas se introducen en alguna operación del mercado de control de empresas, debemos analizar el impacto de esta decisión en la variable rentabilidad de la empresa y, más concretamente, examinar, en relación al riesgo soportado, los retornos anormales que obtienen los accionistas de empresas²⁷ involucradas en procesos de concentración empresarial.

En resumen, en base a estos supuestos y con la intención de explicar los procesos de concentración

²⁷ Otra forma de analizar la rentabilidad de la inversión (fusión/adquisición) sería examinar a las empresas desde dentro, esto es, estudiando los estados financieros tanto de las empresas adquirentes como los de las empresas objetivo, antes y después de la operación, con la finalidad de comprobar si las sinergias han sido alcanzadas. Sin embargo, a través de la observación de los precios de los títulos de estas firmas, nos fijaremos en como, desde fuera de la empresa, el mercado valora la información recibida y las expectativas futuras que ésta conlleva.

empresarial a través de alguna de las teorías enunciadas anteriormente, los resultados que esperamos alcanzar con el estudio serán algunos de los reflejados en el Cuadro 2.1.

CUADRO 2.1

RETORNO ANORMAL ESPERADO EN OPERACIONES
DEL MERCADO PARA EL CONTROL DE EMPRESAS

Teoría	OBJETIVO	OFERENTE
Maximización del valor		+
- Dirección ineficiente	-	
- Poder de mercado	+ ó -	
- Otro tipo de ventaja	+ ó -	
Maximización función utilidad	+ ó -	- ó +

De esta manera, si asumimos que los títulos de las empresas se negocian en mercados eficientes, esto es, mercados donde el precio de los títulos incorporan toda la información disponible y que, ante cualquier nueva información, el precio descuenta inmediatamente los efectos estimados que este suceso provocará en los beneficios, podemos estudiar el impacto de una información, anuncio de fusión o adquisición, analizando los movimientos anormales de la variable rentabilidad de estos títulos alrededor de la fecha en que se hace pública la información y, además, con los resultados obtenidos podremos medir la variación en la riqueza del accionista y la conveniencia para éste de la decisión.

En concreto, las empresas oferentes, cuyas decisiones estén orientadas hacia la maximización del valor, se introducirán en este tipo de operaciones siempre y cuando el valor de la misma sea positivo. El interés de estas empresas será explotar alguna ventaja de la empresa objetivo, si esta ventaja es la que hemos denominado

mejorar la "dirección ineficiente", el retorno anormal esperado de estas empresas, mientras continúe la dirección, será negativo. En cualquier otro caso, no podremos adelantar el signo del retorno anormal esperado.

De otro lado, cuando la empresa oferente esté guiada por la maximización de la utilidad del decisor, y esta figura no coincida con la del propietario, en principio, el valor actual neto de estas decisiones para el accionista puede ser negativo. Sin embargo, también es posible que la operación incremente la riqueza del accionariado. En lo referente a la empresa objetivo, tampoco somos capaces de proporcionar un resultado único, ya que dependerá de la eficiencia del equipo directivo y del objetivo que se pretende alcanzar con sus decisiones, si maximizar el valor de la empresa o si maximizar sus propias funciones de utilidad.

En base a la hipótesis de que en un mercado eficiente el valor actual neto de una decisión es capitalizado en los precios de los títulos en el momento de la divulgación de la información, se han realizado diferentes investigaciones centrándose en decisiones adoptadas en el mercado de control de empresas, más concretamente, cuando los inversores descubren que una operación en el mercado de control de empresas es posible.

Con la intención de obtener una visión general de los resultados alcanzados en distintos estudios empíricos, analizamos a continuación alguna de estas investigaciones separándolas y agrupándolas en función de su objetivo, esto es, si el acontecimiento estudiado fue una fusión o, por el contrario, una adquisición.

2.2 EVIDENCIA EMPIRICA SOBRE FUSIONES DE EMPRESAS.

Han sido numerosos los estudios que se han realizado al objeto de estimar los efectos de los procesos de fusión o de adquisición en los precios de los títulos de la empresa, tanto de la adquirente (lanzadora de la oferta) como de la adquirida (empresa objeto u objetivo)²⁸. En la mayoría de estas investigaciones se prestó atención a tres determinados momentos del tiempo consecutivos: un período que se centra en estudiar el comportamiento de la rentabilidad del título t-momentos antes de que se haga pública la información conocido como período pre-fusión o compra, otro período que coincide con el primer anuncio de la operación, momento t, y, por último, un período post-operación, es decir, t-momentos posteriores a la divulgación de la noticia.

En concreto, este tipo de estudios centran su interés en analizar si existe algún comportamiento anormal en esos determinados períodos de tiempo y, si es así, proceder a su cuantificación. La medida del posible comportamiento anormal vendrá dada por la diferencia entre el retorno realmente obtenido y el esperado en base a algún modelo establecido de antemano²⁹ de acuerdo con el

²⁸ Los términos compradora y adquirida serán utilizados de forma general e indistinta para cualquier tipo de operación. Sin embargo, hacen referencia, respectivamente, a empresa lanzadora y empresa objetivo de la oferta.

²⁹ Para lograr este objetivo, la mayoría de los trabajos utilizan la técnica denominada "estudio del suceso" o "event study". Metodología que expondremos en el siguiente capítulo.

correspondiente nivel de riesgo.

Uno de los primeros trabajos que se llevaron a cabo fue el de MANDELKER (1974). Mandelker utilizó datos mensuales y contrastó dos hipótesis: la primera, que las operaciones en el mercado para el control de empresas, en concreto fusiones, se realizan en condiciones de competencia perfecta y, la segunda, hace referencia a cómo el mercado de capitales analiza la información que recibe. En definitiva, en esta segunda hipótesis, se intenta contrastar la eficiencia del mercado de valores.

Con respecto a los accionistas de las empresas objetivo concluye que recibieron retornos anormales acumulados positivos. En concreto, estas empresas se revalúan un 14 por cien, lo cual indica que obtienen ganancias en el proceso de fusión y, además, sugiere que estas empresas podrían estar operando por debajo de los niveles óptimos de eficiencia. Asimismo, el autor observa que los posibles beneficios que se pueden derivar de la operación son observados por otras firmas, apareciendo un proceso de competencia vía precios.

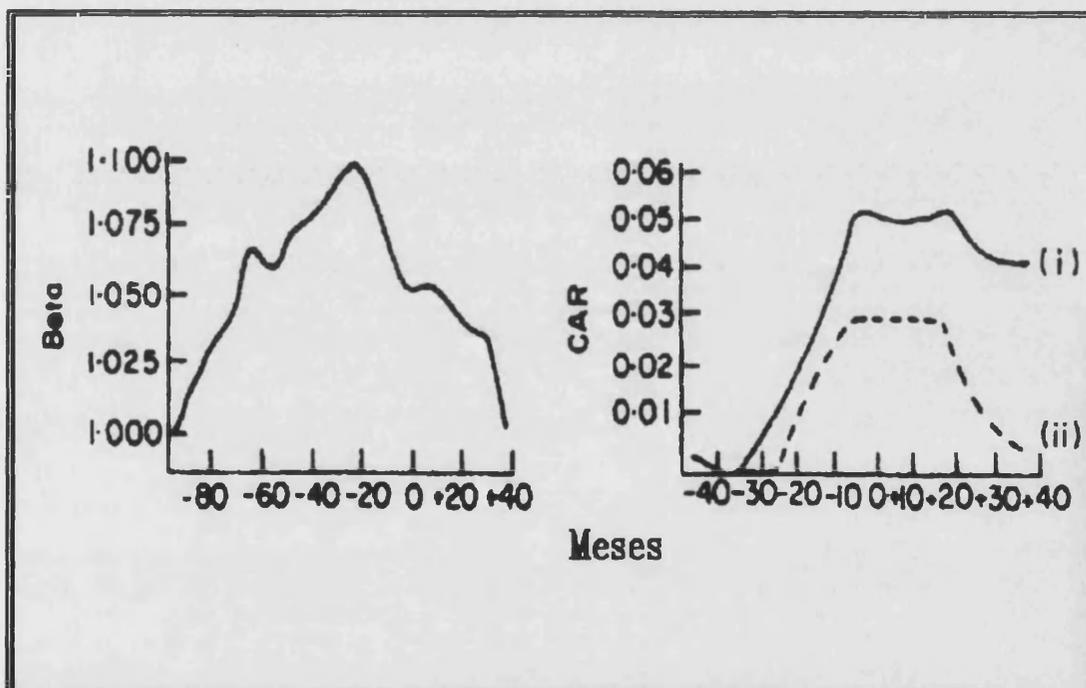
Por otro lado, las empresas lanzadoras de la oferta parece que obtienen un rendimiento igual al que se esperaba, esto es, aunque sus residuos promedio son generalmente positivos, no son estadísticamente significativos.

En lo referente al contraste de la hipótesis del mercado de capitales eficiente, Mandelker mantiene la idea que el mercado descuenta eficientemente la información: los movimientos de los precios en el momento del anuncio, e

incluso antes³⁰, reflejan toda la información. El precio del activo de la nueva empresa en la fecha en que la fusión es consumada refleja las ganancias económicas esperadas y, además, los retornos se ajustan eficientemente a los cambios significativos observados en las betas.

FIGURA 2.1

EVOLUCION TEMPORAL DE LAS BETAS y
DE LOS RESIDUOS ACUMULADOS PROMEDIO
(datos: Mandelker (1974))



(i) CAR obtenido cuando se han utilizado solamente datos históricos para estimar la B.

(ii) CAR cuando los datos utilizados en la estimación de B son una mezcla de datos pasados y posteriores a la fecha de anuncio.

Fuente: CONN (1985)

³⁰ Esto es debido a que utiliza como fecha de referencia, que Mandelker denomina fecha de anuncio, la fecha efectiva de la fusión. Sin embargo, debemos tener en cuenta que los efectos de dicha aprobación se capitalizaran en los precios cuando el mercado tenga información sobre la posibilidad de que dicha operación pueda ocurrir, esto es, fecha de anuncio de la intención de la fusión.

Quizás, el problema más crítico al aplicar modelos de predicción de precios que tienen en cuenta el riesgo sistemático o no diversificable, es que el tipo de operaciones que analizamos, bien fusiones o bien adquisiciones de empresas, podrían alterar dicho parámetro.

En este sentido, otra de las conclusiones alcanzadas por Mandelker es que el residuo anormal acumulado, CAR, como se puede observar en la Figura 2.1, es sensible al período elegido para estimar los parámetros del modelo de mercado. Asimismo, analizando la misma figura, destaca el incremento que sufre la β durante el intervalo de tiempo comprendido entre 100 a 20 meses antes del anuncio para, posteriormente a esta fecha, reducir su valor estimado³¹.

Por otro lado, JOEHNK y NIELSEN (1974) examinaron 44 fusiones realizadas durante los años 1962-1969, 21 realizadas por empresas conglomerado y 23 por firmas no conglomerado. Además, estas fusiones fueron reclasificadas en función de si la β pre-fusión de la empresa adquirente excedía o no al riesgo sistemático pre-fusión de la empresa adquirida³².

En el Cuadro 2.2, que contiene uno de los hallazgos del trabajo de Joehnk y Nielsen, en concreto, datos comparativos entre la β pre y post-fusión; podemos observar, en primer lugar, que solamente en una de las seis submuestras se obtuvo un cambio significativo y, segundo, que cinco de las seis submuestras contienen β post-fusión

³¹ Cuando los datos utilizados para estimar la β_1 son solamente datos históricos, por ejemplo, desde 40 a 1 mes antes del anuncio, [-40, -1], los retornos anormales acumulados son mucho más elevados que cuando se utilizan datos pasados y futuros, por ejemplo, [-30, -1] y [+1, +30].

³² Recordemos que los términos adquirente y adquirida serán utilizados de forma general e indistinta. Sin embargo, hacen referencia, respectivamente, a la empresa lanzadora de la oferta y a la empresa objetivo de la misma.

que son alguna combinación de las betas pre-fusión de la oferente y de la objetivo.

CUADRO 2.2
CONDUCTA DEL COEFICIENTE β

	CONGLOMERADOS		NO CONGLOMERADOS	
	Pre-fusión	Post-fusión	Pre-fusión	Post-fusión
(a) Todas las empresas				
Adquirentes	1,40	1,37	1,26	1,30
(t-valor; $\beta_1 \neq \beta_3$)		(0,19)		(0,24)
Adquiridas	1,06		1,08	
(t-valor; $\beta_1 \neq \beta_2$)	(2,25)		(1,13)	
(b) $\beta_1 < \beta_2$				
Adquirentes	1,13	1,25	0,74	1,13
(t-valor; $\beta_1 \neq \beta_3$)		(0,50)		(2,21)
Adquiridas	1,77		1,26	
(t-valor; $\beta_1 \neq \beta_2$)	(3,77)		(2,91)	
(c) $\beta_1 > \beta_2$				
Adquirentes	1,46	1,40	1,66	1,43
(t-valor; $\beta_1 \neq \beta_3$)		(0,35)		(1,03)
Adquiridas	0,90		0,93	
(t-valor; $\beta_1 \neq \beta_2$)	(3,74)		(4,24)	

(a) 21 conglomerado y 23 no conglomerado

(b) 4 conglomerado y 10 no conglomerado

(c) 17 conglomerado y 13 no conglomerado

β_1 equivale a la β de la adquirente pre-fusión

β_2 equivale a la β de la adquirida pre-fusión

β_3 equivale a la β de la adquirente post-fusión

Los valores en negrilla son significativos al 95 por cien

Fuente: JOEHK y NIELSEN (1974)

Estos datos les permiten concluir que "los cambios en β están relacionados (en algún grado) con los cambios en las características financiero/operativas de las empresas y no son debidas solamente a factores aleatorios. Sin embargo, parece ser que el nivel de β de las empresas

no conglomerado son más sensibles a la actividad fusión³³.

Por otro lado, Joehnk y Nielsen elaboraron una relación con la cual intentaron examinar el efecto de un conjunto de variables en el nivel de la β post-fusión (X). El resultado refleja, Cuadro 2.3, que la variable más importante, pues como mínimo es significativa al nivel 0,2, fue la que se recoge como variable Y, y que cuantificaba la diferencia existente en las betas pre-fusión de las empresas involucradas.

CUADRO 2.3

RELACION ENTRE LA BETA POST-FUSION (X) Y LA DIFERENCIA EXISTENTE ENTRE LAS BETAS PRE-FUSION DE LAS EMPRESAS FUSIONADAS (Y)

$$X = a_1 + a_2 Y$$

EMPRESAS	a_1	a_2	
Conglomerado	0,101	0,225	(1,55)
No conglomerado	0,124	0,458	(2,58)

Los valores entre paréntesis son los t-valores que cuantifican la significación estadística del parámetro a_2

Fuente: JOEHNK y NIELSEN (1974)

Ahora bien, no todos los estudios encuentran cambios significativos en la β . HAUGEN y LANGETIEG (1975) utilizaron 59 fusiones realizadas durante los años 1951-1968 y un grupo de control, formado por otras 59 empresas que, durante el mismo período, no se fusionaron.

Una de las contrastaciones que realizaron fue testar la igualdad en los parámetros a_1 y β_1 pre y post-fusión de la relación [2.1], más conocida como "modelo de mercado" y que parte de la base de una dependencia lineal

³³ JOEHNK, M.D. y NIELSEN, J.F., (1974), pág. 220.

entre la variable aleatoria rentabilidad del activo "i" en un momento "t" y la variable rentabilidad del índice de mercado en ese preciso instante, de la forma:

$$\tilde{R}_{it} = a_i + \beta_i \tilde{R}_{Mt} + \tilde{\epsilon}_{it} \quad [2.1]$$

donde: \tilde{R}_{it} es la rentabilidad del título "i" en "t", \tilde{R}_{Mt} representa la rentabilidad de la cartera de mercado en "t", a_i y β_i se asumen constantes a lo largo del tiempo y representan, respectivamente, al término intersección y al riesgo sistemático o no diversificable y, por último, $\tilde{\epsilon}_{it}$ es el error de predicción.

CUADRO 2.4

NUMERO DE CASOS DONDE SE DETECTARON CAMBIOS SIGNIFICATIVOS EN α Y β

Nivel de Significación	(1)		(2)		(3)	
	GF	GC	GF	GC	GF	GC
1 %	1	3	2	2	2	2
5 %	5	8	7	6	7	6
10 %	13	8	11	9	10	11

- (1) Número de empresas cuya β pre-fusión es, a diferentes grados de significación, diferente de la β post-fusión.
- (2) Número de empresas cuyo α pre-fusión es, a diferentes grados de significación, diferente del α post-fusión.
- (3) Número de empresas cuya β y α pre-fusión son, a diferentes grados de significación, diferentes de los valores de β y α post-fusión.

Fuente: HAUGEN y LANGETIEG (1975)

Los resultados alcanzados se presentan en el Cuadro 2.4. y, como podemos observar, Haugen y Langetieg encontraron, al 10 por cien de significación, cambios en la

beta de 13 de las 59 fusiones estudiadas, GF o grupo de fusión. Ahora bien, en otras 59 empresas no fusionadas, GC o grupo de control, y al mismo nivel de significación, son 8 los cambios que se obtienen. En base a estos resultados, los autores concluyen que "es extremadamente difícil discernir alguna diferencia entre el grupo de control y el de fusión"³⁴.

También, DODD (1980, pág. 109) afirma que "...períodos de estimación diferentes fueron utilizados y en ningún caso se alteran los resultados y conclusiones del estudio".

Continuando la descripción de los diferentes estudios empíricos relativos a los procesos de fusión, DODD (1980) mejora los trabajos realizados con anterioridad al suyo, como los de MANDELKER (1974), ELLER (1976) y LANGETIEG (1978). Estas mejoras estriban en que, por un lado, utiliza datos de cotización diarios y, por otro, en que estudia el impacto de la fusión en la fecha del anuncio del inicio de las negociaciones³⁵. Otro aspecto diferenciador es que, en el trabajo, Dodd utiliza el modelo de mercado para estimar el retorno esperado y también para medir el residuo.

En concreto, Dodd estudió 151 fusiones anunciadas durante el período que abarca desde 1971 a 1977. De éstas, 71 fueron completadas con éxito y, por el contrario, 80 terminaron en fracaso, es decir, fueron canceladas. Los resultados obtenidos en este estudio son los que se reflejan en el Cuadro 2.5.

³⁴ HAUGEN, R.A. y LANGETIEG, C.T., (1975), Pág. 1009.

³⁵ MANDELKER (1974), ELLERT (1976) y LANGETIEG (1978) utilizan como fecha de referencia la fecha efectiva de la fusión, es decir, el momento de la consumación o fecha de la aprobación.

CUADRO 2.5

RETORNOS ANORMALES (en porcentaje) PARA
EMPRESAS INVOLUCRADAS EN OFERTAS DE FUSION

EMPRESAS	PERIODOS		
	(1)	(2)	(3)
Fusiones con éxito			
Objetivo	13,41	NS	33,96
Lanzadora oferta	-1,09	NS	-7,22
Fusiones con fracaso			
y decisión adoptada por el equipo directivo de la empresa			
Objetivo	NS	NS	-3,12
Lanzadora oferta	11,18	-5,57	10,95
y decisión adoptada por el equipo directivo de la empresa			
Lanzadora oferta	NS	NS	-6,46
Objetivo	13,43	-9,75	0,18

NS = No significativo.

(1) Día anterior y el día en que se produce el anuncio del inicio de la negociación

(2) Fecha del resultado final de la negociación

(3) Intervalo de tiempo que abarca entre 10 días antes del anuncio hasta 10 días después del resultado

Fuente: DODD (1980).

Como podemos observar, la reacción del título ante la propuesta de fusión el día antes y el día del anuncio fue significativamente negativo para las empresas oferentes (-1,09 por cien). Por otra parte, los residuos anormales acumulados para estas empresas lanzadoras de las ofertas, durante el intervalo de tiempo que abarca 10 días antes de la propuesta a 10 días después de la aprobación son negativos y significativos (-7,22 por cien). En caso de que la operación resulte un fracaso, con independencia de

quien finalice las negociaciones, el signo del resultado es idéntico y además significativo. Esto permite concluir a Dodd que las empresas oferentes no obtienen ganancias significativas por las fusiones.

Analizando las empresas objetivo, sus accionistas obtienen, por término medio, importantes retornos anormales positivos y significativos en el momento de la propuesta de la operación (13,41 por cien). Los residuos anormales acumulados desde 10 días antes de la propuesta a 10 días después del resultado es una importante ganancia, tanto si la operación finaliza con éxito, 33,96 por cien, como si, debido a sus directivos, fracasa, 10,95 por cien. Por el contrario, si la ruptura de las negociaciones proviene por parte del equipo directivo de la empresa que promueve la oferta, el retorno vuelve, aproximadamente, a su nivel de pre-propuesta.

ASQUITH (1983), estudia los procesos de concentración empresarial en el período comprendido entre los años 1962 y 1976. En concreto, analiza los efectos que provocan los procesos de fusión en el precio de los activos financieros. Analiza el retorno anormal obtenido a lo largo de 480 días antes del anuncio de fusión y 240 días posteriores al mismo. Para ello, diferenció entre las que tuvieron éxito en su intento y las que fracasaron.

Podemos adelantar que la evidencia encontrada muestra que, ante la posibilidad de una fusión, los accionistas de las empresas objetivo obtuvieron beneficios y que los fracasos en el proceso perjudican tanto a la empresa oferente como a la empresa objetivo.

CUADRO 2.6

RETORNOS ANORMALES (en porcentaje) PARA
EMPRESAS INVOLUCRADAS EN OFERTAS DE FUSION

EMPRESAS	PERIODOS				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
OBJETIVO					
(211) Exito	-14,1	6,2	8,0	1,3	ND
(91) Fracaso	-10,5	7,0	-8,1	-6,4	-8,7
COMPRADORAS					
(196) Exito	14,3	0,2	0,5	0,2	-7,2
(89) Fracaso	2,2	0,5	-6,2	-0,2	-9,6

(1) Período que abarca desde 480 días antes del anuncio de la oferta hasta 20 días antes

(2) Día en que aparece publicada la intención de la operación en el Wall Street Journal

(3) Abarca desde 1 día después al día de prensa hasta 2 días antes de la fecha de resultado

(4) Fecha de resultado, es el día la publicación del éxito o del fracaso de las negociaciones en el Wall Street Journal

(5) Período desde un día después del anuncio del resultado hasta 240 días posteriores al mismo

Nota: retornos en negrilla son significativamente diferente de cero al nivel 1 por cien.

Fuente: ASQUITH (1983).

Asquith analiza el retorno anormal diferenciando entre cinco períodos de tiempo: período anterior al conocimiento de la oferta, el momento de la oferta, durante la oferta (después del anuncio pero antes de conocer el resultado), en el momento de la publicación del resultado de la oferta y, por último, un período posterior al anuncio del resultado. Los resultados se resumen en el Cuadro 2.6.

Con respecto a la fecha de pre-anuncio, parece confirmarse los resultados obtenidos en otros estudios en el sentido que, las empresas objetivo, son empresas que obtienen por término medio retornos anormales acumulados

negativos³⁶ ocurriendo todo lo contrario para los lanzadores de la oferta.

Del mismo modo, Asquith también indica la posibilidad de que exista filtración de la información, puesto que parece ser que el título reacciona de forma anormal antes de que surja la información, en particular, desde 17 días antes de la aparición en prensa del anuncio informativo para las empresas objetivo con éxito y desde 10 días antes para las fracasadas, sus retornos anormales diarios son positivos, aunque el mayor residuo ocurre en el día de la publicación.

La única forma de poder explicar ese retorno anormal durante, aproximadamente, los 20 días comerciales antes de la difusión de la información es a través de la existencia de filtración de información, como sugiere Asquith, o, también, porque las empresas oferentes intenten alcanzar alguna posición de dominio antes de hacer pública su intención, con lo cual se produce un aumento de la demanda de estos títulos que provoca una elevación en sus precios.

Otro factor a destacar es el hecho de que el mercado no anticipó el éxito o el fracaso de la oferta en el momento del anuncio, ya que, las empresas objetivo, obtienen en el momento del anuncio, tanto en las operaciones finalizadas con éxito como en las que el intento de fusión fracasó, elevados, imprevisibles y significativos retornos anormales positivos. Con respecto a las empresas oferentes, parecen tener, en promedio, pequeños y positivos retornos anormales aunque éstos

³⁶ Asquith, al igual que otros autores, incide en la creencia de que la posible ventaja a explotar en las fusiones se encuentre en el esperado reemplazamiento de un equipo directivo ineficiente de la empresa que se desea adquirir.

carecen de significación.

Posteriormente a la fecha de anuncio de la oferta, los resultados nos hacen pensar que los únicos que obtienen ganancias con la oferta son los accionistas de las empresas objetivo y, en particular, en el caso que el proceso finaliza con éxito ya que, una vez reagrupadas las dos unidades o firmas, el retorno excedente de la empresa conjunta es negativo (-7,2 por cien) y significativo.

Asquith ofrece como posible explicación a este resultado el procedimiento utilizado en la estimación del retorno esperado y, más concretamente, en el método utilizado para la estimación de la β , ya que una particularidad del trabajo de Asquith reside en el hecho de que el autor, al objeto de estimar el retorno esperado de un activo, en primer lugar, realiza una estimación de la β de cada título utilizando datos del período (año) pasado al que se encuentre, en segundo lugar, reagrupa todos los títulos en 10 carteras en función del valor de β y, por último, la rentabilidad esperada para un título en concreto y en un momento determinado es estimado a través de la rentabilidad media de la cartera de la cual forme parte este título en ese momento en concreto.

Otro resultado que merece nuestra atención es el que obtienen las empresas que lanzan la oferta, pero que ven fracasado su intento, ya que si bien es lógico que los accionistas de las empresas objetivo obtengan ganancias anormales negativas al fracasar la operación, esto deberá venir acompañado por retornos anormales positivos para los accionistas de la compradora. Sin embargo, éstos también obtiene retornos anormales negativos y significativos, resultado que puede ser explicado por el gasto que ha originado la operación fracasada.

MALATESTA (1983) analizó un conjunto de fusiones, en concreto, 256 adquirentes y 85 adquiridas, que ocurrieron durante el período que abarca desde 1969 a 1974. Una de las discusiones que incorpora el autor es encontrar las fechas que pueden ser consideradas como "proxy" del momento en que se produce el primer anuncio público de la operación (t_1) y la fecha de la publicación del resultado (t_2).

Por un lado, identifica como t_1 el primer anuncio que aparece en el Wall Street Journal. Sin embargo, parece ser que no es correcto, ya que, según el autor³⁷, "en más de la mitad de los casos, la primera publicación fue esencialmente un anuncio de un acontecimiento consumado. Por ejemplo, cerca del 30 por cien de los primeros anuncios hacen referencia a acuerdos de principio y un 20 por cien se refiere a descalificaciones o acuerdos definitivos". Es decir, que el primer anuncio revela casi toda la incertidumbre concerniente al suceso que se anuncia.

Como variable aproximada de t_2 , acepta la fecha de publicación en el Wall Street Journal de la aprobación de la operación por la junta directiva, el análisis de esta fecha permitirá determinar si el retorno anormal es debido a la resolución de la incertidumbre o a la ineficiencia del mercado³⁸.

Como podemos observar en el Cuadro 2.7, los accionistas de la empresas oferentes tienden a sufrir pérdidas anormales en el período post-primer anuncio

³⁷ MALATESTA, P. (1983). Pág. 164.

³⁸ Como indican COPELAND y WESTON (1983), el problema que esta "proxy" origina es que durante el tiempo que transcurre desde la aprobación por parte de la Junta General hasta que se completan los detalles legales, permanece un cierto nivel de incertidumbre.

(primera noticia en el Wall Street Journal). Malatesta obtiene, para el intervalo de tiempo $[-24, t_1]$ y para las empresas adquirentes, un residuo anormal promedio acumulado no significativamente diferente de cero. Sin embargo, durante los 6 meses siguientes al anuncio, el retorno extraordinario acumulado promedio asciende al -5,4 por cien y, además, es significativamente menor que cero.

CUADRO 2.7

TASAS DE RETORNO ANORMALES PROMEDIO DE CARTERAS IGUALMENTE PONDERADAS PARA EMPRESAS ADQUIRENTES Y ADQUIRIDAS EN FUSIONES (Enero 1969 a Diciembre 1974)

(A) Tiempo	ADQUIRENTES		ADQUIRIDAS	
	(1)	(2)	(1)	(2)
-5	0,008	1,60	-0,001	-0,12
-4	-0,003	-0,83	-0,012	-0,68
-3	-0,003	-0,05	0,008	0,36
-2	0,006	1,04	0,023	1,96
-1	0,008	1,18	0,026	3,03
0	0,009	1,53	0,168	17,57
1	-0,009	-1,55	0,015	1,58
2	-0,010	-2,24	-0,015	-1,28
3	-0,007	-1,26	0,016	0,81
4	-0,001	-1,56	-0,013	-0,40
5	-0,012	-2,06	0,036	2,12
6	-0,014	-2,96	0,031	2,65
[1, 6]	-0,054	-4,75	0,070	2,24
[7, 12]	-0,022	-2,03	0,046	1,26

(A) El tiempo hace referencia al mes(es) con respecto al mes t_1 , es decir, primer anuncio que aparece sobre la fusión.

(1) Tasas de retorno anormal promedio de la cartera

(2) Z-estadístico, que está distribuido como una variable normal bajo la hipótesis de retorno anormal medio nulo.

Fuente: MALATESTA (1983)

Por lo que respecta a las empresas adquiridas u objetivo, Malatesta hace hincapié en el hallazgo obtenido, el cual califica de habitual, sobre el período que abarca 24 a 4 meses antes del primer anuncio público, encuentra

retornos anormales acumulados no significativos, que, por término medio, ascienden al -8,5 por cien. Posteriormente, estos retornos comienzan una tendencia alcista. En concreto, la reacción en el momento de la divulgación fue significativamente positiva, 16,8 por cien, al igual que los resultados post-anuncio.

CUADRO 2.8

TASAS DE RETORNO ANORMALES PROMEDIO ACUMULADAS DE
CARTERAS IGUALMENTE PONDERADAS PARA EMPRESAS
LANZADORAS DE OFERTAS DE FUSION
(Enero 1969 a Diciembre 1974)

(B) Tiempo	TODA LA MUESTRA		EMPRESAS GRANDES		EMPRESAS PEQUEÑAS	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
[1, 6]	-0,023	-1,32	0,023	0,30	-0,057	-2,03
[7, 12]	-0,006	-0,17	0,022	0,67	-0,020	-0,47

(B) El tiempo hace referencia a los meses transcurridos con respecto al mes t_2

(1) Tasas de retorno anormal promedio de la cartera

(2) Z-estadístico, que está distribuido como una variable normal bajo la hipótesis de retorno anormal medio nulo.

Fuente: MALATESTA (1983)

Analizando los sucesos posteriores a la fecha en que aparece el anuncio de la aprobación por parte de los directivos, t_2 , debemos destacar (ver Cuadro 2.8) que la única evidencia fuerte es que las empresas adquirentes³⁹ "pequeñas" obtienen retornos anormales negativos y significativos (-5,7 por cien) durante los 6 meses posteriores a t_2 . Para las empresas que Malatesta considero "grandes", se obtiene, para el mismo período, retornos anormales positivos (2,3 por cien) pero no significativos.

³⁹ Malatesta analizó la muestra de empresas adquirentes como un todo y posteriormente la dividió en dos submuestras: empresas pequeñas, es decir, con una capitalización bursátil inferior a los 300 millones de dólares y empresas grandes, donde el valor de sus acciones es superior a los 300 millones de dólares.

El por qué de la dependencia del sentido y magnitud del retorno anormal con respecto al tamaño de la empresa, tal y como indica Malatesta, es un "puzzle".

Asimismo, Malatesta, intenta explicar la diferencia entre los resultados obtenidos por él y los hallados en otros trabajos. Así, hace referencia a que la posible causa del retorno anormal obtenido sea debida al período de tiempo cubierto por la muestra, así como, a las diferentes técnicas de estimación del retorno anormal.

El problema reside en los retornos anormales negativos y significativos que se obtienen en empresas adquirentes después de la aprobación, cuando esta información debería haber quedado reflejada en las variaciones anormales anteriores a tal fecha.

Ahora bien, es bastante improbable que la explicación provenga por una ineficiencia del mercado de valores o por el período de tiempo cubierto por la muestra.

Por un lado, hay que tener en cuenta que la información está lo suficientemente diseminada y, por lo tanto, es conocida por un gran número de inversores, siendo imposible que todos ellos la interpreten erróneamente.

Con respecto a la selección del período, debemos decir que existen diferentes estudios, cubriendo diferentes períodos muestrales, y obteniendo retornos anormales post-fusión negativos. Queda, no obstante, la posibilidad del modelo utilizado como posible vía para explicar la diversidad de resultados.

Otra de las variaciones que el autor incorpora en este trabajo fue que Malatesta calculó el efecto riqueza de

las fusiones a través del retorno anormal en dólares. Trabajando con este retorno anormal, las empresas oferentes obtienen retornos excedentes acumulados y significativos de -27,65 millones de dólares en los 4 meses anteriores a t_2 . Con respecto a las empresas objetivo, éstas alcanzan residuos acumulados significativos de 19,67 millones de dólares en el mismo intervalo de tiempo. Así, el efecto de la fusión es una reducción neta en la riqueza del accionista, ya que, en el intervalo $[-4, t_2]$, la ganancia de las empresas objetivo no logra compensar la pérdida de las oferentes.

Esta evidencia sugiere que la sinergia en la fusión puede ser negativa, aunque, con la intención de estimar las ganancias posteriores a la operación, Malatesta analizó el retorno anormal en dólares de la empresa combinada para una submuestra de empresas fusionadas.

El intervalo de tiempo estudiado abarcó desde t_2 , fecha de aprobación de la fusión, a 5 años después. Durante este período, el retorno anormal acumulado en dólares es esencialmente nulo. Por lo tanto, Malatesta concluye afirmando que la fusión no tiene un impacto neto sobre la riqueza del accionista.

SCHIPPER y THOMPSON (1983) analizaron el impacto de las actividades que se realizaron en el mercado para el control de empresas durante el período que abarcó desde 1950 a 1970. La particularidad del trabajo reside en que diferencian entre si la operación es un hecho aislado o una decisión que se adopta dentro de una visión o fenómeno más amplio como son los programas de adquisición.

Estos autores, al igual que **ASQUITH, BURNER y MULLINS (1983)**, consideran que las fusiones y adquisiciones

no son más que sucesos aislados de deseos más amplios. Por lo tanto, en el momento en que se anticipe o se haga público el programa de adquisición, es decir, la intención de intervenir en una secuencia de adquisiciones o fusiones, los precios de sus activos reflejarán el valor esperado de todo el programa.

Las razones que argumentan en defensa de que el valor capitalizado en el momento del anuncio del programa es una mejor estimación de los beneficios futuros que la que se obtendría analizando casos aislados son:

- Se tiene en cuenta el coste de administración del programa, ya que si se analiza un acontecimiento aislado, su reacción en el precio reflejará los beneficios y costes de esa operación particular.

- Una vez capitalizado el valor esperado del programa, cualquier otro cambio anormal alrededor de algún anuncio particular de fusión/adquisición que forme parte del programa, reflejará solamente la sorpresa asociada con esa operación individual o la confirmación de sus expectativas, la incertidumbre que se mantiene sobre el éxito o el fracaso de la actuación, etc.

Los resultados encontrados se pueden agrupar en dos partes. En primer lugar, los que se refieren a los resultados anormales positivos y significativos asociados con el anuncio del programa y, en segundo lugar, el impacto negativo y significativo que tiene sobre los retornos la publicación de cambios institucionales que ocurrieron entre

1967-79 y que afectan a la concentración empresarial.

En la mayoría de las investigaciones empíricas el retorno anormal se calcula utilizando el modelo de mercado⁴⁰, es decir:

$$\hat{\epsilon}_{jt} = R_{jt} - (\hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j * R_{Mt}) \quad [2.2]$$

donde, $\hat{\epsilon}_{it}$, que es la predicción del error del activo i en el momento t, es igual a la diferencia entre el rendimiento observado por ese título y en ese momento, R_{it} , y la rentabilidad que, en condiciones normales, se hubiese esperado obtener. En este caso particular, esta rentabilidad esperada viene dada por el, ya conocido, modelo de mercado, relación [2.1].

Sin embargo, en el trabajo de Schipper y Thompson, la técnica utilizada fue la relación establecida por el CAPM (Capital Asset Pricing Model). Así, el retorno anormal o extraordinario, sería calculado como:

$$\hat{\epsilon}_{it} = R_{it} - [R_{ft} + \beta_i (R_{Mt} - R_{ft})] \quad [2.3]$$

donde, a diferencia de la expresión [2.2], la estimación del retorno "normal" o "esperado" viene dada por la rentabilidad del activo libre de riesgo en t, R_{ft} , más una prima, diferencia entre la rentabilidad de la cartera de

⁴⁰ Una exposición resumida de los diferentes métodos que podemos aplicar en el momento de obtener el retorno anormal puede verse en FAIRLURN y KAY (1989). Págs. 90-91.

En el siguiente capítulo retomaremos este aspecto y analizaremos con un poco de detalle estos diferentes procedimientos.

mercado y la del activo libre de riesgo en t , $(R_{Mt} - R_{ft})$, por cada unidad de riesgo sistemático o no diversificable que soporte el inversor al invertir en el título i , $\hat{\beta}_i$.

Como veremos posteriormente, uno de los problemas que nos encontraremos será el de los datos utilizados para la estimación de β_i , Schipper y Thompson utilizaron lo que denominan la técnica de la "ventana móvil", esto es, utilizaron el modelo de mercado, ecuación [2.1], y los 48 datos alrededor del momento que estén analizando o, lo que es igual, $t-24$ a $t+23$, siendo t los diferentes meses en que ha quedado dividido el período muestral.

Por lo tanto, Schipper y Thompson, modifican las expresiones [2.1] y [2.3] en los siguientes términos:

$$R_{i\tau} = a_{i\tau} + \beta_{i\tau} R_{M\tau} + e_{i\tau} \quad [2.4]$$

$$\tau = t-24 \text{ a } t+23$$

una vez estimada la beta a través de la expresión [2.4], la predicción del error viene dada por:

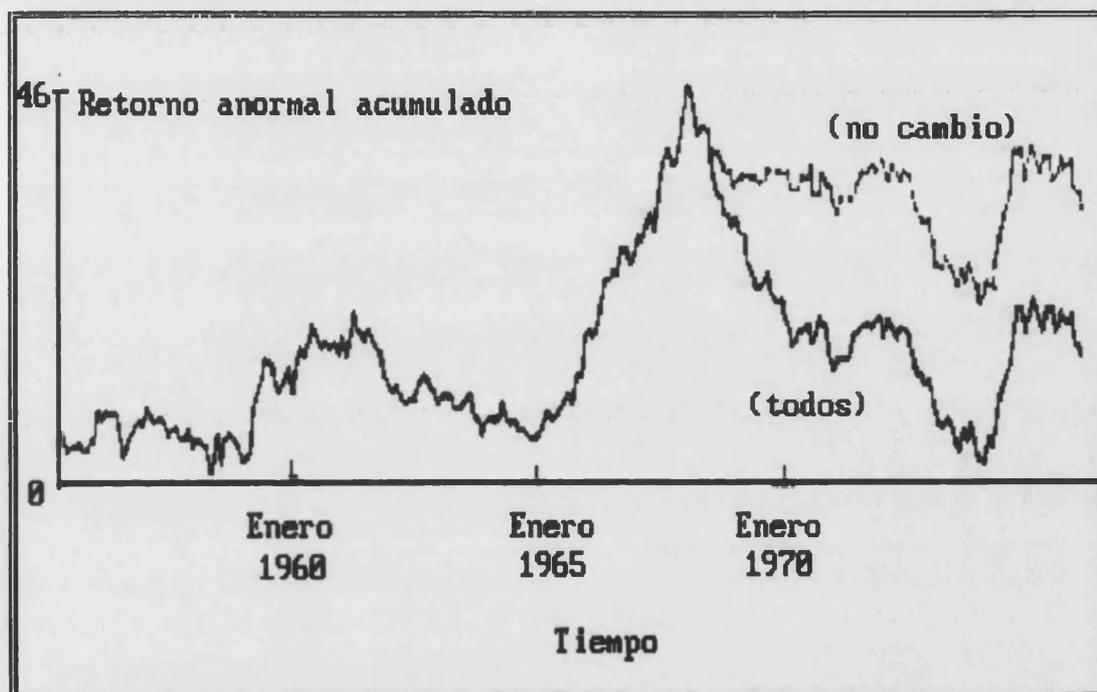
$$e_{i\tau} = R_{i\tau} - [R_{f\tau} + \beta_{i\tau} (R_{M\tau} - R_{f\tau})] \quad [2.5]$$

Conjuntamente al problema de la estimación del parámetro beta, otros inconvenientes se añaden al utilizar cualquiera de las expresiones [2.3] o [2.5], éstos residen en que deberá ser definida adecuadamente una estimación del retorno de la cartera de mercado y de la cartera cero- β . Esto es, el rendimiento de la verdadera cartera de mercado

y la del activo libre de riesgo.

FIGURA 2.2

INFLUENCIA DE LOS CAMBIOS EN LA REGULACION
EN LOS RETORNOS ANORMALES ACUMULADOS



Fuente: SCHIPPER y THOMPSON (1983)

Los resultados obtenidos nos ofrecen una ratificación de los encontrados en otros estudios. Aunque si bien es verdad que las empresas oferentes se caracterizan por poseer, en la media, retornos anormales positivos previamente al anuncio del programa de fusión, si observamos la serie histórica presentada por estos autores, se advierte que el retorno anormal acumulado durante el intervalo de tiempo que abarca 144 a 30 meses antes del anuncio, $[-144, -30]$, asciende al $-2,14$ por cien y es estadísticamente significativo. Ahora bien, a partir de esa fecha, éste retorno crece de forma muy positiva y significativa, por ejemplo, desde $t=-24$ a $t=0$ (mes del

anuncio), el retorno anormal acumulado promedio está sobre el 20 por cien y más de la mitad de este retorno, el 13,5 por cien, se obtiene en el último año $t=-11$ a $t=0$.

Con respecto a los cambios ocurridos en la legislación de este tipo de operaciones durante los años 1967-1970, se llega a la siguiente conclusión. Si observamos la Figura 2.2, que representa el retorno anormal acumulado promedio para la muestra entera durante el período 1955-1970, incluyendo todos los meses y excluyendo los meses que ocurren los cambios, encontramos que:

- En primer lugar, no hay en ningún momento un comportamiento anormal hasta los primeros meses de 1965, donde comienza una corriente alcista que dura hasta Diciembre de 1967. Este período coincide con intensos anuncios de fusión en la economía americana en el cual varias de las empresas de las 55 que componen la muestra de Schipper y Thompson anunciaron sus programas de adquisición.

- Y, en segundo lugar, a partir de 1967, empiezan los cambios en la legislación y éstos son los que provocan la diferencia entre las dos curvas. Ambas muestran una tendencia decreciente, pero los meses donde se incluyen los cambios en la regulación legal la caída es mucho más pronunciada. Esto es consistente con la hipótesis de que los cambios en la legislación reducen las expectativas de las empresas introducidas en programas de adquisición.

Por otra parte, ASQUITH, BURNER y MULLINS (1983) observaron los efectos que las fusiones acaecidas entre los

años 1955 y 1979 tuvieron sobre la riqueza de los accionistas de la empresa que lanzó la oferta y, en concreto, aquello que SCHIPPER y THOMPSON (1983) denominaban "programas de adquisición" o, lo que es lo mismo, cuando una empresa se involucra en un proceso continuo de compras o fusiones de empresas.

Asquith, Burner y Mullins, al analizar las ganancias extraordinarias obtenidas por los accionistas de las empresas oferentes tienen en cuenta: el tamaño relativo de la oferente con respecto a la objetivo, la reacción del mercado durante las primeras cuatro ofertas de fusión lanzadas por la misma empresa y, además, comparan el período anterior y posterior a 1969⁴¹.

La mayoría de los trabajos vistos con anterioridad, consideraban las fusiones como hechos aislados. Ahora bien, para la empresa oferente la actividad de fusión puede que sea una estrategia de inversión y puede que abarque más de un único suceso. Es más, analizando la muestra utilizada por estos autores y usando sus propios datos, el 72 por cien de las empresas introducidas en su base de datos realizan una segunda oferta. De estas, el 78 por cien se comprometen en otra tercera y, de las que realizan la tercera, el 81 por cien hacen una posterior. En resumen, un 45 por cien de las empresas que componen la muestra, lanzan, como mínimo, 4 ofertas. Por lo tanto, una vez que una empresa inicia una actividad de fusiones, es probable que continúe haciendo ofertas posteriores.

Si el mercado de capitales es eficiente y toda la información sobre el programa está disponible, en el

⁴¹ Durante 1969 se promulgó en USA la enmienda Williams que reguló los procesos de fusión. La hipótesis de que el mercado del control de empresas puede cambiar en el tiempo refleja el hallazgo de JARRELL y BRADLEY (1980) y el trabajo de SCHIPPER y THOMPSON (1983) al que anteriormente hicimos referencia.

momento en que se dispone de está información, el valor del activo deberá reflejar la capitalización de los efectos económicos que producirá esta noticia. Ahora bien, si no hay plena certeza sobre el programa y su evolución, la reacción del mercado será continua conforme se reduzca dicha incertidumbre.

CUADRO 2.9

RETORNO ANORMAL Y ORDEN DE LA FUSION EN EL PROGRAMA

	FUSION REALIZADA: ORDEN				1 - 4	2 - 4
	1a	2a	3a	4a		
Retorno excedente t-estadístico	1,2% 3,59	0,5% 1,21	0,6% 1,11	1,0% 2,36	0,9% 4,68	0,7% 2,80

Fuente: ASQUITH, BURNER y MULLINS (1983)

En el Cuadro 2.9, se observa que el retorno excedente promedio en el día del anuncio⁴² para el conjunto de las cuatro fusiones, es positivo: 0,9 por cien y significativo. Sin embargo, es en el anuncio de la primera operación cuando el efecto sobre el retorno anormal es más elevado, lo cual es consistente con el efecto de la capitalización. Aunque, también es cierto que el retorno excedente promedio de la cuarta fusión no es significativamente menor que el obtenido en la primera.

Por lo tanto, los autores concluyen que o no está disponible toda la información en el momento de involucrarse en el programa de fusión o bien que hay cierta ineficiencia por parte del mercado.

⁴² Los autores consideran como fecha de anuncio el momento en que aparece su publicación en el Wall Street Journal (t=0) y (t=-1), esto es, el día anterior a su publicación. El motivo de esto se debe a que si el suceso es anunciado antes del cierre de los mercados, su publicación aparecerá en t=0, pero sus efectos se pondrán de manifiesto en t=-1.

Por otro lado, en este trabajo, Asquith, Burner y Mullins, intentan analizar la dependencia de los retornos anormales promedio observados para las empresas lanzadoras de ofertas. La explicación de los movimientos del retorno la realizan a través de un conjunto de variables: tamaño, tiempo, éxito o fracaso de la operación y, por último, diferenciando entre si es la primera oferta que se presenta u otra posterior.

Así, el retorno excedente promedio acumulado ($CAR_{i,k,l}$) de 20 días antes del anuncio y el propio día del anuncio, es relacionado con un conjunto de variables: tamaño de la lanzadora respecto a la objetivo, la variable tiempo, que diferencia en función de si la operación fue anterior o posterior a Octubre de 1969, el éxito o el fracaso de la operación y, por último, la variable de orden que diferencia en función de si fue la primera operación realizada dentro del programa u otra posterior. En concreto, la relación utilizada fue la expresión [2.6].

$$CER_{i,k,l} = a + b_1 * \ln(T_{\text{tamaño}}) + b_2 * (T_{\text{tiempo}}) + b_3 * (E_{\text{xito}}) + b_4 * (O_{\text{rden}}) \quad [2.6]$$

Los coeficientes de esta regresión y los valores de los t-estadísticos se reflejan en el Cuadro 2.10. De la observación de los resultados, podemos comprobar que todas las variables, excepto el orden, son significativas a la hora de explicar el retorno excedente.

CUADRO 2.10

VALORES DE LOS COEFICIENTES DE LA REGRESION [2.4]
EN LAS EMPRESAS OFERENTES

	a	b1	b2	b3	b4
Coeficiente	0,0176	0,0114	0,0256	0,0397	-0,014
t-estadístico	1,16	3,16	2,26	2,75	-1,23

Fuente: ASQUITH, BURNER y MULLINS (1983)

Aunque el objetivo principal del trabajo de Asquith, Burner y Mullins fue analizar las empresas oferentes, en dicha investigación, también se muestra alguna evidencia sobre el retorno residual promedio obtenido por la empresa objetivo.

CUADRO 2.11

VALORES DE LOS COEFICIENTES DE LA REGRESION [2.4]
EN LAS EMPRESAS OBJETIVO

	a	b1	b2	b3	b4
Coeficiente	0,1017	0,0047	-0,018	0,1074	0,0420
t-estadístico	1,97	0,28	-0,39	2,09	0,28

Fuente: ASQUITH, BURNER y MULLINS (1983)

Los resultados que se obtienen se resumen en que estas sociedades alcanzan importantes y significativos retornos positivos anormales durante el período que abarca desde los 20 días anteriores al momento del anuncio hasta el propio día del anuncio. Así, por ejemplo, durante este período, el retorno anormal asciende al 16,8 por cien, es más, un 9,6 por cien es realizado en el día de anuncio, es decir, $t=-1$ y $t=0$.

Además, Asquith, Burner y Mullins estiman la ecuación representada en [2.6] para las empresas objetivo, obteniendo como resultados los que se recogen en el Cuadro 2.11. Estos resultados nos indican que el retorno anormal promedio, para las empresas objetivo, única y exclusivamente, está relacionado con el éxito o el fracaso de la operación.



CUADRO RESUMEN DE LAS OPERACIONES DE FUSION ANALIZADAS

AUTOR	PER. MUESTRA TIPO DATOS	PERIODO SUCESO	EMPRESAS LANZADORAS (L) Y OBJETIVOS (O)					
			(L)	(O)	(L) EXITO	(O) EXITO	(L) FRACA	(O) FRACA
Mandelker (1974)	1948-1967 Mensuales	$[t_1-7, t_1-1]$ $[t_1+1, t_1+12]$	0,01% 0,78%	14,28% ND ^(c)				
Dodd (1980)	1971-1977 Diarios	$[t_0-1, t_0]$ $[t_0-10, t_1+10]$			-1,1% -7,2%	13,4% 33,9%	-1,24% -5,50%	12,73% 3,68%
Asquith (1983)	1962-1976 Diarios	$[t_0]$ $[t_0+1, t_1-2]$ $[t_1]$ $[t_0-480, t_0-20]$ $[t_1+1, t_1+240]$			0,2% 0,5% 0,2% 14,3% -7,2%	6,2% 8,0% 1,3% -14,0% ND	0,5% -6,2% -0,2% 2,2% -9,6%	7,0% 8,1% -6,4% -10,5% -8,7%
Malatesta (1983)	1969-1974 Mensuales	$[t_0+1, t_0+6]$ $[t_0-24, t_0-4]$ $[t_0]$ $[t_1+1, t_1+6]$ ^(b)	-5,4% -1,6% 0,9% -0,2%	7,0% -8,5% 16,8% ND				
Schipper y Thompson ^(a) (1983)	1950-1970 Mensuales	$[t_0-144, t_0-30]$ $[t_0-24, t_0]$ $[t_0-12, t_0]$	-2,1% 20,0% 13,5%	ND ND ND				
Años [1967- 1970]			Los cambios en la legislación, provocan una tendencia decreciente en los retornos anormales obtenidos.					
Asquith, Burner y Mullins ^(a) (1983)	1955-1979 Diarios	$[t_0-24, t_0]$ $[t_0-12, t_0]$	2,8% 0,9%	16,8% 9,6%				
El objetivo principal de este trabajo, es relacionar el residuo anormal de la empresa lanzadora y objetivo con un conjunto de variables: tamaño, tiempo (anterior o posterior a 1969), el éxito o fracaso y orden, esto es, si fue la primera operación del programa u otra posterior.								

t_0 momento en que se hace público el inicio de la negociación

t_1 momento en que se divulga el resultado de la negociación, es decir, el éxito o el fracaso de la operación

Los valores en **negrilla** son significativamente diferentes de cero

(a) Estos autores trabajan con el concepto de "programa de adquisición", es decir, la divulgación de la intención de intervenir en una secuencia de adquisiciones o fusiones.

(b) En las empresas donde el valor de las acciones ascendió a un valor inferior o igual a los 300 millones de dólares, dicho retorno anormal fue de -5,7%

(c) En ningún caso se conoce la significación estadística. Sin embargo, parece que el autor considera como relevante el incremento de las empresas objetivo

2.3 EL CRECIMIENTO EXTERNO Y EL PODER DE MERCADO.

Uno de los objetivos que se pueden perseguir mediante el crecimiento externo, al que ya hicimos referencia cuando analizábamos algunos de las razones justificativas para la fusión y adquisición de empresas, es la búsqueda del incremento en el poder de mercado reduciendo la competencia y obteniendo beneficios extraordinarios a través del monopolio.

Así, incorporamos en este epígrafe una serie de trabajos como, por ejemplo, ELLER (1976), ECKBO (1983), STILLMAN (1983) y WIER (1983), cuyos objetivos, entre otros, fue contrastar empíricamente esta hipótesis o el efecto que tuvo, sobre la riqueza del accionista, las denuncias por violar la libre competencia.

ECKBO (1983) parte del razonamiento de que si las fusiones tienen como objetivo el monopolio, una vez realizadas, la empresas resultantes incrementarán el precio del producto y, por esta razón, obtendrán beneficios tanto las empresas fusionadas/agrupadas como los competidores. Por ello, Eckbo estudió la reacción del precio de los títulos de empresas rivales de fusiones horizontales diferenciando entre aquellas que fueron y no fueron denunciadas por violar la libre competencia.

Para el período de tiempo que comprendido entre $t-20$ y $t+10$, donde t es el día del primer anuncio de la

fusión. Sus resultados indican que, por término medio, el retorno anormal acumulado por empresas rivales de fusiones no denunciadas por incrementar el grado de monopolio fue del 1,1 por cien ($t=1,2$). Por lo que hace referencia al segundo grupo, esto es, empresas competidoras de empresas fusionadas y denunciadas por violar la ley, los retornos anormales promedio obtenidos por éstas, ascendió de forma significativa al 2,45 por cien ($t=3,02$). Todos estos hallazgos, en principio, son consistentes con la hipótesis de poder de mercado establecida por Eckbo.

Por otro lado, Eckbo admite que la hipótesis del poder de mercado predice retornos anormales negativos en las rivales cuando aparece la denuncia, ya que esto reduce la probabilidad del éxito de la fusión y, por lo tanto, reduce la posibilidad de incrementar el precio y con ello la obtención de beneficios extraordinarios.

Los resultados obtenidos por Eckbo en las empresas rivales de las acusadas de violar la ley son que, dichas empresas, alcanzan retornos anormales promedio positivos (1,78 por cien), entre $t-20$ y $t+10$, siendo ahora t el día de la queja antitrust, aunque no son significativos ($t=1,29$). Este resultado es inconsistente con la hipótesis de que el objetivo buscado con la concentración empresarial sea el poder de mercado, es decir, el incremento en el grado de monopolio.

En este mismo sentido, STILLMAN (1983) basándose en la misma hipótesis de Eckbo, de que la concentración horizontal puede incrementar el grado de monopolio y ello implicaría beneficios extraordinarios en las empresas rivales de estas firmas, ya que se beneficiarían del aumento en el precio de los productos que, presumiblemente, permitiría el monopolio. Stillman analizó una muestra de 11

empresas rivales de fusiones horizontales ocurridas entre 1964 y 1972 que fueron acusadas de violar la ley antitrust.

El resultado fue que no encontró ningún cambio significativo en el valor del resto de empresas supervivientes en el sector, esto es, en el de las empresas competidoras a la empresa fusionada y denunciada por violar la ley antitrust.

Tal y como acabamos de mencionar parece que no existe ningún motivo razonable que indique que la conducta de las empresas en las operaciones realizadas en el mercado de control de empresas esté guiada por el incremento en el grado de monopolio o poder de mercado.

Dejando de lado si el objetivo perseguido con la concentración empresarial, es o no el incremento en el poder de mercado, hay otros trabajos que analizan el efecto de la denuncia sobre el precio de los títulos afectados.

WIER (1983) examinó durante el período comprendido entre 1962 y 1979 el comportamiento de los rendimientos que obtienen los accionistas de 16 empresas oferentes y 17 empresas objetivos en procesos de fusión cancelados por violar la legislación antitrust. Por otro lado, Wier, también examinó el efecto del anuncio de la acusación en 111 fusiones finalizadas con éxito. Los resultados obtenidos los recogemos de forma resumida en los Cuadros 2.13 y 2.14.

Con respecto a las empresas objetivo en fusiones canceladas, como podemos observar en el Cuadro 2.13, el retorno anormal acumulado promedio durante 30 días antes de la propuesta hasta el día en que se produce el anuncio de la misma asciende a 9,25 por cien. Estas ganancias

extraordinarias y significativas, se perdieron cuando el proceso concluyó con la fecha de la cancelación. En lo referente a las lanzadoras de la oferta, parecen no sufrir cambios anormales.

CUADRO 2.13

RESUMEN DE LOS ERRORES DE PREDICCIÓN ACUMULADOS
 PROMEDIO EN PORCENTAJE SOBRE UNA SERIE DE PERIODOS
 PARA CINCO CARTERAS ACUSADAS POR VIOLAR LA SECCION 7(a)

FUSIONES CANCELADAS (t-estadísticos entre paréntesis)		
PERIODOS(b)	Empresas Objetivo	Empresas Compradoras
de propuesta PR-30 a PR	9,25 (3,34)*	1,19 (0,55)
intermedio PR+1 a CA-1 de cancelación CA a CA+30	-10,85**	2,27
	-0,51 (-0,18)	-0,48 (-0,22)
PR-30 a CA+30	-2,11	2,98

(*) En la propia fecha de la propuesta (PR) el retorno anormal que se obtiene fue el -1,84 por cien (t=-3,60)

(**) Se incluye un retorno anormal promedio del -6,5 por cien (t=-13,24) en el día anterior al anuncio de la cancelación.

(a) Esta Sección hace referencia a la de la Ley de Clayton que prohíbe la adquisición de activos o acciones en cualquier rama de comercio o en cualquier región del país si su efecto puede ser el de reducir sustancialmente la competencia, o tender a crear un monopolio

(b) Fechas de anuncio en el Wall Street Journal: PR es la propuesta de adquisición, CA es la cancelación

Fuente: WIER, P. (1983).

Como ya hemos dejado indicado, en este mismo trabajo, Wier analizo 111 fusiones concluidas con éxito que posteriormente se vieron envueltas en denuncias antitrust. Como se puede observar en el Cuadro 2.14, para el día antes y hasta el día después del anuncio de la queja, CT-1 a

CT+1, encontramos, por término medio, retornos anormales negativos y significativos en las que fueron declaradas culpables y en aquellas otras que tuvieron que normalizar su situación.

Parece como si el mercado adelantará la no culpabilidad de las absueltas. Sin embargo, en el propio día de la publicación de la denuncia estas empresas, que posteriormente fueron absueltas, obtuvieron un retorno anormal negativo y significativo (-1,08 por cien (-2,27)).

CUADRO 2.14

**RESUMEN DE LOS ERRORES DE PREDICCIÓN ACUMULADOS
PROMEDIO EN PORCENTAJE SOBRE UNA SERIE DE PERIODOS
PARA CINCO CARTERAS ACUSADAS POR VIOLAR LA SECCION 7(a)
(II)**

FUSIONES COMPLETAS (t-estadísticos entre paréntesis)			
PERIODOS(b)	EMPRESAS		
	culpables	absueltas	normalizadas
Período de queja CT-1 a CT+1	-2,62 (-3,97)	-1,53 (-1,77)	-2,96 (-6,56)
final juicio FJ-1 a FJ+1	-2,27 (-4,11)	-0,43 (-0,62)	-0,20 (-0,41)

(a) Hace referencia Ley de Clayton

(b) Fechas de anuncio en el Wall Street Journal: CT es la publicación de la queja y FJ es el final del juicio

Fuente: WIER, P. (1983).

Para extender estos resultados, en otro trabajo ELLERT (1976), analizando 205 fusiones que durante los años 1950 a 1972 fueron objeto de alguna denuncia por violar la ley antitrust, encontró un retorno anormal en el mes de la

publicación de la denuncia del -1,83 por cien ($t=-3,24$).

En este mismo sentido ECKBO (1983) estudió 17 empresas objetivo y 49 lanzadoras de ofertas de fusión que durante los años 1963 a 1978 se vieron envueltas en reclamaciones antitrust. Eckbo encontró que ambos tipos de empresa obtienen retornos anormales promedio negativos y significativos en el día del anuncio de la queja que ascendieron, respectivamente, al -0,73 por cien y al -4,63 por cien.

Un resultado sorprendente al que Wier no encuentra explicación son los retornos anormales no significativos que obtienen las empresas absueltas y las que resolvieron sus procesos positivamente. El enigma según Wier reside en que este anuncio, que se supone una buena noticia, no influye positivamente en los retornos anormales.

En síntesis, como indican JENSEN y RUBACK (1983, pág. 28) "las acciones antitrust imponen sustanciales costes a los accionistas de las empresas que se fusionan (en especial a las empresas objetivo). Este dato es particularmente interesante dado que la evidencia indica que las ganancias de la fusión no surgen por la creación del poder de mercado".

CUADRO 2.15

CUADRO RESUMEN DE LOS TRABAJOS QUE CONTRASTAN
LA HIPOTESIS DE LA BUSQUEDA DEL PODER DE MERCADO

<p>Eckbo (1983)</p>	<p>Hipótesis: El grado de monopolio beneficia tanto a las empresas agrupadas como a los rivales que permanecen en el sector. Por lo tanto, en el momento de la publicación de la fusión y un posible incremento en el grado de monopolio, esto debe reflejarse en el retorno extraordinario de las rivales. Sin embargo, ante la denuncia por violar la ley antitrust deberá ocurrir lo contrario.</p> <hr/> <p>Resultados: [t_0-20, t_0+10] el retorno anormal de las rivales fue de 2,45% [t_d-20, t_d+10] el retorno anormal de las rivales fue de 1,78% Con estos datos, Eckbo, no admite que el objetivo de la fusión sea el incremento en el poder de monopolio.</p>
<p>Stillman (1983)</p>	<p>Hipótesis: La misma enunciada por Eckbo, el grado de monopolio beneficia tanto a las empresas agrupadas como a las rivales que permanecen en el sector.</p> <hr/> <p>Resultados: En base a la anterior hipótesis, Stillman, examinó un conjunto de empresas rivales de fusiones horizontales ocurridas entre los años 1964-1972 y que además fueron acusadas de violar la libre competencia. Al igual que Eckbo, obtiene resultados inconsistentes con la hipótesis y por lo tanto rechaza que las empresas tengan por objetivo el incremento en el grado de monopolio.</p>

t_0 momento en que se divulga la intención de fusión
 t_1 instante en que se divulga la denuncia de violar la libre competencia
 Los valores en **negrilla** son significativamente diferentes de cero

CUADRO 2.16

CUADRO RESUMEN DE LOS TRABAJOS QUE ANALIZAN EL EFECTO QUE PORVOCAN EN LOS RESIDUOS LAS DENUNCIAS POR VIOLAR LA LIBRE COMPETENCIA

Ellert (1976)	Analizó 205 fusiones que durante los años 1950-1972 fueron objeto de alguna denuncia por violar la ley antitrust. El resultado fue que en el mes de la acusación se obtuvo un retorno anormal de -1,83% .
Eckbo (1983)	En el día de la queja, tanto las empresas lanzadoras de ofertas como en las objetivo encontró residuos extraordinarios y significativos. Estos ascendieron a -0,73% para las lanzadoras y -4,63% para las objetivo.
Wier (1983)	<p>FUSIONES CANCELADAS:</p> <p>El retorno anormal promedio acumulado obtenido por las empresas objetivo de la propuesta de fusión, en el día de la propuesta y en los 30 anteriores, $[t_0-30, t_0]$, se elevó al 9,25%. Sin embargo, se pierde en el momento en que la operación se cancela como consecuencia de la denuncia.</p> <p>Por lo que respecta a las lanzadoras de la oferta, parece que no sufren cambios anormales.</p>
	<p>FUSIONES CONCLUIDAS Y POSTERIORMENTE DENUNCIADAS:</p> <p>Wier analizó 111 fusiones finalizadas con éxito que posteriormente fueron acusadas de violar la legislación antitrust. En el día de la queja, t_d, estas empresas se caracterizan por los retornos anormales negativos y significativos. Sin embargo, un resultado sorprendente es el no encontrar residuos positivos anormales cuando el proceso finalizó positivamente para las empresas.</p>

Los valores en **negrilla** son significativamente diferente de cero

2.3 EVIDENCIA EMPIRICA SOBRE ADQUISICIONES DE EMPRESAS.

Las adquisiciones representan una oferta pública por la cual una determinada empresa expresa su deseo de adquirir la totalidad o parte de los títulos representativos del capital social de otra sociedad, cuyos accionistas o propietarios recibirán, como contrapartida, dinero u otros títulos valores.

Según COPELAND y WESTON (1983), en una compra es menos probable que existan negociaciones previas entre las partes involucradas, aunque también es verdad que, en algún momento, puede haber un intento, por parte del órgano directivo de la adquirente, de lograr la cooperación de su homólogo en la empresa objetivo o empresa que se desea adquirir. Por lo tanto, es posible que pueda haber un período de tiempo en el cual se produzca una filtración de la información. También, siguiendo a COPELAND y WESTON (1983), es más probable que una oferta de compra sea observada por los participantes en el mercado como una oportunidad para mejorar la dirección de la empresa objetivo o, que la misma, disponga de algún o algunos elementos infravalorados en su balance.

Uno de los primeros estudios sobre adquisiciones de empresas fue el realizado por DODD y RUBACK (1977). En este trabajo, Dodd y Ruback analizan las compras de empresas durante el período que abarca desde 1958 a 1976 utilizando para ello datos mensuales y considerando como

fecha de referencia el mes en que aparece el primer anuncio público de la oferta de compra.⁴³

Este estudio incluye las ofertas de compra y, en base al éxito o al fracaso de la operación, se elaboraron las siguientes submuestras: 172 empresas oferentes, de las cuales 124 realizaron la oferta con éxito y el resto fracasaron y 172 empresas objetivo, de las que 136 se consumaron y 36 fracasaron.

CUADRO 2.17

RETORNOS ANORMALES (en porcentaje) PARA EMPRESAS INVOLUCRADAS EN OFERTAS DE COMPRA

EMPRESAS	PERIODOS		
	(1)	(2)	(3)
EXITO			
-Compradoras	11,66	2,83	NS
-Adquiridas	8,79	20,58	NS
FRACASO			
-Oferentes	8,44	NS	NS
-Deseadas	NS	18,96	NS

NS (no significativo)

(1) 12 meses antes del mes del anuncio

(2) mes del anuncio (t=0)

(3) 12 meses posteriores al mes del anuncio

Fuentes: DODD y RUBACK (1977)

Como se puede observar en el Cuadro 2.17, los valores más elevados ocurren en el mes del anuncio y,

⁴³ Como se puede imaginar, la metodología utilizada en estos trabajos es igual a la aplicada en las investigaciones vistas en el epígrafe anterior. La diferencia radica en el tipo de suceso que se estudia: anuncio de una fusión, anuncio de una acusación por violar la ley antitrust o, como vamos a analizar a continuación, el anuncio de una adquisición.

además, pertenecen a las empresas adquiridas. Un factor a destacar, y que difiere de otros estudios, tanto si el acontecimiento estudiado fue la fusión o como si fue la adquisición, es que las empresas adquiridas obtienen un retorno anormal acumulado positivo y significativo en el año anterior al anuncio $[-12, -1]$. Asimismo, también se produce un retorno anormal positivo y significativo por parte de las empresas adquirentes en el mes que se hace pública la información.

El residuo promedio acumulado después del anuncio público no fue significativo para ninguna de las empresas involucradas, independientemente de si la operación se consumó con éxito o, por el contrario, fracasó.

El que el retorno anormal no sea negativo en las empresas que se intentan adquirir pero que finalmente no se consuma la operación, es decir, que fracasó la oferta pública, puede reflejar que la nueva información fue captada por los propios administradores o por otras empresas y en un futuro podrá haber nuevos "pretendientes". Sin embargo, las empresas que lanzaron la oferta y no obtuvieron los resultados esperados, realizaron unos gastos y, por lo tanto, esto debería reflejarse en un descenso de sus rentabilidades esperadas. Puede que esa caída se refleje en el paso de unos residuos positivos significativos antes de la operación a unos residuos no significativamente distintos de cero.

Con respecto a las operaciones que finalizaron con éxito, es evidente que dichas operaciones colocan en una peor situación a los accionistas, independientemente de si pertenecen a la empresa lanzadora o a la empresa objetivo, ya que dejan de obtener rentas anormales positivas y significativas.

KUMMER y HOFFMEISTER (1978), estudiaron el retorno anormal pre-anuncio de un total de 88 empresas que durante el período que comprende desde Enero de 1956 y Junio de 1974 recibieron alguna oferta de compra cuya contrapartida fuese dinero. Esta muestra la dividen, Kummer y Hoffmeister, en tres grupos o categorías:

El grupo "A" formado por 44 empresas adquiridas en las que su equipo directivo actuó pasivamente (no expresaron ninguna opinión sobre la propuesta de compra o, si lo hicieron, ésta fue de neutralidad).

El grupo "B" de 15 empresas que se intentaron adquirir, pero donde la operación finalizó en fracaso y, además, hubo resistencia por parte del equipo directivo. Otra condición a cumplir por las empresas que integraron este grupo es que no tuvieron posteriores ofertas, al menos, en los 10 meses siguientes al primer anuncio de la oferta estudiada.

Y, por último, el grupo "C" compuesto por 6 empresas que, a pesar de la resistencia que opuso su equipo directivo, fueron adquiridas.

Los resultados a los que llegaron Kummer y Hoffmeister se pueden observar en el Cuadro 2.18.

Para las empresas objetivo, con independencia del grupo en que estén encuadradas y para el intervalo de tiempo $[-24, -4]$, el retorno anormal fue negativo y, a excepción del grupo "A", significativo. Durante los tres meses anteriores al mes del anuncio y el propio mes del anuncio, los accionistas percibieron, en promedio, unos retornos anormales significativos que oscilan alrededor del 6 por cien. Pero, sin lugar a dudas, es en el mes del

anuncio, $t=0$, donde, por término medio, el residuo es más elevado y significativo.

CUADRO 2.18

RETORNO ANORMAL PRE-ADQUISICION DE EMPRESAS ADQUIRIDAS

Grupo	Período (meses)	[-24, -4]		[-3, 0]		t=0	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Todas la muestra (88 empresas)		-0,29%	-1,61 0,0537	5,14%	13,22 <,0001	18,68%	22,71 <,0001
GRUPO "A" (44 empresas)		-0,01%	-0,03 NS	4,89%	9,37 <,0001	16,45%	15,16 <,0001
GRUPO "B" (15 empresas)		-0,66%	-1,36 0,0869	5,57%	5,80 <,0001	19,79%	11,60 <,0001
GRUPO "C" (6 empresas)		-1,35%	-1,90 0,0287	7,19%	4,62 <,0001	19,82%	7,14 <,0001

(1) Retorno anormal promedio acumulado

(2) t-estadístico y nivel de significación

Fuente: KUMMER y HOFFMEISTER (1978)

De otro lado, estos autores analizan la conducta del retorno anormal de 17 pares de empresas (compradora y su correspondiente adquirida). Examinando los datos del Cuadro 2.19, podemos confirmar los resultados de apartados anteriores.

Previamente al anuncio, las empresas objetivo están dominadas, en promedio, por empresas con retornos anormales negativos y, en lo que hace referencia a las compradoras, el retorno anormal promedio es positivo y significativamente mayor que cero.

CUADRO 2.19

RETORNO ANORMAL PARA UN CONJUNTO DE 17 EMPRESAS
COMPRADORAS Y SUS CORRESPONDIENTES ADQUIRIDAS

Grupo	Período (meses)	[-24, -4]		[-3, 0]		[-3, +1]	
		(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
		17 empresas COMPRADORAS	0,29%	1,55 0,0606	-	-	2,68%
17 empresas COMPRADAS	-0,48%	-0,98 0,1635	4,81%	6,25 <,0001	-	-	

(1) Retorno anormal promedio acumulado

(2) t-estadístico y nivel de significación

Fuente: KUMMER y HOFFMEISTER (1978)

Posteriormente al anuncio, parece que la operación de compra, beneficie a los accionistas de las empresas compradoras, ya que como podemos observar el retorno extraordinario o anormal para el intervalo de tiempo que abarca desde tres meses antes del anuncio al mes posterior al mismo, [-3, +1], es positivo y significativo, sin embargo, las empresas adquirentes, realmente se introducen en una serie de retornos anormales negativos. Así, el residuo acumulado desde dos a veinte meses posteriores al momento del anuncio, [+2, +20], asciende al -2,9 por cien, el problema es que desconocemos su significación. Pero, lo que en cualquier caso está claro es que el rendimiento anormal acumulado para el intervalo de tiempo [-40, 0], que se eleva al 5,2 por cien, se pierde gradualmente con el paso del tiempo.

En el trabajo de BRADLEY (1980), utilizando datos diarios, se analiza una muestra de 258 ofertas de compra con tesorería que ocurrieron a lo largo de Julio de 1962 a

Diciembre de 1977. Bradley, al objeto de estimar el residuo, agrupa los activos en 10 carteras en base a su nivel de riesgo estimado. La diferencia entre el retorno realmente realizado por un activo y el correspondiente a su cartera de control se calificó como retorno anormal o extraordinario de dicho activo financiero.

En las ofertas con éxito, las oferentes pagaron, por término medio, un premio del 49 por cien por las acciones que adquirieron⁴⁴. Por otro lado, las acciones de las empresas objetivo se revalorizaron, en promedio, durante el mes posterior a la oferta, en un 36 por cien. En síntesis, los accionistas de las empresas compradoras realizaron unas ganancias del 49 por cien en las acciones que vendieron y un 36 por cien en las que retuvieron.

De los datos expuestos del estudio de Bradley, se puede afirmar que las empresas oferentes sufrieron unas pérdidas por cada acción comprada que ascendió al 13 por cien (0,36-0,49). Sin embargo, estas mismas empresas realizaron, en la media, un incremento del 9 por cien en la cotización de sus propias acciones como resultado de la oferta.

El resultado paradójico de que las empresas adquirentes obtengan beneficios aún sufriendo pérdidas, Bradley lo explica considerando dicha pérdida como un desembolso obligatorio por los derechos a controlar los activos de las empresas adquiridas. Una vez asegurado el control, es de esperar algún tipo de sinergias positivas que incremente el valor de ambas empresas. A lo que no puede llegar Bradley es a distinguir si estos efectos sinérgicos provienen de la reducción de costes o del

⁴⁴ Este premio fue calculado con respecto al precio de cierre de las acciones de la empresa objetivo dos meses antes del anuncio de la oferta.

aumento del poder de mercado.

Con respecto a las operaciones fracasadas, Bradley parte de las siguientes hipótesis: en primer lugar, los accionistas de las empresas objetivo rechazarán la operación, única y exclusivamente, si existe otra alternativa que incremente en una mayor cantidad la riqueza del accionista. Y, en segundo lugar, sus directivos se opondrán a la operación cuando ésta no maximice el valor de la empresa para sus accionistas.

Para contrastar ambas hipótesis, Bradley, divide su muestra de empresas objetivo fracasadas en dos categorías, una formada por empresas que recibieron una oferta sobre la totalidad de sus acciones y otra compuesta por firmas de las que se deseaba controlar un determinado porcentaje⁴⁵.

Para las empresas objetivo que componen la primera submuestra, utilizó como estimación del precio post-operación de sus acciones, el precio de los títulos cuarenta días después del anuncio de la oferta. Los datos reflejan que ese precio estimado, que es, por término medio, un 67 por cien superior al nivel del precio de pre-anuncio, es superior al premio rechazado que, en la media, asciende al 15 por cien. Este primer resultado es consistente con las hipótesis de partida.

Para las empresas objetivo que componen la segunda submuestra, antes de llegar a alguna conclusión, es necesario conocer el precio de mercado de sus acciones si la oferta hubiese finalizado con éxito. Como este dato no es posible obtenerlo, Bradley, partiendo de las

⁴⁵ El motivo de esta subdivisión reside en el hecho de que, en el primer caso, el precio de las acciones, en caso de haber concluido con éxito, no influye en la interpretación de los resultados.

conclusiones alcanzadas en el análisis de las ofertas con éxito, puntualiza que la única forma de poder explicar el fracaso es asumiendo que el precio post-operación de las acciones objetivo es superior al valor de la oferta en circulación rechazada. En efecto, estas acciones se revalorizan un 36 por cien respecto a su nivel de pre-anuncio, revalorización que es superior al precio medio de la oferta que se rechaza, 17 por cien. Esto permite concluir que los accionistas de las empresas objetivo no carecen de racionalidad al rechazar las ofertas.

Por otra parte, el precio de las acciones de las empresas oferentes que fracasaron en su intento se reduce, a los cuarenta días después de la oferta, un 4 por cien con respecto al nivel de pre-anuncio. Este retorno negativo lo explica el autor en base a los costes en los que las empresas han incurrido.

En resumen, por alguna razón, los únicos beneficiados con la oferta, independientemente de cual sea su conclusión, son los accionistas de las empresas deseadas. Los compradores solamente se beneficiaran en el caso de que la operación concluya con éxito.

FIRTH (1980) examina una muestra de 434 adquisiciones realizadas en el Reino Unido durante el período que abarca desde 1969 a 1975. Más concretamente, intenta obtener algún tipo de conclusión sobre la incidencia de dichos procesos en los retornos de los accionistas y en los beneficios de los directivos⁴⁶.

⁴⁶ Previamente a este trabajo, FIRTH (1979), abarcando el período que comprende desde 1972 y 1974, estudió los efectos que las compras provocaron en el rendimiento de los accionistas. Sus resultados fueron: en el período que abarca desde el mes 36 al 12 antes del anuncio, [-36, -12], las empresas objetivo obtuvieron residuos altamente negativos y no tuvieron fuertes movimientos positivos hasta el mes anterior al anuncio (t=-1). Para las empresas adquirentes, los residuos antes de la oferta fueron positivos, convirtiéndose en negativos en los meses siguientes a (continúa...)

CUADRO 2.20

RETORNOS ANORMALES EN EMPRESAS INVOLUCRADAS EN
OPERACIONES DE COMPRAS
(Reino Unido, 1969-1975)

TIEMPO-meses	OBJETIVO		COMPRADORAS	
	EXITO	FRACASO	EXITO	FRACASO
-48 a -13	-0,014 (-0,083)	-0,018 (-0,251)	0,018 (0,197)	0,028 (0,316)
-12 a -2	0,021 (0,910)	0,029 (0,726)	-0,003 (-0,082)	-0,009 (-0,092)
-1	0,065 (5,423)	0,084 (6,171)	-0,001 (-0,041)	-0,004 (-0,037)
0	0,281 (31,070)	0,312 (31,866)	-0,063 (-5,971)	-0,060 (-5,545)
+1 a +12	0,010* (0,011)	0,040 (1,015)	0,005 (0,051)	0,043 (2,128)
+13 a +36		-0,015 (-0,344)	-0,004 (-0,069)	-0,008 (-0,051)

El tiempo, medido en meses, es con referencia al mes del anuncio, mes 0.

* Meses +1, +2, +3 solamente.

Nota: la primera cifra representa el retorno anormal acumulado promedio para cada cartera durante un determinado periodo, la segunda (entre paréntesis) es el t-estadístico que permite medir su significación. Los resultados en negrilla son significativamente diferentes de cero.

Fuente: FIRTH (1980).

Parece ser que sus resultados son más consistentes con la hipótesis de que las decisiones de fusiones y adquisiciones de empresas son adoptadas, más para maximizar la función de utilidad del administrador,

⁴⁶(...continuación)

la publicación de la oferta. En valores absolutos, la ganancia de las empresas compradas (alrededor de 650 millones de libras) fue, aproximadamente, igual a la pérdida que sufrieron las empresas adquirentes.

que para maximizar la riqueza del accionista o el valor de la empresa, al menos, en las empresas que lanzan las ofertas.

Los residuos anormales acumulados promedio fueron calculados para cuatro grupos o carteras de títulos: empresas objetivo cuya operación finalizó con éxito, empresas objetivo pero que fracasó su intento de compra, empresas que lanzaron una oferta que finalizó con éxito y, por último, empresas lanzadoras que fracasaron en la compra.

Como podemos observar en el Cuadro 2.20, los retornos significativos (valores en negrilla) se sitúan alrededor de la fecha del anuncio.

Está claro que el mes del anuncio está afectado por movimientos substanciales en los residuos, siendo altamente positivos para las empresas adquiridas y negativos para las empresas que lanzaron la oferta.

Junto con el hallazgo habitual referente a que los movimientos anormales en los precios de los títulos muestran que las empresas adquiridas ganan mientras que las compradoras pierden, este estudio contrasta un hecho que hemos venido mencionando anteriormente, que los inversores (empresas compradoras) presumiblemente piensan que los posibles beneficios de la compra (sinergias, infravaloración de activos, etc) son menores que los costes soportados (precio pagado, esfuerzo e incertidumbre en la reorganización,...).

Firth, en un intento de explicar el por qué del retorno anormal negativo para las empresas compradoras relacionó un conjunto de variables al lado de los residuos

obtenidos. El resultado que encontró fue que el tamaño relativo del premio pagado tuvo la mayor asociación con los residuos obtenidos (el coeficiente del parámetro asociado a esta variable alcanzó el valor $-0,89$ y el t-valor que mide la significación estadística; $-5,94$). Este resultado apoya, por tanto, la idea de que las primas pagadas representan un "sobrepago" excesivo que sufrirán los accionistas de las compañías adquirentes y, por contrapartida, benefician a los accionistas de las empresas adquiridas.

Debemos tener en cuenta que el precio ofertado incorpora, al objeto de atraer al accionista de la empresa objetivo, una prima sustancial sobre el valor de sus acciones antes de la operación. Así, por ejemplo, en los trabajos expuestos y estudiados en JENSEN y RUBACK (1983) esta prima oscila, por término medio, entre el 20 por cien si la operación es una fusión y un 30 por cien si la operación se refiere a una adquisición.

Por otro lado, Firth se plantea la causa de la significación estadística del retorno extraordinario en las empresas objetivo durante el mes anterior al anuncio. Según el autor, esto puede reflejar, más que una filtración en la información, un período de pre-adquisición durante el cual estas empresas toman posiciones de dominio.

También es de destacar como las empresas que lanzaron la oferta de compra, pero que fracasaron en su intento, durante el período en el cual Firth supone que aparece el anuncio de la retirada de la oferta, [+1, +12], obtienen retornos anormales positivos y significativos. Esto es, podemos presuponer que la cancelación de la operación se considera por parte del inversor como una buena noticia.

Por su parte, las empresas objetivo que no se compran, aunque carecen de significación estadística, obtienen retornos anormales que tienden a ser positivos. Esto puede explicarse, como indica Firth, por la existencia de posibles futuras ofertas o que se manifieste alguna infravaloración o, bien, que se mejoren las expectativas después de alguna operación que ayudó a frustrar la antigua compra.

En este mismo trabajo, Firth también se plantea analizar si las decisiones adoptadas en materia de fusiones y adquisiciones vienen motivadas por la maximización del valor o por la maximización de la función de utilidad del director.

Para ello, Firth utilizó, en primer lugar, el nivel de remuneración de los directivos de empresas compradoras, variable que comparó con los sueldos de los directivos de empresas que no se vieron involucradas en procesos de concentración. Y, en segundo término, asoció la variable remuneración con el porcentaje de crecimiento de las empresas.

En el primer caso, encontró incrementos sustanciales y significativos en los sueldos de los directivos de empresas que lanzaron ofertas de adquisición. Con respecto al segundo caso, al explicar la variable remuneración por el porcentaje de crecimiento, el coeficiente obtenido para la variable explicativa fue positivo y significativo, en concreto 0,746 y su significación 2,75.

En resumen, los procesos de concentración empresarial parecen beneficiar a los directivos de las empresas compradoras y son poco interesantes para sus

accionistas o, lo que es lo mismo, si la dirección de la empresa que lanzó la oferta, estuvo guiada por la maximización de la riqueza del accionista, entonces la dirección se equivocó claramente en sus decisiones.

GARCIA y FERRANDO (1992) han examinado en el caso español el impacto que sobre la riqueza de los accionistas, tanto de las empresas adquirentes como de las empresas adquiridas, tienen la decisión por parte de una sociedad de adquirir un paquete importante del capital de otra sociedad. Los datos que utilizaron fueron mensuales y el período de análisis los años comprendidos entre 1985 y 1988.

El objetivo final fue comprobar si dichas tomas de poder tuvieron un efecto positivo o negativo para los accionistas, para lo cual observaron la rentabilidad de las acciones alrededor de la fecha de anuncio de dicha compra.

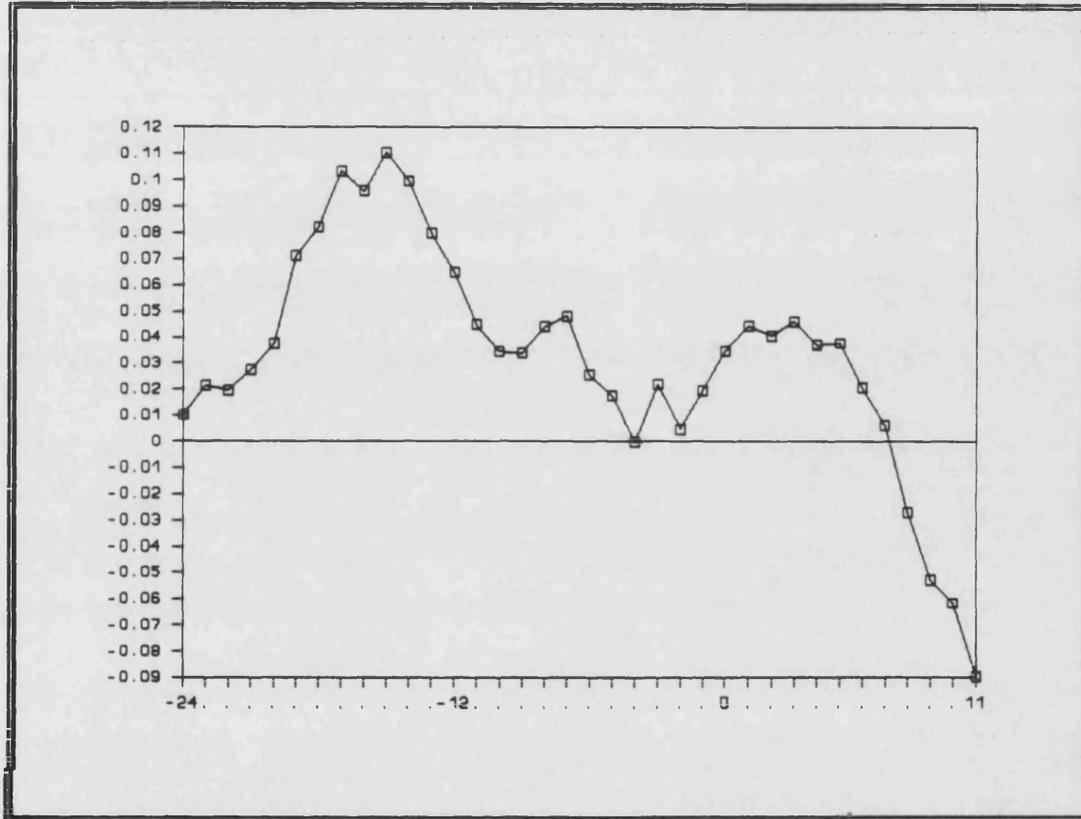
La muestra de empresas compradoras se caracteriza por poseer, como se puede comprobar en la Figura 2.3, unos retornos anormales previos al anuncio de la compra positivos. Así, 17 meses antes de la toma de control, la rentabilidad residual acumulada promedio asciende al 10,35 por cien. No obstante, desde este mismo momento, el retorno anormal acumulado empieza a disminuir de forma significativa, por ejemplo, 11 meses antes del anuncio, [-12, -1], el residuo anormal asciende a -4,5 por cien y su t-estadístico a -2,45.

Una vez aparecida la información del anuncio de compra y, más concretamente, entre los meses [+1, +11], el retorno anormal acumulado promedio de las empresas compradoras se caracteriza por su tendencia decreciente significativa. Esta disminución se cifra en el 13,39 por

cien y su t-valor que mide su significación es del -2,917.

FIGURA 2.3

RENTABILIDAD RESIDUAL PROMEDIO ACUMULADA
DE LAS EMPRESAS ADQUIRENTES
(Mercado español 1985-1988)



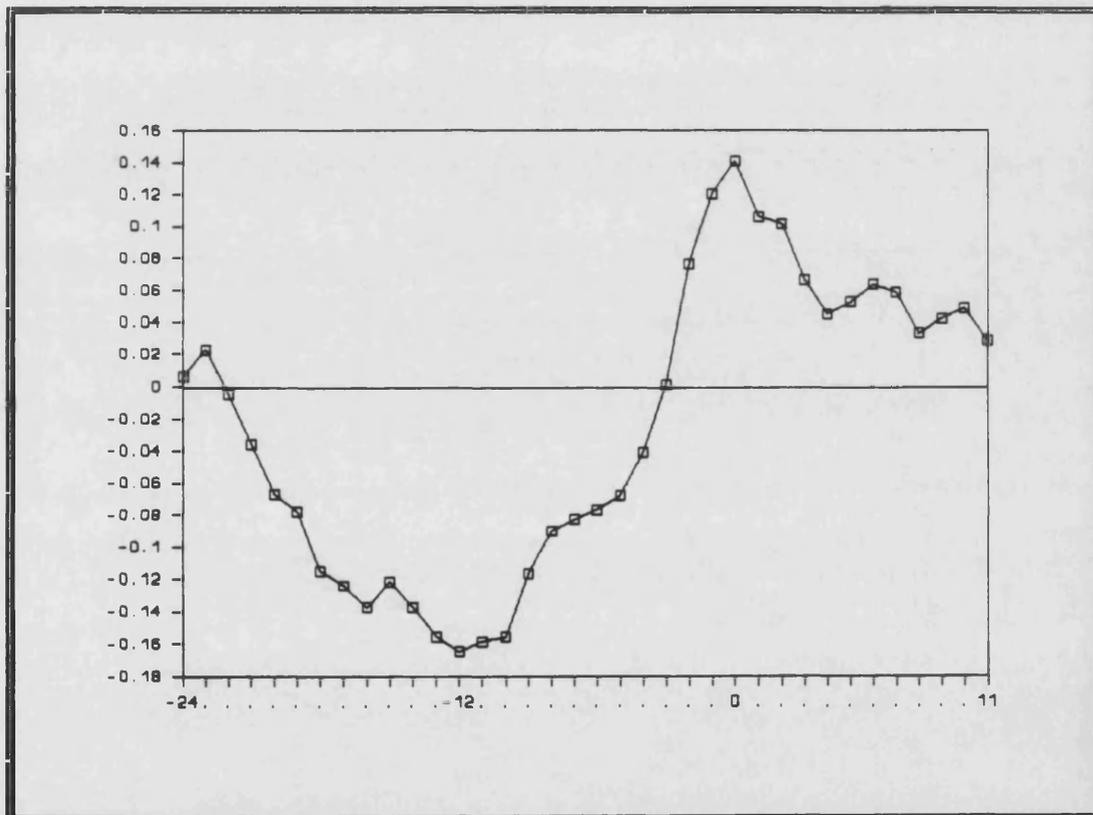
Fuente: GARCIA y FERRANDO (1991)

Los mismos resultados, pero en sentido inverso, se vuelven a producir en las sociedades adquiridas. En efecto, como se puede comprobar en la Figura 2.4, en el período comprendido entre [-24, -13], el retorno anormal acumulado asciende al -15,54 por cien. Ahora bien, posteriormente a este intervalo y hasta inmediatamente antes del anuncio, la rentabilidad residual media acumulada se eleva al 28,51 por cien siendo, además, estadísticamente

significativa (t-valor 2,789). Es más, el mayor porcentaje de esta subida se produce precisamente en los cuatro últimos meses precedentes al anuncio, con particular intensidad en los dos meses inmediatamente anteriores al mismo (11,90 por cien).

FIGURA 2.4

RENTABILIDAD RESIDUAL PROMEDIO ACUMULADA
DE LAS EMPRESAS ADQUIRIDAS
(Mercado español 1985-1988)



Fuente: GARCIA y FERRANDO (1991)

Posteriormente al anuncio, la rentabilidad residual media acumulada de las empresas adquiridas, al igual que en las empresas adquirentes, tiende, para el intervalo de tiempo $[-1, -11]$, a ser negativa, -7,7 por

cien, y significativa ($t=-1,957$). Sin embargo, esta pérdida no es suficiente para que el beneficio extraordinario acumulado en períodos anteriores se anule. Así, mientras que para las adquirentes, y para el período completo analizado $[-24, +11]$, el retorno anormal acumulado, por término medio, es de $-8,95$ por cien, para los accionistas de las empresas adquiridas se eleva al $5,87$ por cien.

CUADRO 2.21

CUADRO RESUMEN DE LAS OPERACIONES DE COMPRA ANALIZADAS

AUTOR	PER. MUESTRA TIPO DATOS	PERIODO SUCESO	EMPRESAS LANZADORAS (L) Y OBJETIVOS (O)					
			(L)	(O)	(L) EXITO	(O) EXITO	(L) FRACA	(O) FRACA
Dodd y Ruback (1977)	1958-1976 Mensuales	$[t_0-12, t_0-1]$ $[t_0]$ $[t_0+1, t_0+12]$			11,6% 2,8% -1,3%	8,7% 20,5% 7,9%	8,4% 0,5% -1,6%	7,6% 18,9% -3,2%
Kummer y Hoffmeister (1978) (a)	1956 -Junio 1974 Mensuales	$[t_0-1, t_0]$ $[t_0-10, t_0+10]$ $[t_0]$		-0,3% 5,1% 18,6%				
		$[t_0-24, t_0-4]$ $[t_0-3, t_0]$ $[t_0-3, t_0+1]$	0,3% ND 2,6%	-0,5% 4,8% ND				
Bradley (1980)	Julio 1962- 1977 Mensuales	Bradley, contrasta la hipótesis de que las empresas objetivo solo rechazaran la oferta si existe otra alternativa que incremente en una mayor cantidad la riqueza del accionista. Además, concluye que los únicos beneficiados, con éxito o fracaso, son los accionistas de la empresa objetivo. Los de la lanzadora, solo se beneficiaran si finaliza con éxito.						
Firth (1980)	1969-1975 Mensuales	$[t_0-12, t_0-2]$ $[t_0-1]$ $[t_0]$ $[t_0+1, t_0+12]$			0,3% 0,1% 6,3% 0,5%	2,1% 6,5% 28,1% 1,0%	0,9% 0,4% 6,0% 4,3%	2,9% 8,4% 31,2% 4,0%
García y Ferrando (1991)	1985-1988 Mensuales	$[t_0-12, t_0-1]$ $[t_0+1, t_0+11]$ $[t_0-1]$ $[t_0]$	-4,5% -13,4% 1,4% 1,5%	28,5% -7,7% 4,4% 2,0%				

t_0 momento en que se hace público el inicio de la negociación

Los valores en **negrilla** son significativamente diferentes de cero

(a) Kummer y Hoffmeister analizan, por un lado, 88 empresas objetivo y, por otro, 17 compradoras y su correspondiente adquirida

Como conclusión de los diferentes trabajos que hemos expuesto hasta ahora se puede afirmar:

A) En primer lugar, y con respecto a las empresas objetivo o adquiridas, la evidencia empírica indica que, desde el anuncio público hasta su finalización, tanto en caso de éxito como de fracaso, sus accionistas obtienen retornos anormales positivos y significativos.

Como mencionábamos anteriormente, la causa puede ser encontrada en el premio que las compradoras están dispuestas a pagar por adquirir las acciones de estas sociedades que, como indica FERNANDEZ (1992, pág. 136) "sobrepasan, como media, el 30 por cien de la cotización de las acciones en caso de adquisiciones y el 20 por cien en caso de fusiones".

Ahora bien, si la operación finaliza con un fracaso, los retornos positivos acumulados se pierden, excepto si durante los dos años siguientes no se presentan otras ofertas de compra, en cuyo caso dichos residuos anormales son mayores.

Esta conclusión es alcanzada por BRADLEY, DESAI y KIM (1983). Estos autores analizaron una muestra de empresas que fueron objeto de un intento fracasado de compra. Al mismo tiempo, diferenciaron entre dos grupos en función de si recibieron o no ofertas posteriores al fracaso durante un período de dos años.

Para estas muestras, el retorno anormal por término medio en el mes del anuncio de la primera oferta ascendió al 29,1 por cien y al 23,9 por cien respectivamente.

Sin embargo, estudiando la evolución de los residuos desde el momento en que se da a conocer el fracaso de la operación hasta los dos años siguientes, el retorno anormal acumulado promedio para las empresas que recibieron ofertas posteriores fue del 57,19 por cien ($t=10,39$). Para el otro grupo y, durante el mismo período, su residuo anormal promedio, que ascendió al -3,57 por cien, no fue significante diferente de cero ($t=-0,36$).

B) En segundo lugar, por lo que respecta a las empresas lanzadoras de ofertas, los resultados de la evidencia empírica disponible no son tan claros y coincidentes. En algunos trabajos, los resultados muestran que la adquisición es esperada como un perjuicio, mientras que, en otros, las conclusiones muestran aumentos de valor, aunque siempre de menor cuantía porcentual que en el caso de las empresas adquiridas. No obstante, en general, el análisis de los retornos parece sugerir que las empresas que lanzan la oferta ni se ven beneficiadas ni perjudicadas.

Por lo tanto, si los accionista de las empresas objeto de la oferta obtienen ganancias significativas y los de las empresas oferentes no pierden, podemos acabar afirmando que las fusiones y adquisiciones de empresas aportan un valor añadido.

A la hora de calcular la ganancia total de la operación hemos de tener en cuenta que sería incorrecto proceder a su obtención mediante la simple suma de los retornos anormales conseguidos por ambas partes, ya que también habrá que tener en cuenta el tamaño de cada una de las partes. Como indican JENSEN y RUBACK (1983), debido a que la empresa oferente tiende a ser de mayor tamaño que la adquirida, las unidades monetarias de un pequeño

porcentaje de pérdidas pueden exceder a la magnitud monetaria que represente el mayor porcentaje de ganancias extraordinarias que alcanzan las empresas adquiridas.

A modo de ejemplo, MALATESTA (1983), utilizando el retorno o beneficio anormal medido en dólares, estudió una muestra de 30 fusiones con éxito (analizando tanto las empresas oferentes como las respectivas empresas objetivo) y encontró en el valor de la combinación un retorno promedio significativo en el mes del anuncio del resultado de la operación y en el mes anterior de 32,4 millones de dólares ($t=2,07$). Esta ganancia se desglosó en 18,5 millones ($t=5,41$) para las empresas adquiridas y 13,8 millones ($t=0,91$) para las empresas adquirentes.

Por último, parece ser que existen, como analizamos en el capítulo anterior, varias fuentes o vías para obtener ganancias extraordinarias. El problema es que el retorno anormal únicamente cuantifica esta ganancia y no identifica que componentes influyen en el incremento del valor.

Así, ante la imposibilidad de distinguir el origen de la ganancia, se han realizado y contrastado diferentes hipótesis. Como suponer que las empresas se involucran en procesos de concentración para incrementar su poder de mercado o grado de monopolio y, también, se ha contrastado si esta decisión está motivada por la maximización del valor del accionista o, por el contrario, por la maximización de la función de utilidad del equipo directivo.

Los resultados parecen claros, por una parte la evidencia disponible corrobora que el objetivo no es la búsqueda del monopolio y parece demostrado que las demandas

por violación de la legislación sobre concentración de empresas reduce sustancialmente la riqueza de los accionistas de las empresas objetivo. También, parece ser que los procesos de concentración benefician a los directivos de las empresas compradoras, en detrimento de sus accionistas.

Sin embargo, el hallazgo más habitual, y que generalmente se explica aludiendo a la ineficiencia directiva, es que, previamente al anuncio de la operación, se observan resultados negativos en las adquiridas, mientras que las adquirentes muestran unas rentabilidades extraordinarias positivas y significativas durante el mismo intervalo de tiempo.

BIBLIOGRAFIA DEL CAPITULO II

- ASQUITH, P., (1983), "Merger bids, uncertainty, and stockholder returns". Journal of Financial Economics, n^o 11. Págs. 51-83.
- ASQUITH, P., BURNER, F. y MULLINS, W., (1983), "The gains to bidding firms from merger". Journal of Financial Economics, n^o 11. Págs. 121-139.
- BAUMOL, W.J., (1967), "Business, behavior, value and growth". MacMillan. New York.
- BRADLEY, M., (1980), "Interfirm tender offers and the market for corporate control". Journal of Business, vol. LIV. n^o 4. Págs. 345-376.
- BRADLEY, M., DESAI, A. y KIM, H., (1983), "The rationale behind interfirm tender offers". Journal of Financial Economics, n^o 11. Págs. 183-206.
- BRADLEY, M. y WAKEMAN, M., (1983), "The wealth effects of targeted share repurchases". Journal of Financial Economics, n^o 11. Págs. 301-328.
- BREALEY, R. y MYERS, S., (1988), "Fundamentos de financiación empresarial". McGraw-Hill. Madrid.
- CONN, R.L., (1985), "A re-examination of merger studies that use the capital asset pricing model methodology". Cambridge Journal of Economics, n^o 9. Págs. 43-56.
- COOKE, T.E., (1988), "Mergers and acquisitions". Basil Blackwell Ltd. Oxford.
- COPELAND, T.E. y WESTON, J.F., (1983), "Financial theory and corporate policy". Addison-Wesley publishing company.
- DODD, P., (1980), "Merger proposals, management discretion and stockholder wealth". Journal of Financial Economics. Junio. Págs. 105-137.
- DODD, P. y RUBACK, R., (1977), "Tender offers and stockholder returns: an empirical analysis". Journal of Financial Economics. Diciembre. Págs. 351-374.

- ECKBO, B.E., (1983), "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 241-273.
- ELLER, J.C., (1976), "Mergers, antitrust law enforcement and stockholder returns". Journal of Finance, vol. XXXI, nº 2. Págs. 715-732.
- FAIRLURN, J. y KAY, J., (1989), "Mergers and merger policy". Oxford University Press. Oxford.
- FAMA, E. y MACBETH, J., (1973), "Risk, return and equilibrium: empirical tests". Journal of Political Economy, vol. LXXI, nº 3. Mayo-Junio. Págs. 607-636.
- FERNANDEZ, P., (1992), "El mercado para el control de las empresas". Alta Dirección, nº 162. Págs. 135-145.
- FIRTH, M., (1979), "The profitability of takeovers and mergers". The Economic Journal. Junio. Págs. 316-328.
- , (1980), "Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm". The Quarterly Journal of Economics, vol. XCIV, nº 2. Marzo. Págs. 235-260.
- GARCIA MARTIN, C.J. y FERRANDO BOLADO, M., (1992), "Tomas de poder: efectos sobre la rentabilidad de las acciones". Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. I, nº 1. Págs. 115-124.
- HAUGEN, R.A. y LANGETIEG, C.T., (1975), "An empirical test for synergism in merger". Journal of Finance, nº 4. Págs. 1003-1014.
- HOPKINS, T.H., (1983), "Mergers, acquisition and divestitures: a guide to their impact for investors and directors". DowJones-Irwin.
- JARRELL, G.A. y BRADLEY, M., (1980), "The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers". Journal of Law and Economics, vol. XXIII. Octubre. Págs. 371-407.
- JENSEN, C.M. y RUBACK, S.R., (1983), "The market for corporate control. The scientific evidence". Journal of Financial Economics, vol. XI. Págs. 5-56.

- JOEHNK, M.D. y NIELSEN, J.F., (1974), "The effects of conglomerate merger activity on systematic risk". Journal of Financial and Quantitative Analysis. Marzo. Págs. 215-225.
- KUMMER, D.R. y HOFFMEISTER, J.R., (1978), "Valuation consequences of cash tender offers". Journal of Finance, vol. XXXIII, nº 2. Mayo. Págs. 505-516.
- LANGETIEG, T., (1978), "An application of a three-factor performance index to measure stockholders gains from merger". Journal of Financial Economics, nº 6. Págs. 365-384.
- MACE M.L. y MONTGOMERY G.G., (1990), "Fusiones y adquisiciones. Guía para la compra, venta y fusión de empresas". Oikos-Tau. Barcelona.
- MALATESTA, P.H., (1983), "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 155-181.
- MANDELKER, G., (1974), "Risk and return: the case of merging firms". Journal of Financial Economics, vol. I. Diciembre. Págs 303-335.
- MANNE, G.H., (1965), "Mergers and the market for corporate control". Journal of Political Economy, vol LXXIII, nº 1. Abril. Págs. 110-120.
- MARRIS, R., (1964), "The economic theory of managerial capitalism". MacMillan. London.
- MARTINEZ GONZALEZ, I. y GARCIA RODRIGUEZ, R., (1992), "Aprendizaje de una fusión". Alta Dirección, nº 164. Págs. 283-290.
- MARTINEZ SERRANO J.A. y SANCHIS LLOPIS, A., (1990), "Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales". Economía industrial, nº 272. Marzo-Abril. Págs 125-135.
- MULLER, D.C., (1969), "A theory of conglomerate mergers". The Quarterly Journal of Economics, vol. LXXXIII. Noviembre. Págs. 643-660.

- PEÑA, J.I. y PEREZ, C.O., (1992), "Fusiones, adquisiciones y separaciones: teorías y evidencia en España y en EE. UU.". Cuadernos Económicos del ICE, nº 52. Págs. 161-172.
- SANTOS ARRARTE, J.A., (1991), "Grupos de empresas y mercado de control". Instituto Español de Analistas de Inversiones. Madrid.
- SCHIPPER, K. y THOMPSON, R., (1983), "Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 85-119.
- SUTTON, C.J., (1983), "Economía y estrategias de la empresa". Limusa. México.
- TURNER DONALD, F., (1965), "Conglomerate mergers and 7 of the Clayton Act". Harvard Law Review, vol. LXXVIII, nº 7. Págs. 1317-1340.
- VAZQUEZ ORDAS, C.J., (1992), "El poder de mercado en las fusiones empresariales". Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. I, nº 2. Págs. 125-134.
- WESTON, J.F., CHUNG, K.S. y HOAG, S.E., (1990), "Mergers, restructuring, and corporate control". Prentice Hall. New Jersey.
- WIER, P.G., (1983), "The cost of antimerger lawsuits: evidence from the stock market". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 207-224.
- WILLIAMSON, O.E., (1964), "The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm". Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

CAPITULO III

**"EFECTOS DEL MERCADO DE CONTROL DE EMPRESAS
EN LA RENTABILIDAD DEL ACCIONISTA:
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA"**

3.1 METODOLOGIA DE LA INVESTIGACION.

Las investigaciones empíricas realizadas, como hemos podido observar en los trabajos esbozados en el capítulo anterior, analizan las decisiones de fusión o adquisición a través de la evolución del precio de las acciones. En particular, examinan los comportamientos anormales de los precios de las acciones y su significación estadística alrededor de la fecha en que se hace pública la información mediante la metodología conocida por "event study".

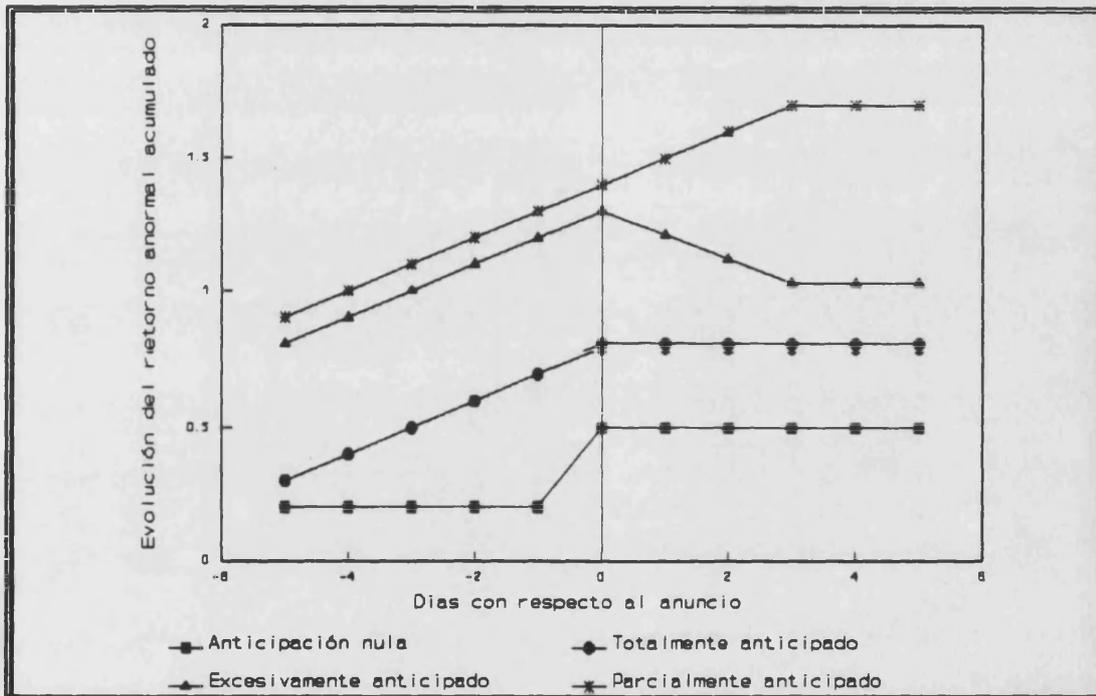
Partiendo del concepto de mercado eficiente, el anuncio o suministro de información por parte de algún agente económico al mercado, como podría ser la publicación de la intencionalidad de una empresa de fusionarse o de adquirir otra unidad, supondrá que automáticamente el mercado descontará, tanto en la compradora como en la adquirida⁴⁷, esta información a través del precio de los títulos y, por tanto, influirá en el valor de la empresa y en la riqueza de sus accionistas.

Así pues, la metodología del "event study" o técnica del suceso utiliza como elemento básico los precios de los títulos y su objetivo es determinar si sus poseedores perciben una rentabilidad extraordinaria y significativamente diferente de cero como consecuencia de

⁴⁷ Volvemos a recordar que los términos compradora y adquirida serán utilizados de forma general e indistinta para cualquier tipo de operación del mercado para el control de empresas. Sin embargo, más concretamente, hacen referencia, respectivamente, a empresa lanzadora de la oferta y a empresa objetivo de la misma.

la llegada de determinada información. En definitiva, se trata de si el público es capaz de anticipar la información y el efecto de la misma sobre los beneficios futuros.

FIGURA 3.1
POSIBLES FORMAS DE ANTICIPAR UN EFECTO POSITIVO



Fuente: BERGES, FANJUL y MARAVALL (1985)

Siguiendo a BERGES, FANJUL y MARAVALL (1985) y, a modo ilustrativo, los cambios que nos podemos encontrar, entre otros, quedarían reflejados en la Figura 3.1.

En esta figura se representan las cuatro formas posibles de anticipar un efecto positivo sobre la rentabilidad del accionista ante un factor exógeno. Si el factor no fuese anticipado, el precio de la acción experimentará, en el momento de su publicación, es decir, en cero, y de una sola vez, un incremento que representará

la capitalización de los efectos positivos de la información sobre la rentabilidad de los títulos. Por otra parte, se pueden producir diferentes formas de anticipación: una perfecta, esto es, en el preciso instante de divulgación del suceso y en momentos posteriores al mismo, no se observan comportamientos anormales en el residuo, esto es debido a que, el mercado, previamente al suceso anticipó e incorporó en el precio de los títulos los efectos positivos futuros que dicho factor provocará, por el contrario, nos podemos encontrar con anticipaciones incorrectas, esto es, que el público tenga expectativas no suficiente o excesivamente optimistas de la influencia del factor sobre los beneficios futuros y, por lo tanto, en momentos posteriores a la divulgación del suceso el precio se ajuste correctamente.

Centrándonos alrededor del período de tiempo en el cual la información aparece en el mercado, podemos distinguir, en general, tres tipos de "event period": período pre-anuncio, período de anuncio y período post-anuncio. Sin embargo, ésta no es la única subdivisión posible, por ejemplo, MALATESTA (1983) desglosa el período post-anuncio en pre-resultado, esto es, después del anuncio pero antes de la publicación del éxito o del fracaso de la operación y post-resultado, o lo que es igual, una vez difundido el éxito o el fracaso de la fusión.

Si llamamos $t=0$ al momento (día, semana, etc) en el cual se hace pública la información, el período de pre-anuncio es todo aquel intervalo de tiempo anterior a $t=0$. Analizar este subperíodo de tiempo tiene como finalidad intentar obtener algún tipo de conclusión sobre si cabe extraer alguna particularidad en las empresas objetivo o en las empresas oferentes o, también, si puede darse el caso de que exista información privilegiada.

El período de anuncio es el momento de tiempo en que, teóricamente, se difunde la información y, por lo tanto, será en este preciso instante cuando el mercado, en principio, incorpora esta información al valor de los títulos afectados.

Parece lógico esperar que este momento del tiempo coincida con $t=0$. Sin embargo, haciendo referencia a los trabajos de ASQUITH (1983) y ASQUITH, BRUNER y MULLINS (1983) este momento se encuentra entre $t=-1$ y $t=0$, ya que si la información se hace pública antes del cierre de los mercados, el momento de su publicación coincide con $t=0$, pero su difusión es en $t=-1$. Por el contrario, si la información se difunde después del cierre del mercado bursátil, el efecto en los precios y su publicación coinciden en $t=0$.

Por último, el período post-anuncio es el intervalo de tiempo que transcurre luego del anuncio o publicación de la noticia.

Esta subdivisión, y el análisis de los precios en cada uno de los momentos, permite determinar el grado de eficiencia con que opera el mercado de valores y, en concreto, si el mercado valora adecuadamente la información disponible.

Observando los procesos de concentración empresarial, como ya hemos mencionado, la técnica del suceso se centra en estimar las rentabilidades anormales en unos determinados momentos y contrastar su significación. Por lo tanto, en primer lugar es necesario definir el concepto de retorno anormal o extraordinario.

Una rentabilidad anormal se puede medir por la diferencia entre la rentabilidad obtenida realmente y la que cabría esperar obtener en condiciones normales. Partiendo de esta definición, es necesario incorporar algún modelo de formación de precios que nos ofrezca una predicción de la rentabilidad que, teóricamente, hubiésemos esperado obtener.

Por tanto, el primer paso es calcular la rentabilidad, que podemos denominar, "teórica", "normal" o "esperada", la cual, como veremos posteriormente, denotaremos por $E(R_{it})$, donde el subíndice "i" hace referencia a las diferentes empresas afectadas por la información y "t" a los períodos de tiempo, con referencia al suceso, objeto de estudio.

Además, la rentabilidad esperada debe ser deducida de algún modelo de predicción cuyos parámetros puedan ser estimados con datos que no estén influidos por la información que vamos a estudiar.

Este período de tiempo puede ubicarse antes del suceso, posteriormente al suceso o en ambos a la vez, antes y después del suceso. Lo esencial es "asegurar" que el horizonte temporal utilizado no esté contaminado por la información particular que estamos analizando.

La metodología más empleada para estimar el retorno esperado de las acciones que cotizan en Bolsa es la aplicación del modelo de mercado de SHARPE (1964). Sin embargo, no existe unanimidad sobre el modelo a utilizar.

Siguiendo a FAIRLURN y KAY (1983), los más frecuentes son⁴⁸:

- El Modelo de Mercado
- El C.A.P.M.
- Método de la Rentabilidad Media Ajustada
- O, simplemente, suponer que el retorno esperado coincide con el índice de mercado, esto es, el Modelo Simple o Método de la Rentabilidad de Mercado Ajustada.

Con estos métodos, como hemos comentado anteriormente, lo que se intenta es cuantificar cuál hubiese sido el rendimiento esperado del título, en nuestro caso, acciones, si no existiera ningún tipo de información extraordinaria que afectase de forma particular a dicho activo financiero.

La hipótesis básica del modelo de mercado consiste en que las rentabilidades de los diferentes activos están relacionadas entre sí única y exclusivamente a través de la relación común que cada título mantiene con el retorno de la cartera de mercado.

Esto es, el modelo argumenta que la variable aleatoria rentabilidad del activo "i" en un momento "t" depende linealmente del retorno del índice de mercado en ese preciso instante:

⁴⁸ Estos diferentes modelos y su aplicación provocan variaciones en los event study. Esto es, la estimación del retorno, lógicamente, diferirá en función del criterio utilizado. Por esto, algunos autores, MALATESTA (1983), JENSEN y RUBACK (1983), inciden en la disparidad de métodos como motivo por el cual se pueden alcanzar conclusiones diferentes.

$$\tilde{R}_{it} = a_i + \beta_i \tilde{R}_{Mt} + \tilde{\epsilon}_{it} \quad [3.1]$$

donde a_i y β_i se suponen constantes a lo largo del tiempo y representan, respectivamente, el término intersección⁴⁹ y el riesgo sistemático o no diversificable, es decir, la aportación del activo financiero "i" al riesgo de la cartera de mercado. Como ya adelantamos anteriormente, \tilde{R}_{it} , es la rentabilidad del título "i" en "t", mientras que \tilde{R}_{Mt} representa la rentabilidad de la cartera de mercado en "t" y $\tilde{\epsilon}_{it}$, es el error de predicción.

Puede que el principal problema que debemos afrontar al aplicar el modelo de mercado, es que las decisiones que sometemos a estudio, esto es, fusiones y adquisiciones de empresas, pueden alterar el riesgo sistemático, β_i , de las empresas involucradas en el proceso⁵⁰.

Una derivación empírica del modelo CAPM viene dada por⁵¹:

$$\tilde{R}_{it} = R_{ft} + \beta_i [\tilde{R}_{Mt} - R_{ft}] + \tilde{\epsilon}_{it} \quad [3.2]$$

⁴⁹ Debemos resaltar que a_i no tiene definido un significado concreto.

⁵⁰ Este aspecto será comentado posteriormente.

⁵¹ Para una visión más general tanto del modelo de mercado, visto anteriormente, como el modelo CAPM, puede consultarse, entre otros, COPELAND y WESTON (1983), FERRANDO BOLADO (1981) y SUAREZ SUAREZ (1992).

es decir, acepta que el rendimiento de un título "i" en un momento "t", \tilde{R}_{it} , viene determinado por la tasa de interés libre de riesgo existente en ese momento, R_{ft} , más una prima adicional $[\tilde{R}_{Mc} - R_{ft}]$ por cada unidad de riesgo no diversificable, β_i , y que obligatoriamente debe soportar el inversor al colocar sus fondos en el título "i".

La utilización del modelo CAPM tiene un conjunto de problemas específicos, además del problema de seleccionar convenientemente los datos útiles para estimar las β_i . Estas particularidades residen en que, para obtener una estimación del retorno del activo "i" en un instante del tiempo "t", previamente deberemos haber definido adecuadamente el retorno de la cartera de mercado y la rentabilidad del activo libre de riesgo.

También es posible otra derivación empírica de la anterior expresión [3.2], por ejemplo la presentada en la ecuación siguiente [3.3].

$$\tilde{R}_{it} = \hat{\gamma}_{0t} + \hat{\gamma}_{1t} \beta_i + \epsilon_{it} \quad [3.3]$$

donde $\hat{\gamma}_{0t}$ y $\hat{\gamma}_{1t}$ representan las estimaciones de la tasa libre de riesgo y la prima respectivamente.

Continuando con los diferentes procedimientos de predicción del retorno esperado, otro método disponible es el de la **rentabilidad media ajustada**. En dicho método, la estimación de la rentabilidad en los diferentes momentos que componen el período del suceso (event period) será igual a la rentabilidad media obtenida en base a un período de referencia.

El intervalo de tiempo seleccionado o período de referencia elegido para la obtención de la estimación de la rentabilidad esperada de un determinado título, será anterior al anuncio, posterior al mismo o una combinación de ambos, pero nunca deberá incluir el período de anuncio o, lo que es igual, el período de referencia solo debe incluir espacios de tiempo no "contaminados" por la información relacionada con el fenómeno de estudio.

Por ejemplo, si el período de referencia seleccionado es el intervalo de tiempo que abarca los 240 a 40 días antes del anuncio, el método de la rentabilidad media ajustada obtiene como estimación de la rentabilidad esperada para el título "i", la obtenida por la expresión [3.4].

$$\bar{R}_i = \frac{\sum_{t=-240}^{-40} \bar{R}_{it}}{201} \quad [3.4]$$

El último método para cuantificar cuál hubiese sido, en condiciones normales, el rendimiento esperado de un título que vamos a comentar, es el conocido como el de la **rentabilidad de mercado ajustada**, en el cual, simplemente, se acepta que la rentabilidad del mercado para ese día es una buena predicción de la rentabilidad de una determinada empresa para ese preciso instante:

$$\bar{R}_{it} = \bar{R}_{Mt} \quad [3.5]$$

Junto a estos instrumentos, debemos indicar que partiendo del desarrollo inicial de alguno de los procedimientos vistos anteriormente, también se han

utilizando especificaciones alternativas que los modifican y tratan de mejorar.

Por ejemplo, por lo que respecta al modelo de mercado, se han desarrollado modelos de dos índices: uno que afecta al mercado en general y otro que hace referencia al sector particular al que pertenece la empresa analizada.

El método de la rentabilidad del mercado ajustada, también, ha sido modificado. Así, por ejemplo, ASQUITH (1983), ASQUITH, BURNER y MULLINS (1983) y BRADLEY (1980) establecen que la rentabilidad esperada de un título en un momento dado es igual a la rentabilidad obtenida por una cartera de control previamente elaborada, R_{Cct} , en ese mismo momento:

$$\bar{R}_{it} = \bar{R}_{Cct} \quad [3.6]$$

Esta última variedad, expresión [3.6], consiste en reagrupar los títulos de la muestra en un número determinado de carteras en base a su nivel estimado de riesgo. La cartera de la que forme parte el título "i" será su correspondiente cartera de control.

Una vez que seleccionemos y apliquemos alguno de los diferentes métodos anteriormente descritos, podremos obtener una estimación de la rentabilidad esperada de un título "i" en un momento "t". Si denotamos por $E(R_{it})$ al valor "normal", "teórico" o "esperado" de la rentabilidad de un título "i" en el período "t", obtenida a través del modelo seleccionado, siendo "t" un instante del "event period" o período del suceso, nos bastará calcular, mediante una simple diferencia entre la rentabilidad

observada y la teórica o esperada, los residuos correspondientes:

$$\hat{\epsilon}_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad [3.7]$$

donde, $\hat{\epsilon}_{it}$, representa, para cada empresa y momento del espacio tiempo, una predicción del residuo anormal.

El residuo obtenido a través de la expresión [3.7] representa la rentabilidad anormal o extraordinaria y, por lo tanto, para un accionista, tanto de la empresa adquirente como de la empresa adquirida, puede ser un indicativo de la conveniencia de la decisión adoptada por su equipo directivo. En síntesis, el residuo obtenido mediante la expresión [3.7] es una estimación del cambio en el valor de la empresa en un momento "t" determinado por causa de la información que aparece en el mercado. Lógicamente, si no existe ningún tipo de nueva información que pudiera ser aprovechada para obtener algún beneficio extraordinario, su valor esperado deberá ser nulo.

Si nuestro interés se centra en analizar el comportamiento del residuo en el intervalo de tiempo que abarca los M días anteriores al suceso y los N días posteriores a dicha divulgación, es decir, $t=0$. El primer paso será estimar, durante los días que componen ese intervalo, $[-M, +N]$, los residuos anormales para cada una de las empresas que se vieron afectadas por un suceso, en nuestro caso particular, que se han visto afectadas por alguna propuesta de fusión, adquisición u OPA, $\hat{\epsilon}_{it}$.

Con esta información, estamos en condiciones de elaborar, para todas las empresas de la muestra, una

predicción cross-sección del error promedio obtenido en cada momento del intervalo analizado, más conocida por sus siglas AR_t (Average Residual):

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^N e_{it}}{N} \quad [3.8]$$

donde N es el número de empresas existentes en la muestra.

Una vez que calculados los AR_t , el paso siguiente será subdividir el horizonte temporal considerado, $[-M, +N]$, en intervalos de tiempo más concretos, $[K, L]$, donde K y L representan un número de días, siempre con referencia al momento de la divulgación de la noticia.

Para cada intervalo de tiempo considerado $[K, L]$ se calcula su correspondiente rentabilidad residual promedio acumulada (Cumulative Average Residual), $CAR_{K,L}$:

$$CAR_{K,L} = \sum_{t=K}^L AR_t \quad [3.9]$$

Los CARs se utilizan para examinar el impacto del anuncio sobre la rentabilidad de los accionistas. Los CARs pueden ser positivos, negativos o nulos. En este último caso, la información no afectará a la riqueza del accionista. Sin embargo, en las otras dos situaciones el signo del CAR dependerá de si la valoración es favorable o, por el contrario, desfavorable. Si el CAR es positivo, su cuantía representa el valor actualizado de los beneficios netas de la nueva información, mientras que si es negativo representa el valor actualizado de las pérdidas netas que

se estima que genere el suceso.

La fase final consiste en elaborar un test con el cual podamos medir la significación estadística de los retornos anormales encontrados, esto es, que nos permita determinar si los valores hallados en los ARs y en los CARs son o no significativamente diferentes de cero.

El test que vamos a desarrollar en este trabajo, aunque fue descrito inicialmente por JAFFE (1974) y MANDELKER (1974) y posteriormente ha sido utilizado en la mayoría de los trabajos descritos en el capítulo anterior.

El primer problema con el que tropezamos en este instante, es que, no podemos suponer, debido a la existencia de factores comunes que pueden causar una correlación de los residuos bien positiva o negativa, que las rentabilidades residuales de las diferentes firmas en un determinado momento sean independientes. Para solucionar este inconveniente, lo que normalmente suele hacerse es transformar el análisis cross-section anterior en un análisis temporal. Para ello, hay que construir carteras de títulos en base a algún criterio o regla concreta, que nos permita esperar la compensación de dichas correlaciones.

Como norma general, los títulos que entraron a formar parte en la composición de la cartera que elaboramos en un determinado momento "T", fueron aquellos que cumplieron la siguiente relación:

$$M_j + L \leq T \leq M_j + K \quad [3.10]$$

donde K y L son valores que representan el número de días

elegidos en torno al momento del anuncio que denotamos por M_j y, además, se cumple que $K \geq L$.

La expresión [3.10] nos indica que una determinada empresa "j", de la muestra de firmas que durante el intervalo de tiempo estudiado se hayan visto involucradas en procesos de concentración, formará parte de la cartera elaborada en "T", si y solo si, su propia fecha suceso, M_j , se encuentra en algún momento que cumpla la anterior relación [3.10].

Por ejemplo, supongamos que nuestra base de datos se extiende desde Enero/85 a Diciembre/86 y que se compone de 700 días comerciales. Si nuestro interés estriba en analizar las características de las empresas en el intervalo de tiempo que abarca 60 días antes del anuncio hasta el mismo día del anuncio, esto es, para el par de valores $L=-60$, $K=0$, en el primer día del calendario, es decir, en $T=1$ (primer día comercial de Enero/85), se formará una cartera con aquellos títulos que tuvieron su anuncio en ese preciso instante, lógicamente, anuncios posteriores puede que hubiese, pero no entran a formar parte de nuestra base de datos, en $T=2$, se formará otra cartera con aquellos títulos que tuvieron su anuncio el día anterior ($T=1$) y el mismo día para el que formamos la cartera (en el segundo día comercial de Enero/85), y así sucesivamente, de forma que en $T=360$, la cartera estará formada por aquellos títulos que tuvieron su anuncio en los 60 días comerciales anteriores a T y en el mismo día T .

En general, se formaran, en principio, y siempre y cuando existiesen anuncios suficientes, 700 carteras, una por cada día comercial, y cada título entrará a formar parte de 61 carteras: en las 60 carteras que se formaran en los 60 días anteriores a su fecha de anuncio y en la

cartera que se elabora en el día en que se produce la divulgación de su noticia⁵².

Una vez elaborada una cartera particular, su residuo promedio estimado en T se calcula de la forma que se expresa en la siguiente relación:

$$\hat{\epsilon}_T = \frac{1}{N_T} \sum_{j=1}^{N_T} \hat{\epsilon}_{jT} \quad [3.11]$$

donde N_T es el número de activos que entran a formar parte de la misma y $\hat{\epsilon}_{jT}$ hace referencia a la estimación del residuo del título j-esimo que entra a formar parte en la cartera que hemos elaborado en T.

La formación de carteras es de esperar que produzca la independencia de los residuos, pero también necesitamos que dichos residuos estén idénticamente distribuidos. Para lograr esto, el siguiente paso consiste en estandarizar cada residuo, e_T , utilizando para ello una medida de la variabilidad de la cartera.

La estimación de la variabilidad se obtiene a través de la desviación típica de los residuos de la cartera utilizando para ello "P" períodos anteriores a T, desde T-P a T-1:

$$SD_T = \left[\frac{1}{P-1} \sum_{t=1}^P (e_{T,T-t} - \frac{1}{P} \sum_{t=1}^P e_{T,T-t})^2 \right]^{\frac{1}{2}} \quad [3.12]$$

⁵² Evidentemente, en función del intervalo de tiempo que se desee analizar, $CAR_{K,L}$, es decir, según los valores dados a K y L, el número de carteras que se formen puede variar y, lógicamente, cada título entrará a formar parte de K-L+1 carteras.

Dividiendo la relación [3.11] entre la expresión [3.12], obtenemos el término residual estandarizado de la cartera, REC_T , en el día T, o lo que es igual:

$$REC_T = \frac{e_T}{SD_T} \quad [3.13]$$

Como para los diferentes valores de K y L que consideremos, vamos a formar diferentes carteras en cada momento T del período muestral, el residuo promedio estandarizado de todas esas carteras, al cual denominamos $RPE_{K,L}$, lo podemos definir de la forma siguiente:

$$RPE_{K,L} = \frac{1}{n} \sum_{T=1}^{T=f} REC_T \quad [3.14]$$

donde T=1 y T=f marcan, respectivamente, el principio y el final del horizonte temporal considerado y "n" es el número de días del calendario en que se formaron carteras.

Así, el t-estadístico que nos permitirá medir la significación estadística de los retornos anormales acumulados en diferentes intervalos de tiempo ($CAR_{K,L}$), se calculará a partir de la siguiente expresión:

$$t = \frac{\left(\frac{1}{n} \sum_{T=1}^{T=f} REC_T \right)}{\sqrt{\frac{s}{n}}} \quad [3.15]$$

Si en base al teorema central del límite, podemos suponer que la rentabilidad residual promedio

estandarizada, $RPE_{K,L}$, es normal y \hat{S} es la estimación de la desviación estándar del retorno residual estandarizado, REC_T , que se distribuye como una χ^2 de "n" grados de libertad, la anterior expresión [3.15] se debe distribuir como una t de Student de "n" grados de libertad.

Debido al proceso de estandarización al que se someten los residuos y que se refleja en la expresión [3.13], la desviación estándar del REC_T se convierte, aproximadamente, en la unidad. Por este motivo, podemos simplificar la expresión [3.15] y llegar a la [3.16] que, al igual que antes, nos permite testar, para diferentes intervalos [K, L], si los retornos acumulados anormales ($CAR_{K,L}$) son significativamente diferentes de cero.

$$t = \frac{\left(\frac{1}{n} \sum_{T=1}^{T-f} REC_T \right)}{\sqrt{\frac{1}{n}}} \quad [3.16]$$

Antes de finalizar este primer epígrafe, debemos hacer tres puntualizaciones. En primer lugar, indicar que en los diferentes trabajos se han utilizado procedimientos alternativos al objeto de obtener una estimación adecuada del retorno esperado. En segundo término, se han empleado datos diarios o mensuales. Y, como tercera puntualización, con el deseo de encontrar aquel período de tiempo donde se pueda asumir la neutralidad de los datos a la información referente al suceso estudiado, se han usado, para la estimación de los parámetros de los diferentes modelos, datos pre-oferta o una combinación de datos pre-oferta y post-oferta. A pesar de todo ello y como vimos en el anterior capítulo, los resultados generales son coincidentes.

3.2 INFORMACION UTILIZADA: DATOS.

El principal obstáculo en el momento de estudiar el alcance de las operaciones del mercado para el control de empresas y las implicaciones de éstas en el precio de los títulos que se negocian en la Bolsa, es que en nuestro país, a diferencia de otros, no existe ningún registro público de las operaciones que se realizan.

La información que hemos recabado consta de dos grupos de datos claramente diferenciados:

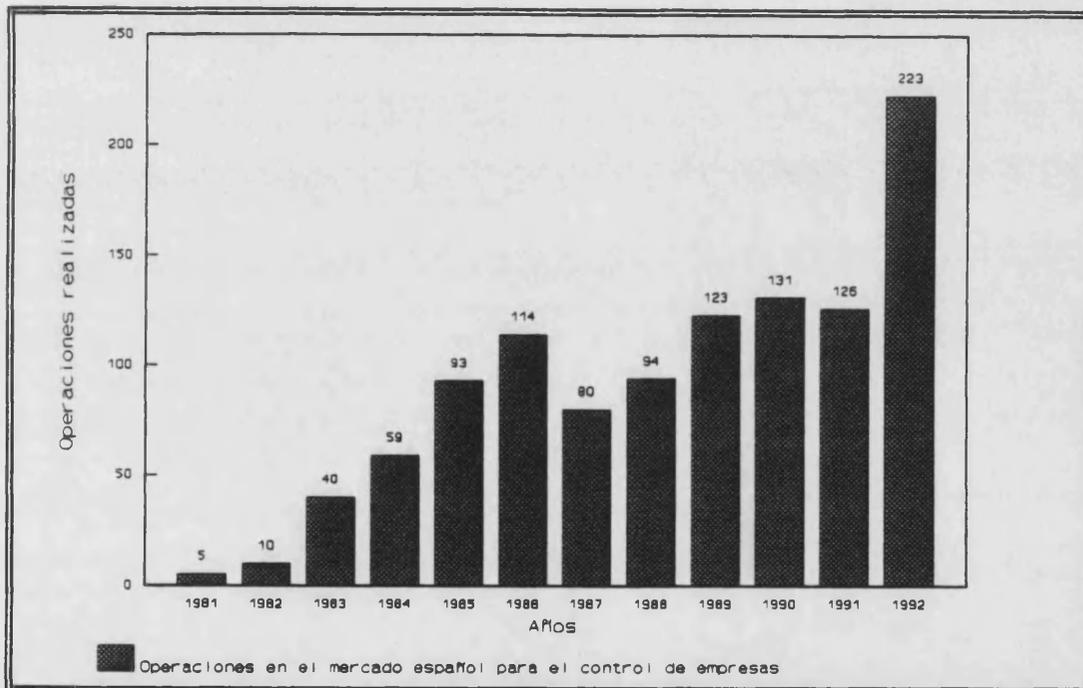
- En primer lugar, el conjunto de anuncios relativos a las operaciones del mercado del control de empresas (fusiones, compras totales o parciales de empresas y OPAs) realizadas en nuestro país.

- Y, en segundo término, la serie de rendimientos de un conjunto de títulos que negocian en la Bolsa de Madrid o en el Mercado Continuo o Sistema de Interconexión Bursátil que nos permitió cuantificar en que medida el mercado y, más concretamente, los participantes del mercado, valorarán la anterior información.

(a) En lo referente a la primera base de datos, es decir, a los anuncios de fusión, compras totales o adquisiciones parciales de empresas y OPAs, hemos elaborado, a partir de la información contenida en la

prensa especializada, en concreto, en el diario económico Cinco Días, una base de datos que comprende el conjunto de operaciones que, durante el período de tiempo que abarca desde Enero de 1981 a Diciembre de 1992, aparecieron publicadas en dicho medio de comunicación.

FIGURA 3.2
OPERACIONES REALIZADAS EN EL MERCADO DE CONTROL DE
EMPRESAS ESPAÑOL (I)
(Enero 1981 - Diciembre 1992)

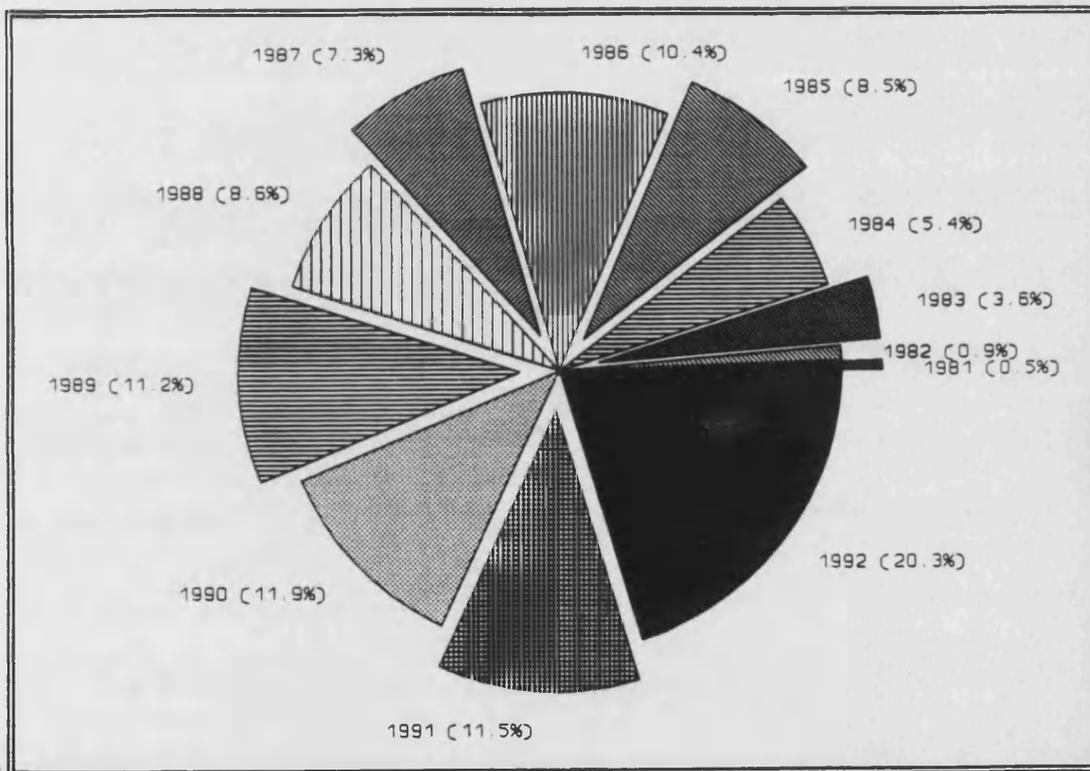


Fuente: Elaboración propia

El número de operaciones publicadas y localizadas ascendió a 1.097, y como se puede comprobar en las Figuras 3.2 y 3.3, es a partir de 1985 cuando la expansión a través del crecimiento externo alcanza cotas significativas. Puede que ello sea la respuesta a una inminente internacionalización de nuestra economía y, claro está, el crecimiento externo, frente al interno, requiere una menor

necesidad del factor tiempo para llevar adelante el objetivo de alcanzar dimensiones adecuadas.

FIGURA 3.3
OPERACIONES EN EL MERCADO DE CONTROL DE
EMPRESAS ESPAÑOL (II)
(Enero 1981 - Diciembre 1992)

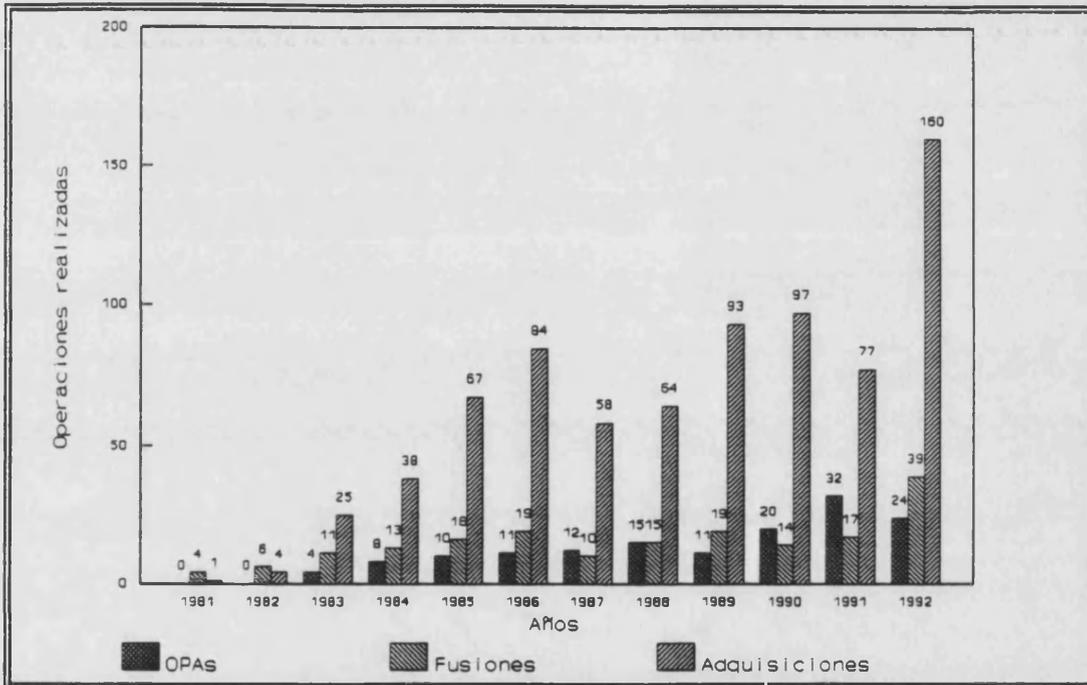


Fuente: Elaboración propia

Desde otro punto de vista, como se puede observar en la Figura 3.4, fueron las tomas de participación, que comprende tanto la compra total de una empresa como la adquisición de un paquete importante de sus acciones, las que tuvieron un mayor protagonismo en este período de tiempo.

FIGURA 3.4

EVOLUCION DE FUSIONES, COMPRAS Y OPAs EN EL MERCADO
ESPAÑOL
(Enero 1981 - Diciembre 1992)



Fuente: Elaboración propia

En este sentido, hay que tener en cuenta que, debido al elevado fraccionamiento de la propiedad y al absentismo que se produce en las Juntas Generales de Accionistas de las grandes empresas, un porcentaje de acciones del 3 ó 4 por cien puede ser ya calificado como importante. Además, debemos indicar que estas adquisiciones de paquetes importantes son las que realmente tuvieron el mayor protagonismo.

El análisis de la Figura 3.4 pone de manifiesto que no es hasta mediados de la década de los 80 cuando las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) empiezan a aparecer como un instrumento más para acceder al control de

determinadas empresas. Sin embargo, es realmente en 1991 y posteriormente a este año cuando el número de estas operaciones es significativo.

(b) En lo referente a la segunda base de datos, como ya hemos adelantado, hace referencia a los índices de rentabilidad de todos los valores admitidos a cotización en la Bolsa de Madrid o en el Mercado Continuo o Sistema de Interconexión Bursátil. En concreto, se utilizó una muestra de 219 títulos en el período que abarca desde Enero de 1985 a Marzo de 1993.

Para cada uno de estos valores que integran la segunda base se dispuso de la serie diaria de precios de cierre corregidos por ampliaciones de capital⁵³.

Como se sabe, en el cálculo de la rentabilidad de las acciones intervienen, además de las ampliaciones de capital, el pago de dividendos. Así, previamente al cálculo de la serie de índices de rentabilidad de los activos deberíamos haber corregido, los precios de cierre, por los dividendos satisfechos.

Pero, dos circunstancias nos inclinaron a desestimarlos. En primer lugar, la no disposición de este dato para todas las empresas que tenemos en la muestra y, en segundo lugar, como afirma el profesor PEÑA (1992), dicha corrección supondría sustraer una proporción lineal a cada precio y, por lo tanto, las características

⁵³ Debemos aclarar que, de todos los títulos, no disponíamos de la serie completa. Pero, lo importante para nosotros no era que la serie estuviera completa sino que se dispusiera de un número elevado de observaciones alrededor de la fecha del suceso, es decir, en torno a la divulgación de la noticia.

estadísticas no se verían sustancialmente afectadas⁵⁴.

Por lo tanto, la transformación de los precios corregidos por ampliaciones (P_{it}^{CA}), de las diferentes empresas ($i=1, 2, \dots, n$) y en diferentes momentos ($t=1, 2, \dots, m$), en índices de rentabilidad (R_{it}) fue realizada, como puede observarse en la siguiente expresión, [3.17], a través de la diferencia logarítmica de precios.

$$R_{i,t+1} = \ln P_{i,t+1}^{CA} - \ln P_{it}^{CA} \quad [3.17]$$

Una vez comentadas las bases de datos con las cuales vamos a afrontar el objetivo del presente trabajo, debemos aclarar que de todas las operaciones, es decir, de todos los anuncios referentes al mercado para el control de empresas que se realizaron y localizamos en el mercado español y que componían la primera base de datos comentada, tuvimos que seleccionar aquellas operaciones que cumplían una serie de requisitos.

Lógicamente, y en un primer momento, seleccionamos, única y exclusivamente, aquellas operaciones en las que estaban involucradas empresas que formaban parte de nuestra segunda base de datos, la cual, como ya hemos indicado con anterioridad, está compuesta por los índices de rentabilidad de 219 empresas en el período de tiempo comprendido entre Enero/85 a Marzo/93.

Además, se nos imponían dos limitaciones adicionales. En concreto, si deseamos analizar el efecto de

⁵⁴ La no realización de este ajuste por dividendos incidirá en una tendencia a la baja de la rentabilidad cuando éstos se paguen, por el hecho de que el título que paga dividendos tiende a reducir su cotización en el día de pago.

la divulgación de un suceso, debíamos disponer, para estas empresas que formaban parte de las dos bases de datos, de un número significativo de observaciones, es decir, índices de rentabilidad, alrededor de la fecha en que se produce la divulgación de la noticia.

Por último, y como tercera restricción, si lo que pretendemos es analizar el comportamiento de los residuos antes y después de la fecha suceso, necesitamos, además, de un número de observaciones previas a la operación y posteriores a la misma⁵⁵ al objeto de calcular los residuos n-días anteriores y m-días posteriores a $t=0$.

Estas tres limitaciones nos redujeron considerablemente el número de operaciones a estudiar. El desglose, reagrupando los anuncios en función de la tipología de la operación y teniendo en cuenta si se lanza o, por el contrario, si recibe la oferta, queda reflejado en el conjunto de cuadros que abarca desde el Cuadro 3.1 al Cuadro 3.9.

⁵⁵ En concreto, y como veremos posteriormente, en el trabajo analizamos el comportamiento de los residuos en el intervalo de tiempo que comprende desde los 241 días anteriores a la divulgación del suceso, $t=0$, a los 101 días posteriores a dicho momento.

CUADRO 3.1

NUMERO DE OPERACIONES SELECCIONADAS

	Lanzadoras	Objetivos
OPAs	34	36
FUSION	2(*)	ND
ABSORCION	27	11
COMPRAS	83	54

(*) Este dato refleja el número de operaciones anunciadas que, como se puede suponer, afectará, cada una de ellas, a un número determinado de empresas, como mínimo dos, que deciden unir sus patrimonios en una nueva unidad económica creada para tal efecto. Por otro lado, el reducido número de estas operaciones nos inclino a desestimarlas en el estudio.

CUADRO 3.2

NUMERO DE OPERACIONES SELECCIONADAS POR AÑOS

AÑOS

	1985		1986		1987		1988		1989		1990		1991		1992	
	L	O	L	O	L	O	L	O	L	O	L	O	L	O	L	O
OPAs			3		1		4	7	2	1	5	10	9	10	10	8
FUSION							1		1							
ABSORCION			1		3		6	3	3	5	1		8	1	5	2
COMPRAS	2		5	3	3	4	14	1	11	7	15	15	10	5	23	19

L=empresas lanzadoras de ofertas

O=empresas objetivo de las ofertas

CUADRO 3.3

EMPRESAS ABSORBENTES Y FECHA DE PUBLICACION

1986	1987	1988	1989
------	------	------	------

10/11/86 FECSA	09/01/87 Bco. POPULAR	10/03/88 ASLAND CATALUÑA	11/01/89 Bco. SANTANDER
	07/07/87 Bco. VIZCAYA	01/06/88 N.M.QUIJANO	21/06/89 CARTISA
	05/11/87 SABA	22/06/88 CROS	05/10/89 SOTOGRADE
		21/07/88 IN.METROPOLITANA	
		17/11/88 EBRO	
		30/11/88 VALLEHERMOSO	

1990	1991	1992
------	------	------

27/04/90 MERCAPITAL	07/01/91 ACEPROSA	15/05/92 BANKINTER
	16/01/91 HIDROLA	28/05/92 UNIPAPEL
	13/02/91 CATALANA DE GAS	31/07/92 Bco. HERRERO
	01/03/91 URBIS	02/09/92 Cto. BALEAR
	20/05/91 Bco. CENTRAL	12/09/92 IBERDROLA I
	27/06/91 Bco. EXTERIOR	
	30/07/91 UCEM	
	28/08/91 VALLEHERMOSO	

CUADRO 3.4

EMPRESAS ABSORBIDAS Y FECHAS DE PUBLICACION

1988	1989	1991	1992
22/06/88 ERT	21/06/89 RENTISA	20/05/91 Bco. HISPANO	04/01/92 FOCSA
22/07/88 INM. VASCO CEN.	21/06/89 FINTISA		12/09/92 IBERDROLA II
22/07/88 URB. METROVACESA	21/06/89 INVATISA		
	21/06/89 PATRISA		
	11/07/89 INM. ALCAZAR		

CUADRO 3.5

EMPRESAS INVOLUCRADAS EN FUSIONES Y FECHA DE PUBLICACION

1988	1989
25/01/88 Bco. BILBAO	20/12/89 EBRO
25/01/88 Bco. VIZCAYA	20/12/89 AGRICOLAS

CUADRO 3.6

EMPRESAS LANZADORAS DE OPAs Y FECHAS DE PUBLICACION

1986	1987	1988	1989
11/03/86 Bco. VIZCAYA	06/04/87 CARBUROS	29/02/88 BANESTO	04/04/89 FOSFORERA
04/07/86 Bco. SANTANDER		16/04/88 Bco. SANTANDER	27/06/89 MAPFRE
19/12/86 Bco. SANTANDER		16/06/88 CARBUROS	
		17/09/88 URALITA	

1990	1991	1992
12/04/90 ASLAND	20/03/91 Bco. HISPANO	18/01/92 ENDESA
31/10/90 Bco. GUIPUZCOANO	23/03/91 ENDESA	18/01/92 FENOSA
08/11/90 CORP. BANESTO	31/05/91 IBERDURERO	08/04/92 TABACALERA
14/11/90 DRAGADOS	10/06/91 BANESTO	27/05/92 VALDERRIBAS
15/12/90 Bco. CENTRAL	22/06/91 ENDESA	19/06/92 BANESTO
	31/07/91 CEPSA	14/07/92 CORP. ALBA
	31/07/91 REPSOL	03/09/92 FINANZAUTO
	31/07/91 PETROMED	09/09/92 TABACALERA
	27/09/91 ENDESA	09/09/92 KOIPE
		19/11/92 Bco. GUIPUZCOANO

CUADRO 3.7

EMPRESAS OBJETIVO DE OPAs Y FECHAS DE PUBLICACION

1988	1989	1990	1991
29/02/88 CARTISA	17/03/89 BANCOTRANS	21/03/90 CUBIERTAS	23/03/91 VIESGO
29/02/88 FINTISA		29/03/90 CUBIERTAS	31/05/91 HIDROLA
29/02/88 INVATISA		12/04/90 ASLAND CATALUÑA	22/06/91 SEVILLANA
29/02/88 PATRISA		28/04/90 GAS MADRID	01/07/91 UNION CERVECERA
29/02/88 RENTISA		19/07/90 EUROBUILDING	31/07/91 CAMPSA
17/03/88 EBRO		27/10/90 CITROEN	07/08/91 PETROMED
17/09/88 E.I.ARAGONESAS		08/11/90 CARBUROS	12/09/91 CEPESA
		17/11/90 CONTROL Y APLIC.	27/09/91 FECSA
		15/12/90 AZUCARERA	12/12/91 KANGUROS
		21/12/90 IB.MEI	18/12/91 HISPAMER

1992

18/01/92 SALTOS DEL NANSÁ
06/04/92 T. FILIPINAS
22/05/92 FINANZAUTO
19/06/92 SANSON
02/07/92 VALENCIANA CEM.
14/07/92 Bco. PROGRESO
28/07/92 SANSON
24/09/92 EL ENCINAR

EMPRESAS COMPRADORAS Y FECHAS DE PUBLICACION

1985	1986	1987
------	------	------

13/12/85 CEPSA	28/01/86 CRISTALERIA	11/02/87 TABACALERA
26/12/85 CEPSA	04/04/86 Bco. POPULAR	31/07/87 TABACALERA
	22/09/86 ERT	30/10/87 TABACALERA
	28/11/86 URALITA	
	01/12/86 ERT	

1988	1989	1990	1991	1992
------	------	------	------	------

10/02/88 ASLAND	25/01/89 EBRO	08/03/90 EBRO	01/02/91 PAPELERA ESPA.	07/01/92 VALENCIANA CEM.
09/03/88 URALITA	02/02/89 BBV	02/05/90 Bco. HISPANO	12/03/91 Bco. HISPANO	13/02/92 Bco. VITORIA
05/05/88 AGUAS BARCELONA	08/02/89 UNIASA	05/06/90 VISCOFAN	27/03/91 CEPSA	06/03/92 ACERINOX
24/05/88 CEPSA	22/03/89 EBRO	12/06/90 Bco. HISPANO	23/04/91 BBV	11/03/92 CAMPOFRIO
28/06/88 E.I.ARAGONESAS	22/05/89 CEPSA	11/08/90 COFIR	17/05/91 HUARTE	08/04/92 FILIPINAS
28/06/88 URALITA	27/06/89 Bco. HISPANO	20/12/90 ASLAND	06/08/91 BBV	30/04/92 OCISA
28/06/88 TABACALERA	14/07/89 E.I.ARAGONESAS	28/04/90 CENTRAL	03/10/91 Bco. HISPANO	03/06/92 SEVILLANA
03/11/88 UCEM	09/09/89 ERCROS	30/01/90 BANESTO	08/01/91 CENTRAL	27/07/92 Bco. VITORIA
17/11/88 Bco. HISPANO	17/10/89 URALITA	01/02/90 BANESTO	25/04/91 FOSFORERA	28/07/92 URALITA
24/11/88 ALBA	27/11/89 CENTRAL	08/06/90 Bco. PROGRESO	31/12/91 BANESTO	30/07/92 TABACALERA
26/11/88 AZUCARERA	09/12/89 FOSFORERA	07/09/90 MACOSA		04/08/92 BBV
16/12/88 TUDOR		22/09/90 TAFISA		07/08/92 BBV
26/12/88 TABACALERA		22/10/90 URBIS		08/08/92 CRISTALERIA
28/12/88 EBRO		22/12/90 FECSA		11/08/92 BANESTO
		29/12/90 METROVACESA		26/09/92 BBV
				03/10/92 FENOSA
				10/10/92 EBRO-AGRICOLAS
				14/10/92 Bco. EXTERIOR
				16/10/92 TABACALERA
				30/10/92 ZARAGOZANO
				05/11/92 KOIPE
				21/11/92 CEPSA
				19/12/92 CENTRAL-HISPANO

EMPRESAS COMPRADAS Y FECHAS DE PUBLICACION

1986	1987	1988	1989
14/01/86 VALDERRIBAS	11/02/87 TAB. FILIPINAS	19/02/88 KOIPE	14/01/89 FOCSA
15/10/86 Bco. CENTRAL	27/04/87 N.M.QUIJANO		14/01/89 Bco. ZARAGOZANO
04/12/86 PAPEL. ESPAÑOLA	25/07/87 Bco. PROGRESO		05/05/89 PETROMED
	31/07/87 EBRO		10/05/89 SEVILLANA
			27/06/89 ERCROS
			07/09/89 HIDROLA
			27/11/89 AZUCARERA ESPA.

1990	1991	1992
17/01/90 CATALANA DE GAS	08/01/91 EBRO-AGRICOLAS	13/02/92 Bco. GUIPUZCOANO
30/01/90 CARBUROS	23/04/91 AGUAS BARCELONA	26/06/92 CUBIERTAS
01/02/90 SANSON	06/08/91 IBERDROLA II	08/07/92 VALENCIANA CEM.
13/02/90 GESA	11/09/91 KOIPE	27/07/92 Bco. GUIPUZCOANO
13/03/90 FOCSA	03/10/91 VALLEHERMOSO	30/07/92 EBRO-AGRICOLAS
13/03/90 VALDERRIBAS		04/08/92 COFIR
06/04/90 CARBUROS		06/08/92 FOSFORERA
17/04/90 AZUCARERA ESPA.		26/09/92 IBERDROLA II
28/04/90 AZUCARERA ESPA.		29/09/92 INDU. DEL BESOS
02/05/90 EBRO-AGRICOLAS		03/10/92 HIDR. CANTABRICO
15/06/90 VALENCIANA CEM.		10/10/92 AMPER
11/08/90 MACOSA		16/10/92 EBRO-AGRICOLAS
07/09/90 SOTOGRANDE		23/10/92 TAFISA
04/12/90 CUBIERTAS		20/11/92 INDU. DEL BESOS
18/12/90 CUBIERTAS		26/11/92 DURO FELGUERA
		19/12/92 DURO FELGUERA
		01/12/92 ACERINOX
		16/12/92 Bco. PASTOR
		16/12/92 AGUAS BARCELONA

3.3 SELECCION DEL MODELO DE FORMACION DE PRECIOS.

Siguiendo los pasos adelantados anteriormente, cuando desarrollábamos la técnica del "event study", es necesario, previamente a la estimación del residuo anormal o extraordinario, seleccionar un modelo de formación de precios con el cual estimar adecuadamente la serie de rentabilidades "teóricas", "normales" o "esperadas" de cada título en los diferentes momentos del tiempo del horizonte de estudio.

Tal vez, el procedimiento más conocido y comúnmente utilizado, sea el denominado "modelo de mercado" que, como comentábamos al enunciar los diferentes procedimientos, en el apartado anterior, postula, como hipótesis, una relación lineal entre la rentabilidad del título y la rentabilidad del índice de mercado:

$$\tilde{R}_{it} = a_i + \beta_i \tilde{R}_{Mt} + \tilde{\epsilon}_{it} \quad [3.18]$$

donde: \tilde{R}_{it} , es el rendimiento del título i en el momento del tiempo t; \tilde{R}_{Mt} , es el rendimiento de la cartera de mercado en el mismo período de tiempo, a_i mide la rentabilidad del título que es independiente del mercado, β_i , también conocido como riesgo sistemático, indica la intensidad con la que las fluctuaciones del mercado afectan al título y,

por último, $\tilde{\epsilon}_{it}$ es un término de error con media nula y varianza constante y, siendo, además, independientes las perturbaciones aleatorias de los diferentes títulos, así como con el rendimiento del índice de mercado. Esto es:

$$\begin{aligned} E(\tilde{\epsilon}_i) &= 0 \\ \sigma(\tilde{\epsilon}_i, \tilde{\epsilon}_j) &= \sigma^2, \text{ si } i=j \\ \sigma(\tilde{\epsilon}_i, \tilde{\epsilon}_j) &= 0, \text{ si } i \neq j \\ \sigma(\tilde{\epsilon}_i, \tilde{R}_M) &= 0 \end{aligned}$$

Si tenemos en cuenta que el mercado premiará al inversor, única y exclusivamente, por el riesgo no diversificable o sistemático que soporte, solamente será representativa la contribución particular del título a la variabilidad de la cartera. En otras palabras, los individuos considerarán única y exclusivamente la parte del riesgo que no pueda ser eliminada a través de la diversificación. Esta parte de la variabilidad vendrá medida por la siguiente expresión:

$$\frac{\text{Cov}(\tilde{R}_i, \tilde{R}_M)}{\sigma(\tilde{R}_M)} \quad [3.19]$$

Una de las ventajas a destacar del modelo de mercado es que permite distinguir dos fuentes de riesgo en un activo financiero: una que se debe a sus propias características (riesgo no sistemático) y otra que se deriva del mercado (riesgo sistemático).

En efecto, si partimos de la relación principal

del modelo de mercado, relación [3.18], y aplicamos el operador de la varianza⁵⁶, se deduce la expresión [3.20], con lo que la varianza del título puede ser descompuesta, tal como acabamos de indicar, en dos partes claramente diferenciadas:

$$\begin{aligned}\sigma^2(\tilde{R}_{Mt}) &= E[\tilde{R}_{1t} - E(\tilde{R}_{1t})]^2 = \\ &= \beta_1^2 \sigma^2(\tilde{R}_{Mt}) + \sigma^2(\tilde{\epsilon}_{1t})\end{aligned}\quad [3.20]$$

El primer sumando, es el riesgo sistemático o no diversificable. Este riesgo no diversificable representa aquella parte de la variabilidad del título en la que sistemáticamente incurre el inversor cuando compra un título. Dicho de otra manera, el riesgo no diversificable de un título representa a aquella parte de la variabilidad del título que, con independencia del número de títulos que compongan la cartera o, con independencia, de la cartera que formemos con dicho título, no puede ser eliminada.

El segundo sumando de la varianza del rendimiento de un título, es la varianza de las perturbaciones aleatorias⁵⁷, conocida también como riesgo no sistemático o diversificable, ya que puede ser eliminado a través de la diversificación.

⁵⁶ Asimismo, debemos tener en cuenta que:

$$E(\tilde{R}_i) = a_i + \beta_i E(\tilde{R}_M)$$

⁵⁷ La perturbación aleatoria representa a un conjunto de variables, diferentes a la rentabilidad del mercado, que ayudan a explicar, exclusivamente, la rentabilidad del título i.

Así pues, el modelo que estimaremos vendrá dado por la siguiente relación:

$$R_{it} = a_i + \beta_i R_{Mt} + e_{it} \quad [3.21]$$

Por tanto, a partir de la serie de observaciones históricas sobre el par de valores, R_{it} y R_{Mt} , es posible obtener, para cada título, una estimación de los parámetros del modelo de mercado: \hat{a}_i y $\hat{\beta}_i$.

Para la estimación de dicho modelo es necesario tener información acerca de R_{Mt} . Sin embargo, y debido a la no observación de la verdadera cartera de mercado, es necesario utilizar algún sustituto, por este motivo mediremos la rentabilidad de la cartera de mercado a través de algún índice.

Ahora bien, antes de proceder a la estimación de los parámetros del modelo de mercado, es necesario afrontar y resolver dos problemas previos: el primero de ellos, reside en que la utilización de datos diarios conlleva aparejado la presencia de contratación asíncrona (COHEN, HAWAWINI, MAIER, SCHWARTZ y WHITCOMB (1983), DIMSON (1979), PEÑA (1992), RUBIO (1986), SCHOLES y WILLIAMS (1977), etc) y, más concretamente, el retraso en el proceso de ajuste de los precios provoca que el estimador del parámetro beta por mínimos cuadrados ordinarios sea sesgado e inconsistente.

Normalmente, si el precio no es una variable continuamente observable, sino que el activo se comercializa en momentos discretos del tiempo, con precios observados en algún punto que representa una transacción

ocurrida aleatoriamente antes del final del cierre de los mercados, esta discontinuidad introduce, en el modelo de mercado, un error en la medición de las variables.

Por ejemplo, y siguiendo a PEÑA (1992), si el cambio en el índice se produce en intervalos inferiores al día, y aceptamos la hipótesis que establece la relación [3.18] del modelo de mercado, ello supone implícitamente cambios en los precios de las acciones individuales. Sin embargo, habrá títulos que no se volverán a contratar en ese día e incorporarán dicha información con cierto retraso, en el día siguiente o cuando los inversores piensen que la información y los costes de transacción han sido suficientemente compensados. Por otra parte, el precio de cierre es el precio de la última transacción en el día de ese título y no necesariamente esta última observación deberá coincidir con el final del período de contratación, esto es, con el cierre de los mercados.

Para controlar el efecto de la contratación poco frecuente se pueden considerar varios métodos⁵⁸: COHEN, HAWAWINI, MAIER, SCHWARTZ y WHITCOMB (1983), DIMSON (1979) y SCHOLES y WILLIAMS (1977).

En el trabajo que presentamos hemos utilizado el método de Scholes y Williams (SW) el cual, dado un período de tiempo, requiere simplemente saber si se efectuó una transacción. Así, el rendimiento se calculará y utilizará solo si la transacción ocurrió en períodos de tiempo consecutivos⁵⁹. Esto es, cuando una empresa contrate en un

⁵⁸ Una visión general de estos puede verse en los trabajos ya citados de PEÑA (1992) y RUBIO (1986).

⁵⁹ Por lo tanto, la rentabilidad será calculada, como mencionábamos anteriormente al comentar la segunda base de datos utilizada, por diferencias logarítmicas entre dichas transacciones consecutivas.

determinado día y no contrate al día siguiente, dicha observación se perderá, es decir, las observaciones aisladas se ignoran.

Por lo que hace referencia a la rentabilidad de la cartera de mercado, el procedimiento SW utiliza como sustituto de dicha cartera la media aritmética simple de todos estos rendimientos observados⁶⁰.

Así pues, el sustituto del rendimiento de la cartera de mercado en un determinado día vendrá dado por un índice que representa la media aritmética simple de las rentabilidades de los 219 títulos que forman la base de datos y que disponen, además, de observación en ese mismo día y en el día anterior.

Con estos datos, los estimadores propuestos por el método SW de los parámetros de la expresión [3.21], a_i y β_i , vienen dados por las siguientes ecuaciones:

$$\hat{a}_i = \frac{1}{T-2} \sum_{t=2}^{T-1} R_{it}^o - \beta_i \frac{1}{T-2} \sum_{t=2}^{T-1} R_{Mt}^o \quad [3.22]$$

$$\beta_i = \frac{b_i^- + b_i + b_i^+}{1 + 2\rho_i} \quad [3.23]$$

⁶⁰ Aunque existan argumentos en favor de la utilización de una cartera de mercado elaborada ponderando los títulos por sus capitalización bursátil. Parece ser, véase PALACIOS, J. (1976): "The stock market in Spain", en "International Capital Markets", Elton-Grubel, North Holland, Asterdand, citado por BERGES, FANJUL y MARAVALL (1985) y BERGES (1984), que la utilización del índice simple, en vez del índice ponderado por los valores de mercado, aporta una mayor eficiencia en la estimación de los coeficientes del modelo de mercado.

donde T es el número de observaciones utilizadas en la estimación; R_{it}^o es el retorno "observado" del activo i en el momento t ; b_i^- , b_i y b_i^+ son respectivamente los coeficientes obtenidos en las regresiones de la rentabilidad "observada" del activo i con la rentabilidad "observada" de la cartera de mercado con un retraso de un día (R_{Mt-1}^o), de forma contemporánea, esto es, en el mismo momento (R_{Mt}^o) y con un adelanto de un día (R_{Mt+1}^o) y, por último, ρ_1 es la estimación del coeficiente de autocorrelación de primer orden del mercado.

Como ya hemos mencionado anteriormente, uno de los primeros pasos a plantearse en la técnica del suceso es encontrar alguna relación que nos permita estimar la rentabilidad "teórica" o "esperada" de un título en un momento dado ($E(R_{it})$). En nuestro caso particular, la relación que utilizaremos es la que proporciona el "modelo de mercado", por lo tanto, la estimación de $E(R_{it})$ vendrá dada por la siguiente expresión:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt} \quad [3.24]$$

donde $\hat{\alpha}_i$ y $\hat{\beta}_i$ son las estimaciones de los parámetros del modelo de mercado obtenidas en base a las relaciones [3.22] y [3.23].

Sin embargo, en este instante aparece el segundo problema al que hacíamos referencia anteriormente, cuales son los datos que no están influidos por la información y que nos van a permitir estimar de forma adecuada los parámetros del modelo de mercado.

Como analizábamos en el capítulo anterior, algunos trabajos: MANDELKER (1974), JOEHNK y NIELSEN (1974), HAUGEN y LANGETIEG (1975), CONN (1985) y, por último, DODD (1980), o bien estudian la sensibilidad del parámetro β_1 ante el suceso o comentan la sensibilidad de los resultados obtenidos con respecto al período elegido para estimar los parámetros del mencionado modelo de mercado.

Con la intención de detectar aquel período de tiempo que pudiera estar afectado por el suceso, esto es, por el anuncio de la operación, investigamos el posible impacto de dicha divulgación sobre los parámetros del modelo de mercado.

Este análisis de sensibilidad del coeficiente β_1 , fue realizado a dos niveles. En primer lugar, estudiamos, para el intervalo de tiempo que comprende los 40 días anteriores y posteriores a la divulgación de la información, la evolución en promedio del parámetro beta en cada una de las diferentes operaciones.

Para realizar estas estimaciones, $\hat{\beta}_{1,-40}$ a $\hat{\beta}_{1,+40}$, utilizamos una ventana móvil formada por las observaciones, es decir, índices de rentabilidad pertenecientes a los 20 días alrededor del momento en que nos encontremos. Esto es:

$$R_{1t} = a_{1t} + \beta_{1t} R_{Mt} + e_{1t} \quad [3.25]$$

$$\begin{aligned} t &= t_0 - 40 \text{ a } t_0 + 40 \\ t_0 & \text{ día del suceso} \\ z &= t - 20 \text{ a } t + 20 \end{aligned}$$

Los resultados obtenidos quedan reflejados en las Figuras 3.5 a 3.10. Si observamos estos gráficos puede deducirse, en principio, y en unos casos con más fiabilidad que en otros, en la existencia de comportamientos anormales alrededor de $t=0$, esto es, alrededor de la divulgación de la noticia.

FIGURA 3.5

EVOLUCION PROMEDIO DEL PARAMETRO B EN EMPRESAS COMPRADORAS
(40 días alrededor de la fecha suceso)

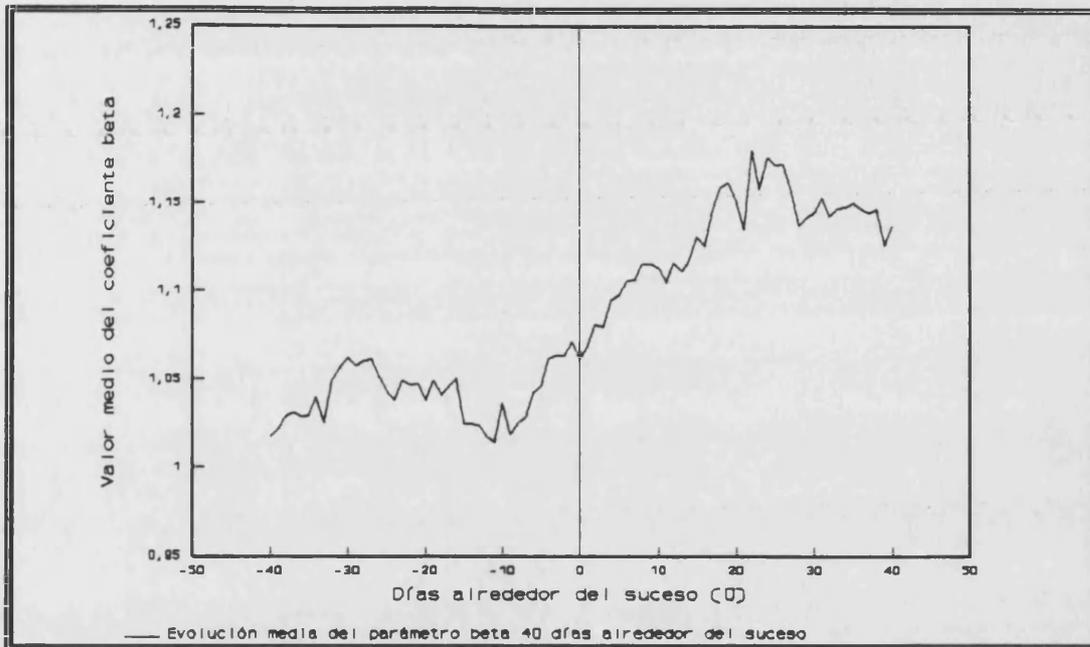


FIGURA 3.6

EVOLUCION PROMEDIO DEL PARAMETRO B EN EMPRESAS COMPRADAS
(40 días alrededor de la fecha suceso)

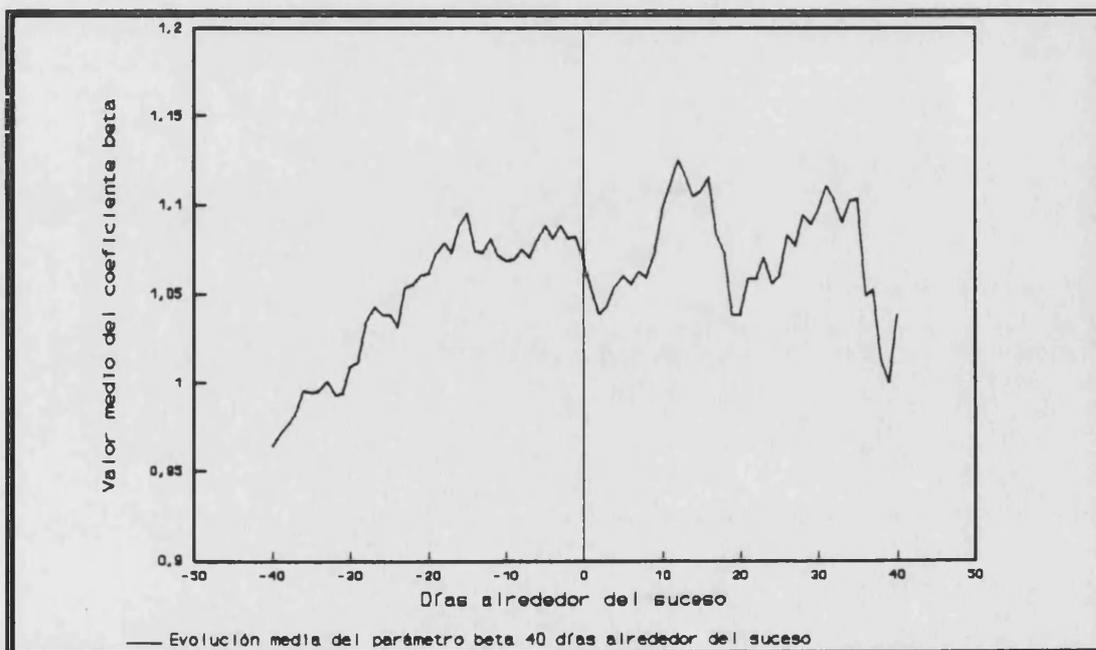


FIGURA 3.7

EVOLUCION PROMEDIO DEL PARAMETRO B EN EMPRESAS LANZADORAS
DE OPAS
(40 días alrededor de la fecha suceso)

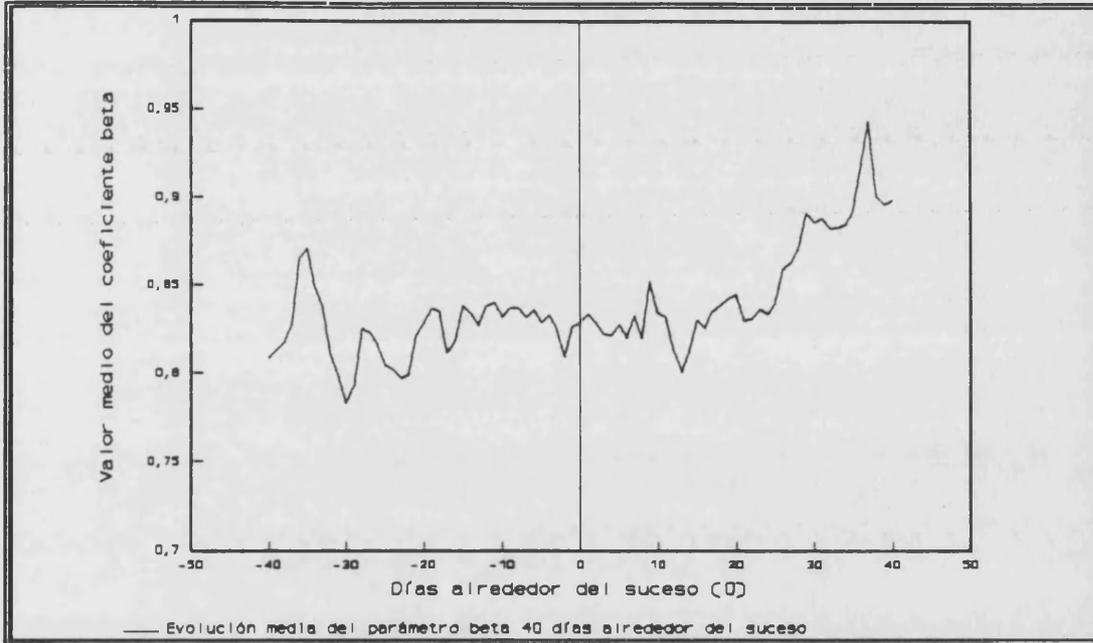


FIGURA 3.8

EVOLUCION PROMEDIO DEL PARAMETRO B EN EMPRESAS OBJETIVO
DE OPAS
(40 días alrededor de la fecha suceso)

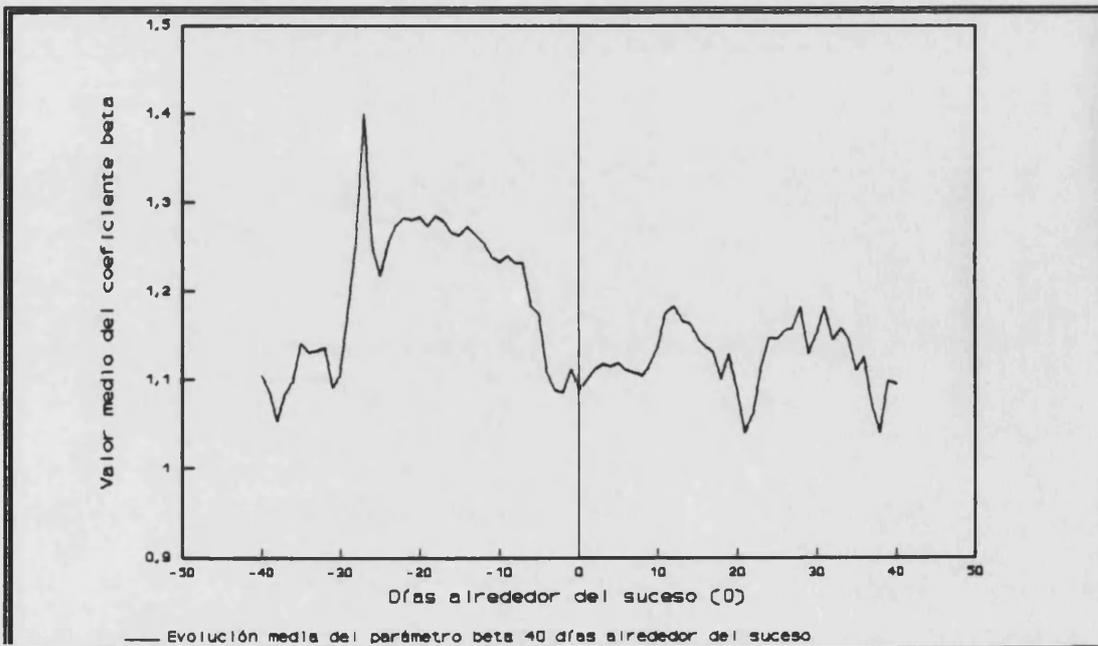


FIGURA 3.9

EVOLUCION PROMEDIO DEL PARAMETRO B EN EMPRESAS
ABSORBENTES
(40 días alrededor de la fecha suceso)

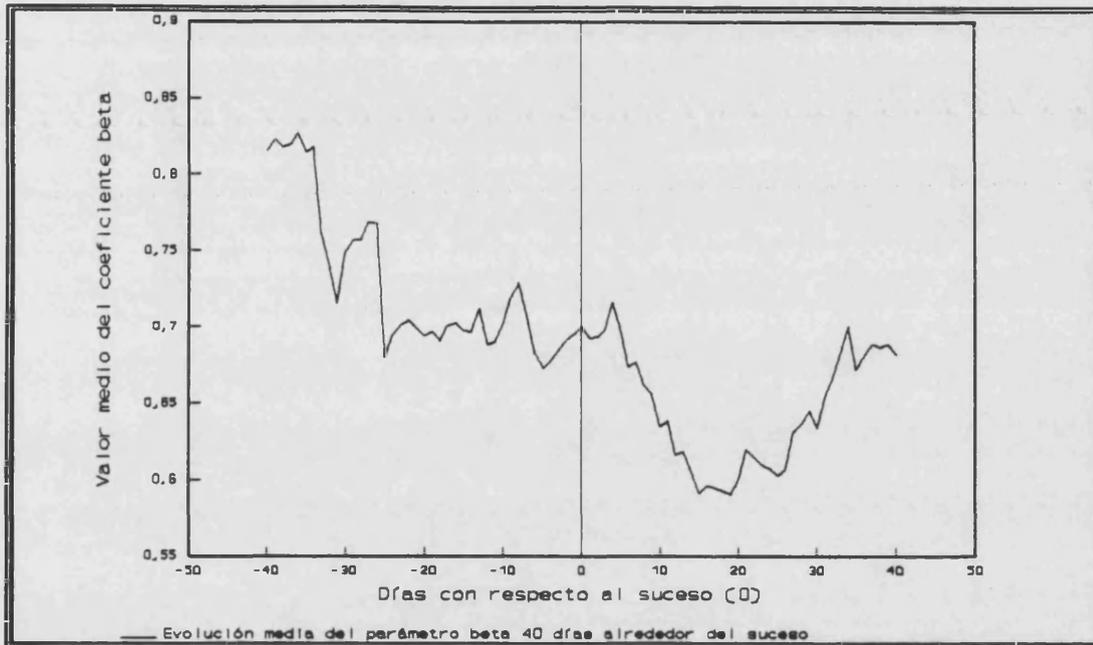
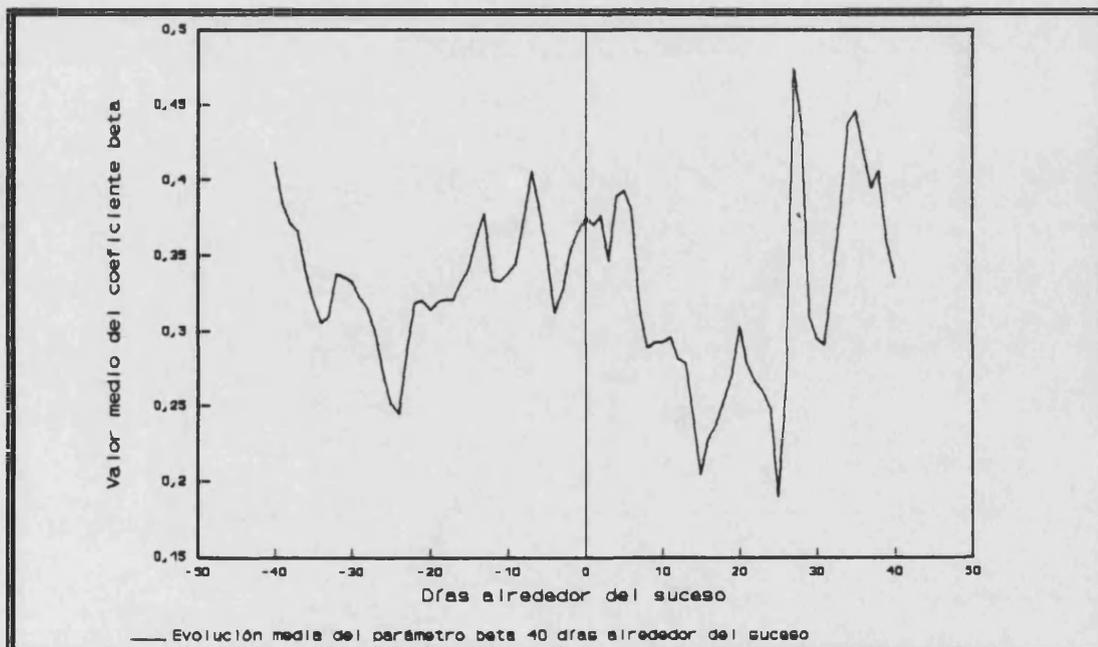


FIGURA 3.10

EVOLUCION PROMEDIO DEL PARAMETRO B EN EMPRESAS ABSORBIDAS
(40 días alrededor de la fecha suceso)



CUADRO 3.10

ESTIMACION PROMEDIO DE LOS PARAMETROS DEL MODELO DE MERCADO PARA LOS PERIODOS:
PRE-ANUNCIO, ANUNCIO Y POST-ANUNCIO, Y NUMERO DE EMPRESAS QUE SUFREN INCREMENTOS O DECREMENTOS EN LA ESTIMACION DEL PARAMETRO β

		PERIODOS	$\hat{\alpha}_i$ (a)	$\hat{\beta}_i$ (a)	Descensos ^(b)	Aumentos ^(b)
OPAs	LANZADORAS	Pre-anuncio	0,00045 (0,00200)	0,72627 (0,50505)		
		Anuncio	0,00151 (0,00388)	0,92969 (0,81205)	14 [0]	20 [1]
		Post-anuncio	0,00276 (0,01151)	0,93155 (0,71391)	15 [0]	19 [0]
	OBJETIVOS	Pre-anuncio	0,00033 (0,00301)	0,76941 (1,05716)		
		Anuncio	0,00316 (0,00514)	1,00293 (1,09091)	28 [0]	6 [4]
		Post-anuncio	0,00167 (0,00546)	0,97661 (0,90808)	32 [1]	2 [0]
ABSORCIONES	LANZADORAS	Pre-anuncio	0,00037 (0,00339)	0,81457 (0,61284)		
		Anuncio	-0,00072 (0,00278)	0,67818 (0,70928)	18 [0]	9 [1]
		Post-anuncio	-0,00079 (0,00266)	0,60974 (0,61422)	14 [0]	13 [0]
	OBJETIVOS	Pre-anuncio	0,00192 (0,00248)	0,44457 (0,55918)		
		Anuncio	0,00043 (0,00136)	0,31568 (0,82567)	5 [0]	6 [0]
		Post-anuncio	-3,3E-05 (0,00239)	0,25017 (0,64494)	7 [0]	4 [0]
COMPRAS	LANZADORAS	Pre-anuncio	-9,0E-05 (0,00218)	0,93235 (0,75215)		
		Anuncio	0,00012 (0,00264)	1,07240 (0,66815)	33 [0]	50 [2]
		Post-anuncio	0,00034 (0,00265)	1,14864 (0,76869)	39 [0]	44 [0]
	OBJETIVOS	Pre-anuncio	0,00075 (0,00348)	0,99752 (0,56745)		
		anuncio	0,00002 (0,00233)	1,08533 (0,70538)	34 [0]	20 [0]
		Post-anuncio	-4,9E-05 (0,00305)	1,17629 (0,77241)	26 [0]	28 [0]

(a) Desviación standard entre paréntesis

(b) Número de firmas con cambios significativos en β entre corchetes

Nota: para cada empresa, el t-estadístico fue calculado a través del cociente entre la diferencia de betas y el error standard estimado de esta diferencia. El error standard, que asumimos independiente entre periodos, se calculó como la raíz cuadrada de la suma de las variaciones de las betas estimadas para cada período.

En segundo término, a partir de la relación expuesta en [3.21], realizamos estimaciones separadas de a_i y β_i en cada uno de los tres períodos siguientes: (a) período pre-anuncio, intervalo de tiempo $[-91, -31]$ días anteriores al momento del anuncio, (b) período de anuncio que se extiende 30 días alrededor de la divulgación de la noticia, es decir, $[-30, 30]$ y (c) período post-anuncio, que comprende el intervalo de tiempo $[31, 91]$ días posteriores a la fecha de la divulgación.

El Cuadro 3.10 recoge, en función del intervalo de tiempo estudiado y el tipo de la operación realizada, el valor promedio de las estimaciones de los parámetros, a_i y β_i , tanto de las empresas lanzadoras de la oferta como de las empresas objetivo. Como se puede comprobar, los resultados no muestran grandes diferencias en los valores promedio de las estimaciones de los parámetros, aunque en caso de producirse algún cambio estadísticamente significativo, por norma general, es en el período de anuncio, esto es, en el intervalo de tiempo que abarca los 30 días alrededor de la divulgación del suceso.

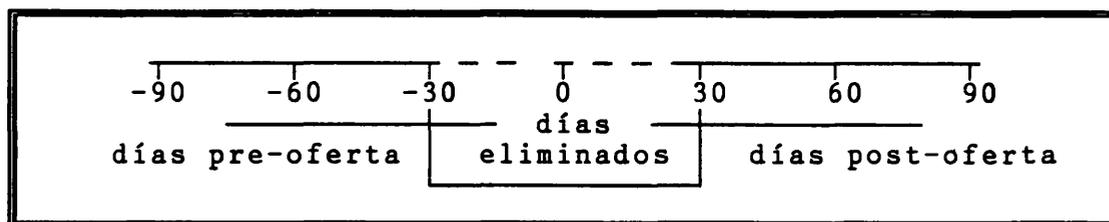
A la vista de estos resultados, y para obtener unos estimadores adecuados de los parámetros del modelo de mercado que posteriormente vayan a ser utilizados en la expresión [3.24], en el presente trabajo, nos inclinamos por el siguiente criterio: siendo t_0 el día en que aparece publicado un anuncio relativo a una operación del mercado de control de empresas, utilizar para la estimación de los parámetros del modelo de mercado para cada título, los 90 días anteriores y posteriores a la divulgación de la noticia, es decir, desde t_0-90 a t_0+90 .

La utilización de datos pre y post-oferta es debida a que se intenta tener en cuenta los posibles

cambios que se puedan poner de manifiesto en el riesgo no diversificable. Asimismo, con la intención de evitar datos que puedan resultar "contaminados" por el suceso, esto es, afectados por la información, fueron descartados: el mismo día del anuncio y los 30 días alrededores al mismo:

FIGURA 3.11

DIAS UTILIZADOS EN LA ESTIMACION DE LOS PARAMETROS:
DIAGRAMA TEMPORAL



Una vez introducidos los mecanismos con los cuales creemos que podemos afrontar y solventar satisfactoriamente las dos complicaciones a las que nos hemos referido anteriormente, a continuación procedimos a estimar, a través de los estimadores propuestos por Scholes y Williams, recogidos en las expresiones [3.22] y [3.23], los parámetros del modelo de mercado, el cual nos ofrecerá, para cada momento del horizonte temporal, una estimación adecuada del retorno esperado de un determinado título.

En las columnas de los Cuadros 3.11 al 3.16 se exponen las estimaciones obtenidas con la aplicación de este criterio para cada título, en función del tipo de operación en que se vio inmersa⁶¹ y teniendo en cuenta si lanzaba o recibía la oferta.

⁶¹ Con respecto al grupo formado por fusiones propiamente dichas, debemos recordar que fueron excluidas del estudio debido al reducido número que de estas operaciones se han dado en nuestro mercado.

CUADRO 3.11

PARAMETROS EN EMPRESAS ABSORBENTES

fecha	Título	$\hat{\alpha}_i$	$\hat{\beta}_i$
10/11/86	FECSA	-0.00287	0.536191
09/01/87	Bco. POPULAR	-0.00183	0.946778
07/07/87	Bco. VIZCAYA	-0.00100	0.710215
05/11/87	SABA	0.00305	0.784866
10/03/88	ASLAND CATAL.	-0.00181	1.033260
01/06/88	N.M.QUIJANO	-0.00590	1.815126
22/06/88	CROS	-0.00285	1.294512
21/07/88	IN.METROPOLI.	-0.00097	0.192675
17/11/88	EBRO	0.00096	0.163158
30/11/88	VALLEHERMOSO	-1.8E-05	1.607890
11/01/89	Bc. SANTANDER	0.00010	0.069924
21/06/89	CARTISA	0.00393	-0.396830
05/10/89	SOTOGRADE	0.00198	1.128682
27/04/90	MERCAPITAL	-0.00056	0.140504
07/01/91	ACEPROSA	0.00273	0.061398
16/01/91	HIDROLA	0.00027	0.873142
13/02/91	CATALANA GAS	0.00204	0.391570
01/03/91	URBIS	-0.00078	1.590607
20/05/91	Bco. CENTRAL	-0.00054	0.378436
27/06/91	Bco. EXTERIOR	0.00070	0.143951
30/07/91	UCEM	0.00118	0.216515
28/08/91	VALLEHERMOSO	-0.00124	1.435593
15/05/92	BANKINTER	0.00124	1.044129
28/05/92	UNIPAPEL	-0.00089	0.915362
31/07/92	Bco. HERRERO	-0.00096	0.236433
02/09/92	Cto. BALEAR	-0.00102	0.002604
12/09/92	IBERDROLA I	0.00265	0.946833

CUADRO 3.12

PARAMETROS EN EMPRESAS ABSORBIDAS

fecha	Título	$\hat{\alpha}_i$	$\hat{\beta}_i$
22/06/88	ERT	-0.00238	1.664313
22/07/88	URB. METROVA.	-0.00021	0.268377
22/07/88	INM. VASCO C.	-0.00027	0.234135
21/06/89	RENTISA	0.00456	0.039101
21/06/89	FINTISA	0.00359	0.266686
21/06/89	INVATISA	0.00337	-0.041880
21/06/89	PATRISA	0.00318	0.257007
11/07/89	INM. ALCAZAR	-0.00037	0.205838
20/05/91	Bco. HISPANO	-0.00023	0.732395
04/01/92	FOCSA	0.00062	0.656711
12/09/92	IBERDROLA II	0.00484	0.712720

CUADRO 3.13

PARAMETROS EN EMPRESAS LANZADORAS DE OPAs

fecha	Título	$\hat{\alpha}_i$	$\hat{\beta}_i$
11/03/86	Bco. VIZCAYA	0.00201	0.531407
04/07/86	Bco. SANTAND.	0.00045	0.709124
19/12/86	Bco. SANTAND.	0.00065	0.977198
06/04/87	CARBUIROS	0.00617	1.308804
29/02/88	BANESTO	-0.00159	0.712071
16/04/88	Bco. SANTAND.	0.00064	0.008112
16/06/88	CARBUIROS	0.00027	0.761715
17/09/88	URALITA	-8.2E-05	1.796046
04/04/89	FOSFORERA	0.00164	0.287401
27/06/89	MAPFRE	-0.00207	1.665647
12/04/90	ASLAND	-0.00134	1.241726
31/10/90	Bco. GUIPUZC.	0.00113	0.260942
08/11/90	CORP. BANESTO	0.00107	0.619745
14/11/90	DRAGADOS	-0.00045	0.907885
15/12/90	Bco. CENTRAL	-0.00035	0.316721
20/03/91	Bco. HISPANO	-0.00075	0.600986
23/03/91	ENDESA	0.00314	0.907267
31/05/91	IBERDURERO	0.00020	0.664107
10/06/91	BANESTO	-0.00110	1.167424
22/06/91	ENDESA	-0.00075	0.613116
31/07/91	CEPSA	0.00262	0.900867
31/07/91	REPSOL	0.00135	0.695146
31/07/91	PETROMED	0.00044	1.127581
27/09/91	ENDESA	0.00197	0.600036
18/01/92	ENDESA	0.00176	0.360610
18/01/92	FENOSA	0.00094	0.508987
08/04/92	TABACALERA	-0.00073	0.958377
27/05/92	VALDERRIBAS	0.00120	1.548112
19/06/92	BANESTO	-0.00014	1.184331
14/07/92	CORP. ALBA	0.00167	1.273521
03/09/92	FINANZAUTO	0.00496	-0.296510
09/09/92	TABACALERA	-0.00015	1.413520
09/09/92	KOIPE	0.00131	0.373597
19/11/92	Bco. GUIPUZC.	-0.00144	0.208479

CUADRO 3.14

PARAMETROS EN EMPRESAS OBJETIVO DE OPAs

fecha	Título	$\hat{\alpha}_i$	$\hat{\beta}_i$
29/02/88	CARTISA	0.00323	0.358696
29/02/88	FINTISA	0.00220	0.317252
29/02/88	INVATISA	0.00057	0.164510
29/02/88	PATRISA	0.00039	0.193082
29/02/88	RENTISA	0.00206	0.272537
17/03/88	EBRO	0.00184	0.567733
17/09/88	E.I.ARAGONES.	-0.00044	1.392726
17/03/89	BANCOTRANS	0.00088	-0.009580
21/03/90	CUBIERTAS	0.00160	2.639516
29/03/90	CUBIERTAS	0.00299	1.597103
12/04/90	ASLAND CATAL.	0.00053	2.752277
28/04/90	GAS MADRID	0.01005	2.044455
19/07/90	EUROBUILDING	0.00509	0.596880
27/10/90	CITROEN	0.01115	2.074262
08/11/90	CARBUROS	-0.00170	1.803799
17/11/90	CONTROL Y AP.	0.00089	0.476455
15/12/90	AZUCARERA	0.00161	1.090651
21/12/90	IB.MEI	0.00351	0.031346
23/03/91	VIESGO	-8.6E-05	-0.006650
31/05/91	HIDROLA	0.00124	0.701922
22/06/91	SEVILLANA	-0.00142	0.875497
01/07/91	UNION CERVEC.	-0.00074	0.681460
31/07/91	CAMPSA	0.00379	-0.193940
07/08/91	PETROMED	0.00098	1.141137
12/09/91	CEPSA	0.00076	0.506645
27/09/91	FECSA	-0.00043	0.966584
12/12/91	KANGUROS	0.00901	1.802482
18/12/91	HISPAMER	-1.9E-05	2.093925
18/01/92	SALTOS NANSA	-0.00496	-0.959990
06/04/92	T. FILIPINAS	0.00082	-3.502280
22/05/92	FINANZAUTO	0.00675	1.730838
19/06/92	SANSON	-0.00285	0.694241
14/07/92	Bco. PROGRESO	0.00029	0.145846
02/07/92	VALENCIANA C.	-0.00139	1.023557
28/07/92	SANSON	-0.00229	1.170192
24/09/92	EL ENCINAR	-0.00163	0.280671

CUADRO 3.15

PARAMETROS EN EMPRESAS OBJETIVO DE COMPRAS

fecha	Título	$\hat{\alpha}_i$	$\hat{\beta}_i$
14/01/86	VALDERRIBAS	0.00038	0.816794
15/10/86	Bco. CENTRAL	0.00209	0.475913
04/12/86	PAPELERA ES.	0.00039	1.564939
11/02/87	T. FILIPINAS	-0.00246	0.861399
27/04/87	N.M. QUIJANO	0.01202	0.389915
25/07/87	Bco. PROGRESO	0.01204	0.112252
31/07/87	EBRO	0.00836	0.978037
19/02/88	KOIKE	-0.00096	0.901509
14/01/89	FOCSA	0.00115	1.454132
14/01/89	B. ZARAGOZANO	0.00074	0.492499
05/05/89	PETROMED	-0.00025	1.532802
10/05/89	SEVILLANA	-0.00081	1.109560
27/06/89	ERCROS	-7.4E-05	1.355024
07/09/89	HIDROLA	-0.00067	1.160467
27/11/89	AZUCARERA ES.	-0.00016	1.402928
17/01/90	CATALANA GAS	-1.6E-05	1.462093
30/01/90	CARBUROS	-0.00118	1.557253
01/02/90	SANSON	0.00650	0.609572
13/02/90	GESA	-0.00073	1.005856
13/03/90	VALDERRIBAS	0.00042	1.301701
13/03/90	FOCSA	0.00033	0.891394
06/04/90	CARBUROS	-0.00227	0.930100
17/04/90	AZUCARERA ES.	-0.00191	1.336900
28/04/90	AZUCARERA ES.	-0.00083	1.557351
02/05/90	EBRO-AGRICO.	-0.00086	0.925374
15/06/90	VALENCIANA C.	-0.00108	0.385097
11/08/90	MACOSA	-0.00083	1.112537
07/09/90	SOTOGRADE	-0.00383	0.842110
04/12/90	CUBIERTAS	0.00178	1.121669
18/12/90	CUBIERTAS	0.00089	1.122925
08/01/91	EBRO-AGRICO.	0.00121	1.067696
23/04/91	AGUAS BARCE.	-0.00017	0.634615
06/08/91	IBERDROLA II	0.00027	0.566135
11/09/91	KOIKE	0.00062	0.594170
03/10/91	VALLEHERMOSO	-0.00065	1.150860
13/02/92	B. GUIPUZCOANO	0.00011	0.103338
26/06/92	CUBIERTAS	-0.00115	2.433887
08/07/92	VALENCIANA C.	-0.00137	1.152294

(sigue)

CUADRO 3.15
(continuación)

PARAMETROS EN EMPRESAS OBJETIVO DE COMPRAS

fecha	Título	$\hat{\alpha}_i$	$\hat{\beta}_i$
27/07/92	B.GUIPUZCOANO	0.00121	0.429193
30/07/92	EBRO-AGRICO.	-0.00045	2.271119
04/08/92	COFIR	0.00105	0.017678
06/08/92	FOSFORERA	-0.00278	0.848750
26/09/92	IBERDROLA II	0.00448	0.847247
29/09/92	IN.DEL BESOS	-0.00086	0.044000
03/10/92	H.CANTABRICO	0.00133	0.907741
10/10/92	AMPER	-0.00170	1.477663
16/10/92	EBRO-AGRICO.	0.00137	1.237497
23/10/92	TAFISA	0.00179	1.443558
20/11/92	IN. DEL BESOS	0.00048	0.232902
26/11/92	DURO FELG.	-0.00085	0.712581
01/12/92	ACERINOX	0.00168	0.750846
16/12/92	AGUAS BARCE.	-0.00097	1.687806
16/12/92	Bco. PASTOR	-0.00035	0.996458
19/12/92	DURO FELGUERA	0.00009	0.566998

CUADRO 3.16

PARAMETROS EN EMPRESAS COMPRADORAS

fecha	Título	$\hat{\alpha}_i$	$\hat{\beta}_i$
13/12/85	CEPSA	-0.00205	1.006408
26/12/85	CEPSA	-0.00018	0.944316
28/01/86	CRISTALERIA	-0.00063	1.249028
04/04/86	Bco. POPULAR	0.00069	1.224078
22/09/86	ERT	-0.00071	1.368672
28/11/86	URALITA	0.00055	1.400301
01/12/86	ERT	0.00145	1.319083
11/02/87	TABACALERA	-0.00069	0.889904
31/07/87	TABACALERA	0.00016	1.417004
30/10/87	TABACALERA	-0.00443	1.322891
10/02/88	ASLAND	0.00040	1.028108
09/03/88	URALITA	0.00186	1.387929
05/05/88	AGUAS BARCE.	0.00090	0.671565
24/05/88	CEPSA	-0.00154	0.887388
28/06/88	ARAGONESAS	-0.00016	1.002706
28/06/88	URALITA	0.00020	1.742853
28/09/88	TABACALERA	-0.00171	1.947107
03/11/88	UCEM	0.00329	1.227481
17/11/88	Bco. HISPANO	-0.00090	0.633497
24/11/88	ALBA	-0.00031	1.542863
26/11/88	AZUCARERA	0.00103	1.579270
16/12/88	TUDOR	0.00063	2.330721
26/12/88	TABACALERA	0.00300	0.646136
28/12/88	EBRO	0.00260	0.215267
25/01/89	EBRO	0.00265	0.184439
02/02/89	BBV	0.00031	0.363031
08/02/89	UNIASA	-3.9E-05	1.272577
22/03/89	EBRO	-0.00038	0.020050
22/05/89	CEPSA	-0.00106	1.313625
27/06/89	Bco. HISPANO	-0.00083	0.441536
14/07/89	ARAGONESAS	-0.00236	1.745307
09/09/89	ERCROS	-0.00158	1.948777
17/10/89	URALITA	-0.00021	1.252276
27/11/89	CENTRAL	-0.00114	0.366106
09/12/89	FOSFORERA	0.00170	1.294764
30/01/90	BANESTO	-0.00105	1.035051
01/02/90	BANESTO	-0.00063	1.002887
08/03/90	EBRO	0.00123	0.127723
28/04/90	CENTRAL	-0.00039	0.150821
02/05/90	Bco. HISPANO	-0.00254	0.724666
05/06/90	VISCOFAN	0.00074	1.318742

(sigue)

CUADRO 3.16
(continuación)

PARAMETROS EN EMPRESAS COMPRADORAS

fecha	Título	$\hat{\alpha}_i$	$\hat{\beta}_i$
08/06/90	Bco. PROGRESO	-0.00013	0.471404
12/06/90	Bco. HISPANO	-0.00151	0.889560
11/08/90	COFIR	-0.00308	0.580666
07/09/90	MACOSA	-0.00302	1.518609
22/09/90	TAFISA	-0.00226	0.936643
22/10/90	URBIS	-0.00242	1.974079
20/12/90	ASLAND	-0.00073	1.826940
22/12/90	FECSA	0.00069	0.761405
29/12/90	METROVACESA	0.00083	-0.177060
08/01/91	CENTRAL	-0.00048	0.382353
01/02/91	PAPELERA ES.	-0.00170	1.850604
12/03/91	Bco. HISPANO	-0.00069	0.580922
27/03/91	CEPSA	0.00019	1.232365
23/04/91	BBV	-0.00029	1.056849
25/04/91	FOSFORERA	-0.00378	1.415802
17/05/91	HUARTE	-0.00272	1.620094
06/08/91	BBV	-2.0E-05	1.107988
03/10/91	Bco. HISPANO	0.00049	0.313485
31/12/91	BANESTO	0.00015	1.658408
07/01/92	VALENCIANA C.	0.00009	0.874309
13/02/92	Bco. VITORIA	0.00132	0.534380
06/03/92	ACERINOX	0.00163	1.564700
11/03/92	CAMPOFRIO	-0.00118	1.406318
08/04/92	T. FILIPINAS	0.00472	-3.434120
30/04/92	OCISA	-0.00048	1.900849
03/06/92	SEVILLANA	-0.00101	0.857651
27/07/92	Bco. VITORIA	0.00084	0.180104
28/07/92	URALITA	0.00012	0.920172
30/07/92	TABACALERA	-0.00091	1.378717
04/08/92	BBV	0.00174	1.900732
07/08/92	BBV	0.00132	1.755381
08/08/92	CRISTALERIA	0.00035	1.715200
11/08/92	BANESTO	-0.00018	1.619571
26/09/92	BBV	0.00173	1.416725
03/10/92	FENOSA	0.00106	1.081449
10/10/92	EBRO-AGRICO.	0.00074	1.170013
14/10/92	Bco. EXTERIOR	0.00050	0.224278
16/10/92	TABACALERA	-0.00092	1.166101
30/10/92	B. ZARAGOZANO	0.00101	0.531125
05/11/92	KOIKE	0.00206	0.269394
21/11/92	CEPSA	0.00023	0.336644
19/12/92	CENTRAL-HIS.	0.00035	1.027093

BIBLIOGRAFIA DEL CAPITULO III

- ASQUITH, P., (1983), "Merger bids, uncertainty, and stockholder returns". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 51-83.
- ASQUITH, P., BURNER, F. y MULLINS, W., (1983), "The gains to bidding firms from merger". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 121-139.
- BERGES LOBERA, A. (1984), "El mercado español de capitales en un contexto internacional". Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid.
- BERGES, A., FANJUL y MARAVALL (1985), "Impacto bursátil de cambios en la regulación bancaria". Revista Española de Economía, nº 2. Págs. 49-71.
- BREALEY, R. y MYERS, S., (1988), "Fundamentos de financiación empresarial". McGraw-Hill. Madrid.
- COHEN, K.J., HAWAWINI, G.A., MAIER, S.F. SCHWARTZ, R.A. y WHITCOMB, D.K., (1983), "Friction in the trading process and the estimation of systematic risk". Journal of Financial Economics, nº 12. Págs. 263-278.
- CONN, R.L., (1985), "A re-examination of merger studies that use the capital asset pricing model methodology". Cambridge Journal of Economics, nº 9. Págs. 43-54.
- COPELAND, T.E. y WESTON, J.F., (1983), "Financial theory and corporate policy". Addison-Wesley publishing company.
- DIMSON, E., (1979), "Risk measurement when shares are subject to infrequent trading". Journal of Financial Economics, nº 7. Págs. 197-226.
- DODD, P., (1980), "Merger proposals, management discretion and stockholder wealth". Journal of Financial Economics. Junio. Págs. 105-137.
- FAIRLURN, J. y KAY, J., (1989), "Mergers and merger policy". Oxford University Press. Oxford.
- FERRANDO BOLADO, M., (1981), "Aplicaciones del modelo de equilibrio del mercado de capitales". Tesis doctoral no publicada. Universidad de Valencia.

- HAUGEN, R.A. y LANGETIEG, C.T., (1975), "An empirical test for synergism in merger". Journal of Finance, nº 4. Págs. 1003-1014.
- GARCIA MARTIN, C.J., (1991), "El CAPM en la Bolsa de Madrid (1980-89): equilibrio y estabilidad". Tesis de licenciatura no publicada. Universidad de Valencia.
- JAFFE, J.F., (1974), "Special information and insider trading". Journal of Business, nº 47. Págs. 365-384.
- JENSEN, C.M. y RUBACK, S.R., (1983), "The market for corporate control. The scientific evidence". Journal of Financial Economics, vol. XI. Págs. 5-56.
- JOEHNK, M.D. y NIELSEN, J.F., (1974), "The effects of conglomerate merger activity on systematic risk". Journal of Financial and Quantitative Analysis. Marzo. Págs. 215-225.
- MALATESTA, P.H., (1983), "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 155-181.
- MANDELKER, G., (1974), "Risk and return: the case of merging firms". Journal of Financial Economics, vol. I. Diciembre. Págs. 303-335.
- MARTINEZ SERRANO., J.A. y SANCHIS LLOPIS, A., (1990), "Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales". Economía Industrial, nº 272. Marzo-Abril. Págs. 125-135.
- PEÑA, J.I., (1992), "Contratación asincrónica, riesgo sistemático y contrastes de eficiencia". Cuadernos Económicos del ICE, nº 50. Págs. 81-89.
- , (1992b), "Sobre la relación entre los mercados bursátiles internacionales y la Bolsa de Madrid". Información Comercial Española, Abril, nº 704. Págs. 16-24
- RUBIO IRIGOYEN, G., (1986), "Los efectos de la contratación poco frecuente: tamaño y valoración". Boletín de Estudios Económicos, nº 128. Agosto. Págs. 369-383.

SCHOLES, M. y WILLIAMS, J., (1977), "Estimating betas from nonsynchronous data". Journal of Financial Economics, nº 5. Págs. 309-327.

SHARPE W., (1964), "Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk". Journal of Finance, nº 3. Septiembre. Págs. 425-442. Traducido en Investigación Comercial Española, nº 689. Enero. Págs 20-30.

SUAREZ SUAREZ, A.S., (1992), "Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa". Pirámide. Madrid.

CAPITULO IV

**"EL MERCADO ESPAÑOL DE CONTROL DE EMPRESAS
Y SUS EFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD DEL
ACCIONISTA:
RESULTADOS EMPIRICOS Y DISCUSIONES"**

En los epígrafes que componen este capítulo, abordaremos el objetivo final del trabajo, esto es, analizaremos la evolución promedio de las rentabilidades extraordinarias que obtienen los accionistas de empresas que participan, bien como lanzadoras, bien como objetivo, en el mercado de control de empresas.

Como ya hemos mencionado en el capítulo anterior, la metodología que utilizaremos para alcanzar el objetivo es la conocida como "event study". Esta técnica, partiendo de la hipótesis de mercado eficiente, acepta que, el mercado, automáticamente, descontará a través del precio de los títulos el suministro o aparición de una nueva noticia.

Asimismo, en el capítulo tercero, ya adelantamos que dicha metodología tiene un objetivo claro: determinar si los poseedores de los títulos perciben alguna rentabilidad extraordinaria y significativa por la divulgación de una determinada información.

La estimación del rendimiento extraordinario o anormal vendrá dada por la diferencia entre la rentabilidad realmente obtenida por un título en un momento dado, R_{it} , y la que hubiese esperado obtener en condiciones normales, esto es, si la información no hubiera aparecido,

rentabilidad que hemos venido denotando como $E(R_{it})$. Así pues, la rentabilidad anormal para cada empresa y en cada momento del tiempo, con referencia a la fecha de la divulgación, serán obtenidas a partir de la expresión [4.1].

$$e_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad [4.1]$$

De la expresión [4.1] se desprende el primer problema ya conocido, afrontado y resuelto en el capítulo tercero: el de cómo obtener una estimación adecuada del rendimiento esperado, es decir, $E(R_{it})$. En nuestro caso, esta estimación vendrá dada por la utilización del modelo de mercado de Sharpe, el cual mantiene como hipótesis básica la existencia de una relación lineal entre la rentabilidad del título y la rentabilidad del índice de mercado, es decir:

$$\tilde{R}_{it} = a_i + \beta_i \tilde{R}_{Mt} + \tilde{\epsilon}_{it} \quad [4.2]$$

Por otra parte, a partir de una serie de observaciones históricas sobre el par de valores, R_{it} y R_{Mt} , se puede obtener para cada título una estimación, más o menos correcta, de los parámetros del modelo de mercado, con las cuales, a continuación se está en condiciones de conocer cual hubiera sido la rentabilidad esperada de un título "i" en un determinado momento "t", esto es, $E(R_{it})$.

$$E(R_{it}) = \hat{a}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt} \quad [4.3]$$

Todos estas fases y su problemática han sido desarrolladas de forma más detallada en el capítulo anterior, en el cual, además, están recogidos, Cuadros 3.11 al 3.16, los valores obtenidos de las estimaciones de los parámetros del modelo de mercado, esto es, los valores de $\hat{\alpha}_i$ y $\hat{\beta}_i$, que serán utilizados para el cálculo del residuo extraordinario.

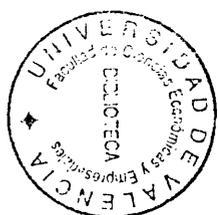
En este último capítulo, abordaremos las dos últimas etapas del objetivo del presente trabajo. La primera de ellas consiste en cuantificar el mencionado residuo anormal que, teniendo en cuenta las expresiones [4.1] y [4.3], puede quedar expresado a través de la relación [4.4].

$$e_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{Mt}) \quad [4.4]$$

En segundo lugar, una vez cuantificada la rentabilidad anormal, deberemos proceder a medir su significación estadística de la misma.

4.1 EFECTOS EN LAS EMPRESAS INVOLUCRADAS EN OPERACIONES DE OPAS.

El primer tipo de operaciones del mercado de control de empresas que vamos a analizar son las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Estas operaciones hacen referencia a ofertas lanzadas al público en general mediante las cuales una persona o grupo de personas físicas o jurídicas, hacen pública su intención de adquirir



acciones de una determinada firma, en unas determinadas condiciones y durante un período de tiempo determinado.

En los últimos años este tipo de operaciones ha pasado a ser una de las formas más ampliamente utilizadas para obtener el control de determinadas sociedades. Ahora bien, como ya se hizo mención en el anterior capítulo, de todas las operaciones localizadas, única y exclusivamente fueron seleccionadas, por cumplir determinados requisitos, 34 empresas lanzadoras de OPAs y 36 empresas que fueron el objetivo de alguna oferta de adquisición. En los Cuadros 3.1, 3.2, 3.6 y 3.7, del anterior capítulo, quedan recogidas las empresas involucradas y la fecha en que aparece publicada la noticia de la oferta de adquisición.

4.1.1 Empresas lanzadoras de OPAs.

Los resultados alcanzados en los 34 elementos que componen la muestra de empresas lanzadoras de OPAs, quedan recogidos en la Figura 4.1 y en el Cuadro 4.1, así como en la Figura 4.2 y en el Cuadro 4.2. Los datos que se recogen en estos cuadros y figuras reflejan la evolución día a día y acumulada de los residuos en dos intervalos de tiempo diferentes. Por un lado, en el Cuadro 4.1 se recogen los residuos promedio y acumulados, AR_t y $CAR_{-241,t}$, con referencia al momento de la divulgación del suceso, $t=0$, desde $t=-241$ a $t=101$. Por otra parte, en el Cuadro 4.2 se refleja la misma información, es decir, los AR_t y $CAR_{-60,t}$, desde $t=-60$ a $t=60$ días con respecto a $t=0$. Por último, en las Figuras 4.1 y 4.2 se representan de forma gráfica los $CAR_{-241,t}$ y $CAR_{-60,t}$ respectivamente.

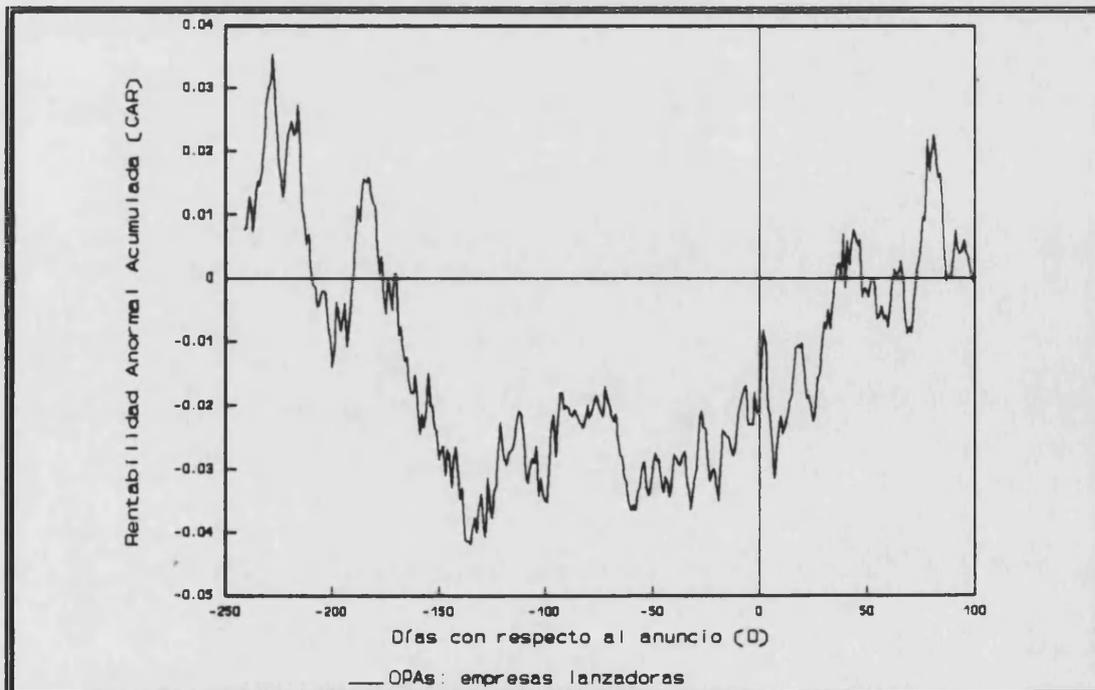
CUADRO 4.1

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-241,t}$ EN EMPRESAS LANZADORAS DE OPAS
 (desde $t=-241$ a $t=101$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-241	0,00764	0,00764	-15	-0,00031	-0,02498	20	0,00065	-0,01028
-240	0,00049	0,00814	-14	-0,00021	-0,02519	21	-0,00497	-0,01524
-239	0,00452	0,01267	-13	-0,00213	-0,02732	22	-0,00377	-0,01901
-233	0,00249	0,01701	-12	-0,00062	-0,02794	23	0,00052	-0,01849
-200	-0,00471	-0,01403	-11	0,00134	-0,0266	24	-0,00164	-0,02013
-199	0,00270	-0,01133	-10	0,00439	-0,0222	25	-0,0025	-0,02263
-171	0,00548	0,00053	-9	0,00212	-0,02007	26	0,00146	-0,02117
-170	-0,0001	0,00042	-8	0,00115	-0,01892	30	0,00445	-0,00702
-169	-0,00933	-0,00891	-7	0,00125	-0,01767	31	-0,00105	-0,00807
-142	0,00160	-0,02664	-6	0,00070	-0,01696	32	0,00304	-0,00502
-141	-0,00529	-0,03192	-5	-0,0062	-0,02316	39	0,00721	0,00689
-140	-0,0028	-0,03472	-4	0,00017	-0,02299	40	-0,00836	-0,00146
-135	-0,00047	-0,04186	-3	-0,00019	-0,02318	41	0,00723	0,00577
-134	0,00251	-0,03934	-2	0,00524	-0,01794	42	-0,00368	0,00209
-133	0,00156	-0,03777	-1	-0,00334	-0,02127	58	-0,00202	-0,00651
-132	-0,00233	-0,0401	0	0,00023	-0,02104	59	0,00053	-0,00598
-90	0,00053	-0,02013	1	0,00768	-0,01336	60	-0,00178	-0,00776
-89	-0,00036	-0,0205	2	0,00506	-0,0083	61	0,00353	-0,00423
-70	-0,00099	-0,02004	3	-0,00215	-0,01045	62	0,00368	-0,00054
-69	-0,00179	-0,02184	4	-0,00996	-0,02041	80	0,00249	0,01944
-68	-0,00081	-0,02265	5	-0,00132	-0,02173	81	0,00312	0,02256
-51	0,00152	-0,03268	6	-0,00501	-0,02674	82	-0,00359	0,01898
-50	0,00251	-0,03017	7	-0,00487	-0,03161	83	-0,0031	0,01587
-41	0,00225	-0,0322	8	0,00437	-0,02724	84	0,00043	0,01631
-40	0,00442	-0,02778	9	0,00351	-0,02372	85	-0,00505	0,01126
-33	-0,00127	-0,03332	10	0,00189	-0,02183	92	-0,00287	0,00446
-32	-0,00313	-0,03646	11	-0,00258	-0,02441	93	-0,00077	0,00369
-31	0,00380	-0,03265	12	0,00115	-0,02325	94	0,00059	0,00429
-30	0,00149	-0,03116	13	0,00150	-0,02174	95	0,00162	0,00592
-21	0,00023	-0,03003	14	0,00207	-0,01967	100	0,00153	0,00080
-20	-0,00269	-0,03272	15	0,00078	-0,01888	101	-0,00754	-0,00674

FIGURA 4.1

EVOLUCION DEL $CAR_{-241,101}$ EN EMPRESAS LANZADORAS DE OPAS



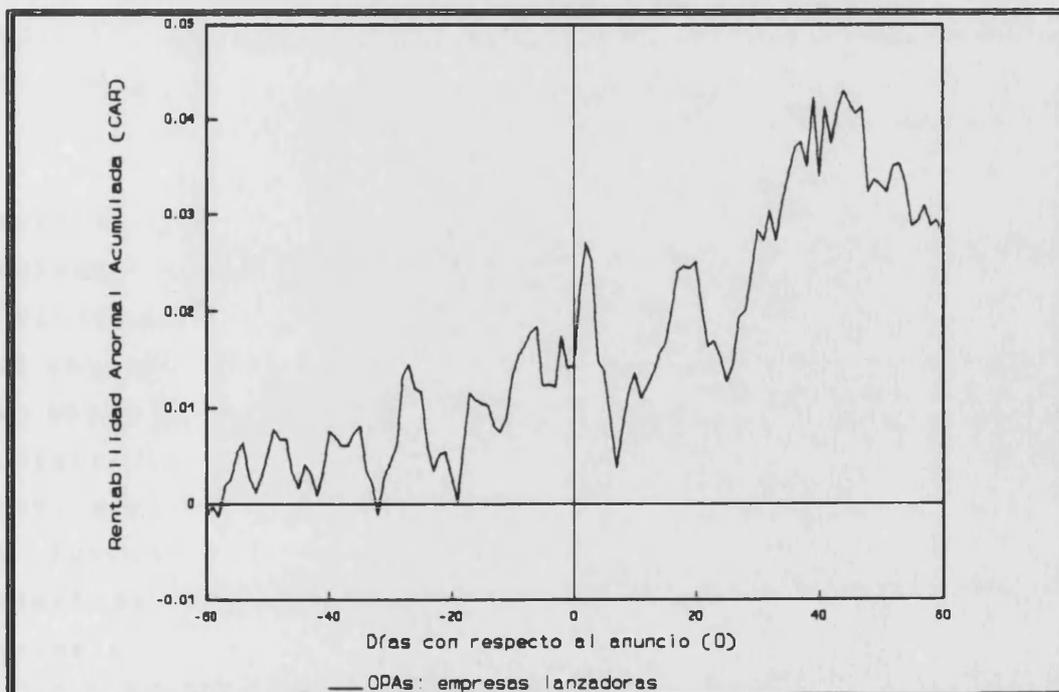
CUADRO 4.2

EVOLUCION DE LOS $AR_{t,t}$ Y $CAR_{-60,t}$ EMPRESAS LANZADORAS DE OPAS
(desde $t=-60$ a $t=60$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-60	-0,00116	-0,00116	-14	-0,00021	0,01018	16	0,00359	0,02009
-59	0,00079	-0,00037	-13	-0,00213	0,00804	17	0,00404	0,02413
-58	-0,00088	-0,00126	-12	-0,00062	0,00743	18	0,00052	0,02466
-55	0,00289	0,00542	-11	0,00134	0,00877	19	-0,00022	0,02444
-54	0,00092	0,00635	-10	0,00439	0,01317	20	0,00065	0,02509
-51	0,00152	0,00269	-9	0,00212	0,01529	21	-0,00497	0,02013
-50	0,00251	0,00520	-8	0,00115	0,01645	22	-0,00377	0,01635
-47	0,00005	0,00674	-7	0,00125	0,01770	23	0,00052	0,01687
-46	-0,00361	0,00313	-6	0,00070	0,01841	24	-0,00164	0,01524
-45	-0,00154	0,00159	-5	-0,00062	0,01221	30	0,00445	0,02835
-44	0,00251	0,00410	-4	0,00017	0,01238	31	-0,00105	0,02730
-41	0,00225	0,00317	-3	-0,00019	0,01219	32	0,00304	0,03035
-40	0,00442	0,00759	-2	0,00524	0,01743	33	-0,00307	0,02728
-35	0,00071	0,00806	-1	-0,00334	0,01410	34	0,00377	0,03105
-34	-0,00474	0,00332	0	0,00023	0,01433	35	0,00303	0,03409
-33	-0,00127	0,00205	1	0,00768	0,02201	36	0,00287	0,03696
-32	-0,00313	-0,00108	2	0,00506	0,02707	39	0,00721	0,04227
-31	0,00380	0,00272	3	-0,00215	0,02492	40	-0,00836	0,03391
-30	0,00149	0,00421	4	-0,00996	0,01496	41	0,00723	0,04114
-27	0,00131	0,01449	5	-0,00132	0,01364	44	0,00185	0,04292
-26	-0,00259	0,01191	6	-0,00501	0,00863	45	-0,00137	0,04155
-25	-0,00027	0,01164	7	-0,00487	0,00376	46	-0,00103	0,04052
-24	-0,00553	0,00611	8	0,00437	0,00813	47	0,00077	0,04129
-23	-0,00266	0,00345	9	0,00351	0,01164	50	-0,00055	0,03305
-20	-0,00269	0,00265	10	0,00189	0,01354	51	-0,00077	0,03228
-19	-0,00228	0,00037	11	-0,00258	0,01096	54	-0,00195	0,03332
-18	0,00609	0,00646	12	0,00115	0,01212	55	-0,00453	0,02879
-17	0,00498	0,01145	13	0,00150	0,01363	58	-0,00202	0,02885
-16	-0,00075	0,01070	14	0,00207	0,01570	59	0,00053	0,02939
-15	-0,00031	0,01039	15	0,00078	0,01649	60	-0,00178	0,02761

FIGURA 4.2

EVOLUCION DEL $CAR_{-60,+60}$ EN EMPRESAS LANZADORAS DE OPAS



CUADRO 4.3

DIFERENTES $CAR_{t,L}$ Y SU SIGNIFICACION ESTADISTICA
(empresas lanzadoras de OPAs)

Período	CAR	t-valor
[-60,0]	0,01433	1,10410
[-15,0]	0,00362	0,37960
[-1,1]	0,00457	0,59153
[-1]	-0,00334	-1,42797
[0]	0,00023	0,26353
[1]	0,00768	2,71607
[0,15]	0,00239	0,47456
[0,60]	0,01351	1,42580

A la vista de los cuadros y figuras a los que nos hemos referido anteriormente, así como de la observación del Cuadro 4.3 que recoge el retorno acumulado promedio en diferentes períodos alrededor de la fecha del suceso, $t=0$, y la significación estadística de dichos valores, parece como si los participantes del mercado no anticipasen adecuadamente la información.

Efectivamente, si tenemos en cuenta que estas empresas poseen, por término medio y en los inicios del período considerado, retornos anormales acumulados positivos, los cuales, conforme se va aproximando la fecha del anuncio se reducen significativamente y si consideramos que estos cambios anormales, más concretamente las pérdidas extraordinarias que se presentan alrededor de los 170 días previos al suceso, fueron anticipados como consecuencia de la futura oferta, es difícil imaginar la causa del beneficio extraordinario y significativo que se obtiene posteriormente a la divulgación del suceso.

En la Figura 4.1, como hemos indicado anteriormente, podemos observar que durante el período comprendido entre 170 días y 134 días antes del anuncio, es decir, en el intervalo de tiempo $[-170, -134]$, dichas empresas ofrecen en promedio residuos anormales acumulados negativos (-3,893 por cien) y significativos ($t=-2,46045$).

Ahora bien, debido a la amplitud del horizonte temporal considerado, creemos que estos movimientos reflejan, más que la anticipación de la oferta, una o ambas de las siguientes circunstancias que comentamos a continuación.

En primer lugar, puede que alrededor de estos días estas firmas hayan adquirido, de las firmas objetivo, un porcentaje de control inferior a los límites establecidos para la presentación de la correspondiente oferta pública, esta circunstancia no solo provocaría⁶², por término medio, un descenso anormal en la rentabilidad de las empresas lanzadoras, además, esta demanda de títulos provocaría, en las empresas objetivo, una elevación en los precios y, lógicamente, afectaría positivamente a la obtención de rendimientos extraordinarios positivos y, en segundo lugar, este comportamiento

Y, en segundo lugar, este comportamiento anormal negativo y significativo sea, única y exclusivamente, el efecto de un factor exógeno ajeno a la propia operación. Si tenemos en cuenta que de las 34 empresas lanzadoras de OPAs analizadas, 24 se presentan, generalmente, en la segunda mitad de los años 1990, 1991 y 1992, es posible que esta caída promedio anormal en la rentabilidad refleje fenómenos

⁶² Esta hipótesis es mantenida en base al resultado que encontramos y que analizaremos posteriormente, al estudiar las empresas involucradas en procesos de adquisición.

como: la crisis del golfo (2/Agosto/1990), golpe de estado en Rusia (19/Agosto/1991), el no danés al tratado de Maastricht (2/Junio/1992) y, entre otros, la primera y la segunda devaluación de la peseta (17/Septiembre/1992 y 22/Noviembre/92).

Sobrepasado este período, $[-170, -134]$, los residuos, aunque carentes de significación, son positivos y debemos esperar al día posterior al anuncio para obtener un residuo promedio positivo y significativo, $AR_1=0,7682$ por cien ($t=2,716072$).

Así pues, al objeto de obtener algún tipo de conclusión propia de la operación de OPA y, más concretamente, su incidencia en el comportamiento de la variable rentabilidad de las empresas lanzadoras, centramos nuestro análisis en los 60 días alrededor de la divulgación del suceso⁶³, Figura 4.2 y Cuadro 4.3.

Como ya hemos indicado, en momentos previos al suceso no encontramos ningún comportamiento anormal significativo, y debemos esperar al día posterior de la divulgación para encontrar un residuo promedio anormal y significativo.

Una posible explicación a este hallazgo podría ser que el mercado necesita más información para valorar la OPA, necesita algún tiempo luego del anuncio para conocer, por ejemplo, la predisposición del accionista poseedor de los títulos objetivo, la actuación de los competidores que puedan intervenir en la operación mediante la presentación

⁶³ Por norma general este será el período sobre el cual haremos una mayor incidencia, no solo porque en intervalos de tiempo largos pueden aparecer sucesos ajenos a la operación analizada, además, si el mercado de capitales es eficiente, la información será valorada y reflejada en los precios en un corto espacio de tiempo.

de ofertas competidoras que obliguen a mejorar la oferta, etc.

El mercado parece considerar inicialmente estas posibles circunstancias y el que se deberá ofrecer una prima, un sobrepago por los títulos y, posteriormente al anuncio, cuando se desvela el éxito de la oferta, valorará y descontará, en el precio de los títulos afectados, las expectativas innatas a la propia operación⁶⁴.

Esta idea parece confirmarse si observamos la Figura 4.2 y la significación estadística obtenida en el Cuadro 4.3. En base a estos resultados, podemos hacer dos puntualizaciones. En primer lugar, aunque en el período pre-anuncio y conforme se aproxima la fecha del suceso, el mercado parece anticipar algún acontecimiento, en momentos anteriores al anuncio no existe ningún comportamiento anormal significativo, por ejemplo, $CAR_{-20,0}=0,8987$ por cien ($t=0,748197$) y $CAR_{-15,0}=0,362$ por cien ($t=0,37960$). En segundo lugar, aunque el día posterior al anuncio, $t=1$, el accionista reciba un rendimiento extraordinario positivo y significativo, 7,682 por cien ($t=2,716072$), éste se desvanece de forma significativa en los 6 ó 7 días siguientes, en concreto $CAR_{2,7}=-1,825$ por cien ($t=-2,89360$).

Una vez divulgada la información del suceso, debemos esperar unos 30 días si queremos observar un incremento real en la rentabilidad anormal. Puede que sea en este momento cuando se elimine toda la incertidumbre de la operación.

⁶⁴ Debemos tener en cuenta que todas las operaciones estudiadas tuvieron un resultado positivo y, exceptuando algunos casos particulares, no aparecieron ofertas competidoras.

Continuando con esta última idea, destaca el incremento que en el rendimiento anormal experimentan dichas empresas pasados unos 25 días del anuncio de la operación. Así, uno de los resultados obtenidos es que el residuo anormal acumulado promedio en el período de tiempo que comprende los días [26, 30] fue de 2,9532 por cien y el valor del t-estadístico que permite medir su significación, se elevó al 3,050035. Como ya hemos mencionado, puede que esto sea la respuesta a la confirmación del éxito de la OPA. Este comentario puede reforzarse si tenemos en cuenta que el período de aceptación ha sido, en la mayoría de los casos y salvo excepciones muy concretas, de un mes.

4.1.2 Empresas objetivo de OPAs.

Dentro de este grupo, como ya comentamos en el anterior capítulo, fueron analizadas un total de 36 empresas que, durante el período de tiempo estudiado Enero/85 a Marzo/93, fueron el objetivo de una Oferta Pública de Adquisición de Valores (OPAs). La relación detallada de las mismas se recoge en el Cuadro 3.7 del capítulo tercero.

Al igual que en el caso anterior, el interés se centró en analizar la evolución promedio día a día y acumulada de los residuos en fechas alrededor a la divulgación del suceso. Estos residuos, obtenidos a partir de la expresión [4.1], y las estimaciones utilizadas de los parámetros del modelo de mercado son las que se recogen en el Cuadro 3.14 del capítulo anterior.

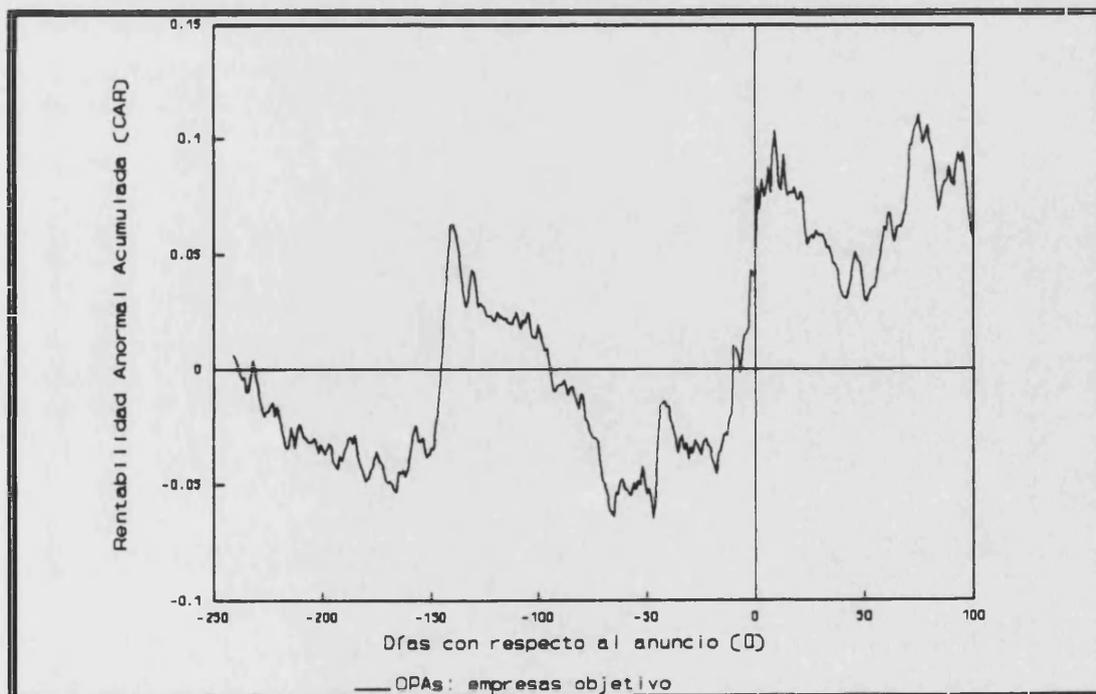
CUADRO 4.4

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-241,t}$ EN EMPRESAS OBJETIVO DE OPAS
(desde $t=-241$ a $t=101$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-241	0,00587	0,00587	-15	0,00631	-0,02909	20	-0,0003	0,07345
-240	-0,00177	0,00410	-14	0,00090	-0,02819	21	0,00327	0,07673
-239	-0,0021	0,00200	-13	-0,00061	-0,02879	22	-0,00288	0,07385
-233	0,00716	-0,0025	-12	0,00844	-0,02035	23	-0,01463	0,05922
-200	-0,00234	-0,03524	-11	0,00039	-0,01996	24	-0,00546	0,05377
-199	-0,0017	-0,03695	-10	0,02978	0,00981	25	0,00264	0,05641
-171	-0,00513	-0,04837	-9	-0,00133	0,00848	26	0,00163	0,05805
-170	-0,00088	-0,04925	-8	-0,00211	0,00637	30	0,00012	0,05821
-169	0,00064	-0,0486	-7	-0,00793	-0,00155	31	-0,00024	0,05797
-142	0,01591	0,05118	-6	0,00877	0,00722	32	-0,00223	0,05574
-141	0,01127	0,06246	-5	0,00737	0,01459	39	-0,00693	0,03504
-140	0,00003	0,06250	-4	0,00095	0,01554	40	-0,00257	0,03248
-135	-0,00795	0,03267	-3	0,00210	0,01765	41	-0,00197	0,03051
-134	-0,00587	0,02679	-2	0,02538	0,04303	42	0,00021	0,03072
-133	0,00161	0,02840	-1	-0,00175	0,04128	58	0,00667	0,05499
-132	0,00745	0,03586	0	-0,00012	0,04116	59	0,00652	0,06151
-90	0,00058	-0,0071	1	0,03738	0,07854	60	-0,00125	0,06026
-89	0,00023	-0,00687	2	-0,00897	0,06957	61	0,0072	0,06746
-70	-0,00749	-0,04884	3	0,01271	0,08228	62	-0,00024	0,06723
-69	-0,00197	-0,05082	4	-0,00722	0,07506	80	-0,00662	0,09882
-68	-0,00335	-0,05416	5	0,00371	0,07877	81	-0,00362	0,09520
-51	-0,00526	-0,04783	6	0,00863	0,08741	82	-0,00755	0,08765
-50	-0,00657	-0,0544	7	-0,01053	0,07688	83	-0,00952	0,07812
-41	-0,00237	-0,01633	8	0,01799	0,09487	84	-0,00959	0,06853
-40	1,7E-06	-0,01633	9	0,00816	0,10304	85	0,00546	0,07400
-33	-0,00575	-0,03516	10	-0,01137	0,09167	92	0,00857	0,08812
-32	0,00255	-0,0326	11	-0,0125	0,07917	93	0,00554	0,09366
-31	-0,00656	-0,03916	12	-0,00136	0,07781	94	-0,00391	0,08975
-30	0,00507	-0,03409	13	0,01504	0,09286	95	0,00407	0,09383
-21	-0,00123	-0,03416	14	-0,01452	0,07833	100	-0,00236	0,05662
-20	-0,00607	-0,04023	15	-0,00306	0,07527	101	0,02523	0,08186

FIGURA 4.3

EVOLUCION DEL $CAR_{-241, 101}$ EN EMPRESAS OBJETIVO DE OPAS



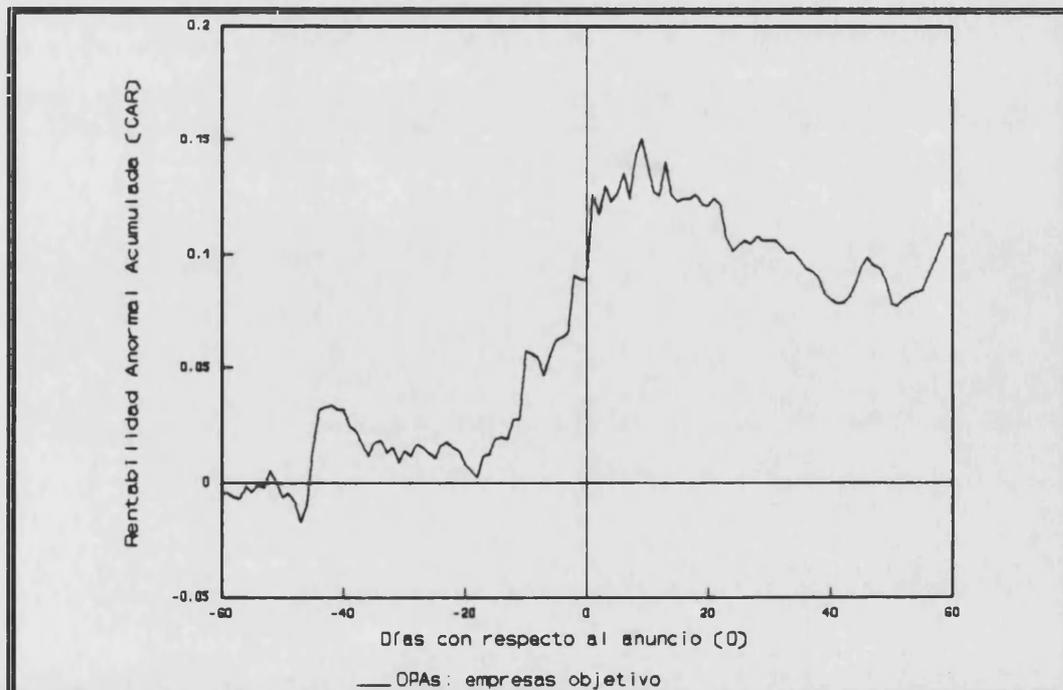
CUADRO 4.5

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-60,t}$ EMPRESAS OBJETIVO DE OPAS
 (desde $t=-60$ a $t=60$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-60	-0,00454	-0,00454	-14	0,00090	0,01949	16	0,00149	0,12444
-59	-9,0E-05	-0,00463	-13	-0,00061	0,01888	17	-0,00023	0,12421
-58	-0,00183	-0,00647	-12	0,00844	0,02733	18	0,00199	0,12620
-55	-0,00229	-0,00447	-11	0,00039	0,02772	19	-0,00477	0,12143
-54	0,00314	-0,00132	-10	0,02978	0,05750	20	-0,00003	0,12114
-51	-0,00526	-0,00015	-9	-0,00133	0,05616	21	0,00327	0,12441
-50	-0,00657	-0,00671	-8	-0,00211	0,05405	22	-0,00288	0,12153
-47	-0,00855	-0,01718	-7	-0,00793	0,04613	23	-0,01463	0,10690
-46	0,00620	-0,01097	-6	0,00877	0,05490	24	-0,00546	0,10145
-45	0,02568	0,01471	-5	0,00737	0,06227	30	0,00012	0,10589
-44	0,01669	0,03141	-4	0,00095	0,06323	31	-0,00024	0,10565
-41	-0,00237	0,03135	-3	0,00210	0,06533	32	-0,00223	0,10342
-40	1,7E-06	0,03135	-2	0,02538	0,09071	33	-0,00305	0,10037
-35	0,00543	0,01668	-1	-0,00175	0,08896	34	0,00038	0,10075
-34	0,00159	0,01827	0	-0,00012	0,08884	35	-0,00327	0,09748
-33	-0,00575	0,01252	1	0,03738	0,12622	36	-0,00394	0,09354
-32	0,00255	0,01508	2	-0,00897	0,11725	39	-0,00693	0,08273
-31	-0,00656	0,00852	3	0,01271	0,12996	40	-0,00257	0,08016
-30	0,00507	0,01359	4	-0,00722	0,12274	41	-0,00197	0,07819
-27	-0,00154	0,01490	5	0,00371	0,12646	44	0,00608	0,08698
-26	-0,00229	0,01260	6	0,00863	0,13509	45	0,00718	0,09417
-25	-0,0022	0,01040	7	-0,01053	0,12456	46	0,00420	0,09837
-24	0,00541	0,01581	8	0,01799	0,14256	47	-0,00367	0,09470
-23	0,00134	0,01715	9	0,00816	0,15072	50	-0,01006	0,07782
-20	-0,00607	0,00745	10	-0,01137	0,13935	51	-0,00066	0,07716
-19	-0,00244	0,00501	11	-0,0125	0,12685	54	0,00125	0,08322
-18	-0,00313	0,00188	12	-0,00136	0,12549	55	0,00047	0,08370
-17	0,00950	0,01139	13	0,01504	0,14054	58	0,00667	0,10267
-16	0,00088	0,01227	14	-0,01452	0,12602	59	0,00652	0,10919
-15	0,00631	0,01859	15	-0,00306	0,12295	60	-0,00125	0,10794

FIGURA 4.4

EVOLUCION DEL $CAR_{-60,+60}$ EN EMPRESAS OBJETIVO DE OPAS



CUADRO 4.6

DIFERENTES $CAR_{k,L}$ Y SU SIGNIFICACION ESTADISTICA
(empresas objetivo de OPAs)

Período	CAR	t-valor
[-60,0]	0,08884	3,0573
[-15,0]	0,07656	3,9466
[-1,1]	0,03551	2,5374
[-1]	-0,00175	-0,6138
[0]	-0,00012	-0,2076
[1]	0,03738	4,9029
[0,15]	0,03399	0,8057
[0,60]	0,01898	1,8083

Los AR_t y $CAR_{k,t}$ se muestran, en las Figuras 4.3 y 4.4 y en los Cuadros 4.4 y 4.5, como en el caso anterior, estos datos representan la evolución diaria y acumulada por término medio de los retornos anormales. Conjuntamente con estos datos, el Cuadro 4.6, recoge el valor promedio del residuo acumulado para algunos intervalos de tiempo, con respecto a la fecha del suceso, así como la significación estadística de dichos valores.

Observando los resultados obtenidos para este grupo de empresas, y al contrario que en el grupo de empresas lanzadoras de ofertas públicas de adquisición, el efecto sí parece anticiparse en los días anteriores al anuncio, es más, esta anticipación es casi perfecta.

En efecto, en el Cuadro 4.6 y Figura 4.4, podemos observar que en el período de tiempo que comprende los 15 días anteriores al anuncio, [-15, 0], el accionista recibe por término medio un residuo anormal acumulado altamente significativo (7,6564 por cien ($t=3,946676$)), que se

incrementa en el día inmediatamente posterior a la publicación de la operación, esto es en $t=1$ (3,7386 por cien ($t=4,902975$)) y, lo que es más importante, dichas ganancias anormales no se desvanecen posteriormente con la existencia de una posible secuencia de retornos anormales negativos.

A la vista de los resultados hallados, podemos decir que estas operaciones son interesantes para el accionista de la empresa objetivo, que espera que la empresa lanzadora de la oferta ofrezca teóricamente un precio superior al de mercado por los títulos, precio o condiciones que serán más atractivas en caso de que aparecieran ofertas competidoras. O lo que es lo mismo, el accionista anticipa que, en el peor de los casos, podrá vender sus títulos a un precio superior al del mercado.

Un resultado, quizás sorprendente, que hemos obtenido tanto en el grupo de empresas lanzadoras de OPAs como en el grupo de empresas a las que va dirigida la oferta, es la existencia de un residuo extraordinario elevado y significativo en el día posterior a la divulgación del suceso.

Si consideramos que la información se extiende en el mercado, y por lo tanto, que está a disposición de los participantes entre $t=-1$ y $t=0$, en principio parece difícil explicar el retraso en la valoración de dicha noticia.

Ahora bien, teniendo en cuenta la legislación vigente, este resultado no solo es justificable, sino que además refuerza la idea de eficiencia del mercado. Efectivamente, si hacemos uso del Real Decreto 1197/1991 de 26 de julio sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y, más concretamente, su artículo

13, sobre la suspensión de la negociación de los valores, observamos que una vez que la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) ha recibido la solicitud de autorización por quien pretenda realizar una OPA, ésta acordará la suspensión cautelar de la negociación bursátil de los valores afectados por la oferta. Asimismo, en el punto cuarto del citado artículo, se establece que la suspensión cautelar quedará sin efecto al día siguiente de la publicación de cualquiera de los anuncios de la oferta pública a que se refiere el artículo 18 del mencionado Real Decreto.

De este modo, la incorporación de la valoración de la información en el precio de los títulos se efectuará, como así se desprende de nuestro estudio, en el día posterior al de la difusión de la información, esto es en $t=1$.

Otra circunstancia a tener en cuenta, y que se desprende de la observación de la Figura 4.3, es como, previamente al anuncio, existen unos comportamientos anormales positivos importantes, comportamientos que pueden ser debidos a que, en algún momento anterior a la divulgación de la operación, la empresa lanzadora de la OPA desea alcanzar un porcentaje importante de la objetivo, en concreto, el límite máximo permitido, con lo cual tales compras desencadenarán una elevación del precio y, por tanto, una elevación en la rentabilidad del accionista objetivo en los días previos al anuncio.

También, destacamos el que las empresas objetivo de las ofertas públicas poseen, para períodos de tiempo anteriores a la divulgación del suceso, ver Figura 4.3, y en promedio retornos anormales negativos. Puede que esta característica sea la consecuencia de una dirección

ineficiente y, por lo tanto, represente una de las ventajas que se pretenden aprovechar con el control de la empresa objetivo.

Por lo tanto, se podría pensar en la existencia de una dirección ineficiente en las empresas objetivo, la cual, en caso de que se obtenga el control deseado, será sustituida por el equipo directivo de la lanzadora que, a la vista de los resultados obtenidos anteriormente, parece que pueden alcanzar una mayor eficiencia.

4.2 EFECTOS EN LAS EMPRESAS INVOLUCRADAS EN FUSIONES POR ABSORCIÓN.

Como ya comentamos al comienzo de este trabajo, el concepto o término de fusión hace referencia al proceso mediante el cual un conjunto de sociedades, jurídicamente independientes, deciden unir sus patrimonios y formar una nueva unidad económica. Por otra parte, en el caso particular de que los activos y pasivos de una o varias sociedades (sociedades absorbidas) se transfieren a una sola unidad que denominamos absorbente, que será la única que permanezca en el mercado, el proceso será denominado fusión por absorción.

Este tipo de operaciones, en cualquiera de sus vertientes, tienen unas diferencias con cualquier otra operación que se realice en el mercado de control de empresas. Una de ellas reside en el hecho de que la sociedad absorbente, o la nueva unidad económica en el caso de fusión, adquiere no solamente los activos, sino que también deberá hacer frente a todos y cada uno de los

pasivos. Además, hay que ser conscientes del amplio proceso de reorganización que deberá afrontar la nueva unidad económica.

En el trabajo que presentamos, solamente hemos analizado las fusiones por absorción, ya que el número de empresas involucradas en procesos de fusión propiamente dicho fue casi nulo: el número de este tipo de operaciones localizadas fue de solamente dos, en concreto, la fusión del Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya y la fusión de las compañías Ebro y Agrícolas.

Por lo que respecta a las operaciones de fusión por absorción, el número de operaciones localizadas y que pudieron ser estudiadas por cumplir las limitaciones impuestas por las muestras y por el número de observaciones necesarias ascendieron a 27 empresas absorbentes y 11 empresas absorbidas. A la vista del tamaño de estas muestras, y antes de exponer los resultados, debemos hacer hincapié en el reducido tamaño de las mismas, sobre todo en el caso de las empresas absorbidas, este factor puede dar lugar a que las conclusiones alcanzadas puedan tener poca consistencia. Además, en el caso de empresas absorbidas, el inconveniente se agrava si tenemos en cuenta que alguna de las empresas que forman esta muestra son poco representativas para el objetivo del estudio ya que responden a reorganizaciones de un mismo grupo.

4.2.1 Empresas absorbentes.

Los residuos o rentabilidades extraordinarias promedio obtenidas, tanto día a día como acumulados para los intervalos de tiempo $[-241, t]$, desde $t=-241$ a $t=101$,

y $[-60, t]$, desde $t=-60$ a $t=60$, se recogen en los Cuadros 4.7 y 4.8; por otra parte, la representación gráfica de dichos residuos queda recogida en las Figuras 4.5 y 4.6 respectivamente.

De otro lado, y al igual que en casos anteriores, en el Cuadro 4.9 se recoge el valor de la rentabilidad anormal promedio en determinados momentos o de forma acumulada para determinados intervalos siempre con referencia a la fecha suceso o de divulgación, $t=0$, y la cuantificación del t -estadístico que permite medir la significación de los mencionados AR_t o $CAR_{R,L}$.

Para los intervalos de tiempo analizados anteriores al momento de la divulgación de la noticia, Figura 4.5, parece que los accionistas de las 27 unidades económicas que componen la muestra de empresas absorbentes obtienen, por término medio, un rendimiento anormal acumulado positivo. Sin embargo, estos residuos no son estadísticamente significativos. Es decir, los accionistas de estas empresas obtienen rendimientos iguales a los esperados.

Un resultado a destacar, y sobre el que volveremos posteriormente al comentar los resultados del grupo de empresas que forman la muestra de empresas absorbidas, son los retornos anormales positivos y significativos que se obtienen alrededor de los 140 días anteriores al anuncio, es como si en este intervalo de tiempo se pusiera de manifiesto la operación de absorción.

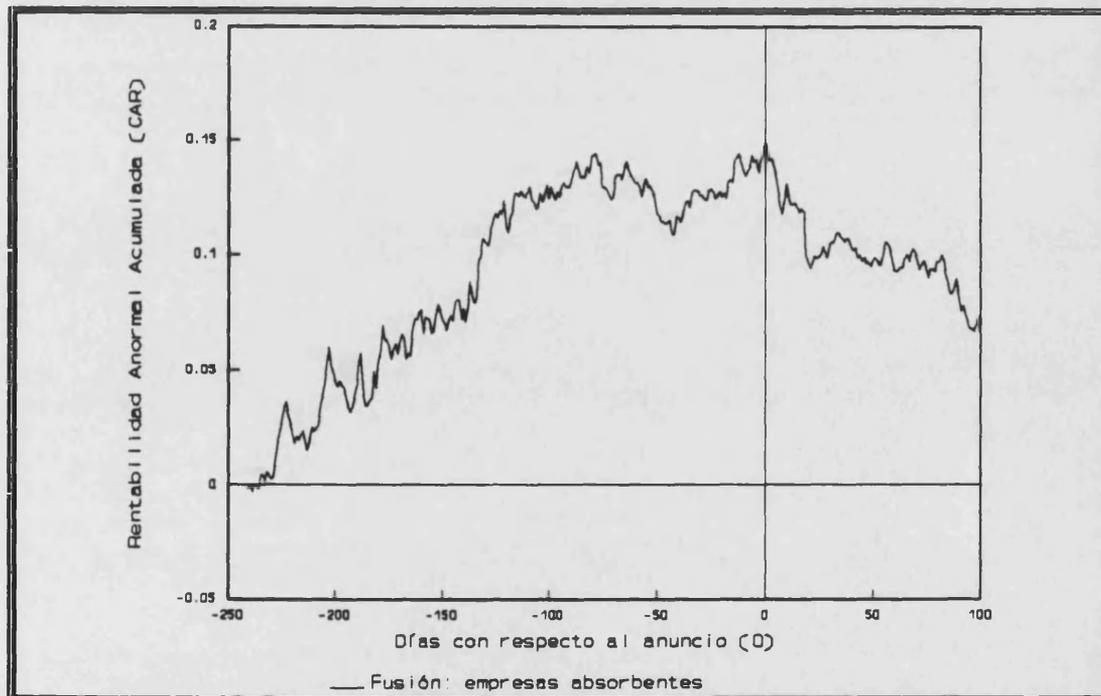
CUADRO 4.7

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-241,t}$ EN EMPRESAS ABSORBENTES
 (desde $t=-241$ a $t=101$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-241	-0,00141	-0,00141	-15	-0,00059	0,13170	20	-0,00257	0,09661
-240	0,00078	-0,00063	-14	0,00943	0,14113	21	-0,00293	0,09368
-239	-0,00234	-0,00297	-13	0,00100	0,14213	22	0,00235	0,09603
-233	-0,00279	0,00153	-12	0,00175	0,14389	23	0,00281	0,09885
-200	-0,00457	0,04458	-11	-0,00347	0,14042	24	-0,00025	0,09860
-199	-0,00199	0,04260	-10	-0,00427	0,13615	25	0,00044	0,09905
-171	-0,00406	0,05682	-9	-0,00149	0,13466	26	0,00085	0,09991
-170	0,00524	0,06207	-8	0,00132	0,13599	30	0,00540	0,10407
-169	0,00333	0,06540	-7	0,00167	0,13766	31	0,00109	0,10516
-142	0,00005	0,07990	-6	0,00530	0,14297	32	-0,00026	0,10490
-141	-0,000821	0,07169	-5	-0,00241	0,14056	39	-0,00036	0,10641
-140	0,00455	0,07624	-4	0,00088	0,14145	40	-0,00323	0,10318
-135	-0,00333	0,07880	-3	-0,00549	0,13596	41	-0,00164	0,10154
-134	0,00081	0,07962	-2	0,00423	0,14020	42	0,00096	0,10251
-133	0,01804	0,09766	-1	0,00327	0,14347	58	-0,00234	0,10226
-132	0,00072	0,09839	0	0,00566	0,14914	59	-0,00444	0,09782
-90	0,00019	0,12978	1	-0,00271	0,14642	60	-0,00488	0,09294
-89	0,00451	0,13430	2	-0,00576	0,14066	61	-0,0003	0,09264
-70	0,00137	0,12497	3	0,00114	0,14180	62	0,00040	0,09304
-69	0,00955	0,13452	4	-0,00297	0,13883	80	0,00423	0,09658
-68	0,00030	0,13483	5	-0,00452	0,13431	81	-7,5E-05	0,09650
-51	-0,00317	0,12392	6	-0,00613	0,12818	82	0,00306	0,09957
-50	-0,00547	0,11846	7	-0,00081	0,12008	83	-0,00192	0,09765
-41	0,000810	0,11652	8	-0,00248	0,11760	84	-0,00701	0,09064
-40	-0,00042	0,11610	9	0,00628	0,12388	85	-0,00344	0,08720
-33	0,00189	0,12809	10	0,007002	0,13088	92	0,00207	0,07777
-32	-0,00045	0,12764	11	-0,00642	0,12446	93	-0,00304	0,07474
-31	-0,00038	0,12725	12	-0,00297	0,12149	94	-0,00357	0,07116
-30	-0,00169	0,12556	13	0,00019	0,12168	95	-0,00303	0,06814
-21	0,00211	0,12753	14	0,00067	0,12236	100	-0,00596	0,06672
-20	-0,0022	0,12533	15	-0,00211	0,12025	101	0,00014	0,06687

FIGURA 4.5

EVOLUCION DEL $CAR_{-241, 101}$ EN EMPRESAS ABSORBENTES



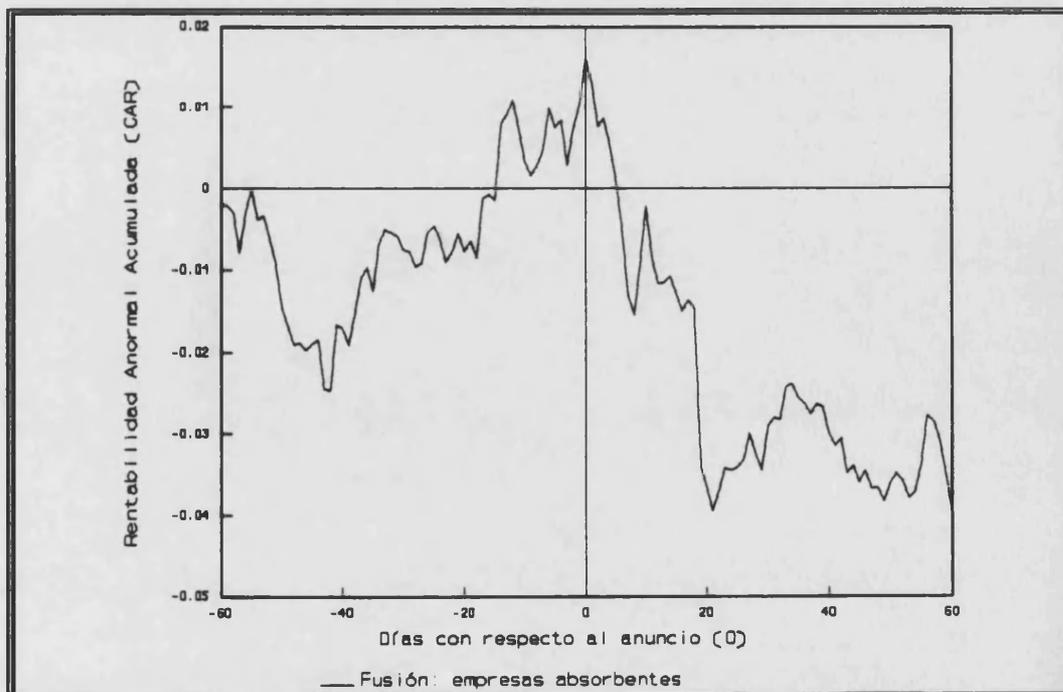
CUADRO 4.8

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-60,t}$ EMPRESAS ABSORBENTES
(desde $t=-60$ a $t=60$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-60	-0,00196	-0,00196	-14	0,00943	0,00798	16	-0,00208	-0,01498
-59	-0,00018	-0,00214	-13	0,00100	0,00898	17	0,00127	-0,0137
-58	-0,00087	-0,00302	-12	0,00175	0,01074	18	-0,00103	-0,01474
-55	0,00305	-2,7E-05	-11	-0,00347	0,00727	19	-0,01923	-0,03396
-54	-0,00394	-0,00396	-10	-0,00427	0,00300	20	-0,00257	-0,03654
-51	-0,00317	-0,00922	-9	-0,00149	0,00151	21	-0,00293	-0,03947
-50	-0,00547	-0,01469	-8	0,00132	0,00283	22	0,00235	-0,03712
-47	0,00039	-0,01883	-7	0,00167	0,00451	23	0,00281	-0,0343
-46	-0,00101	-0,01984	-6	0,00530	0,00982	24	-0,00025	-0,03455
-45	0,00085	-0,01899	-5	-0,00241	0,00741	30	0,00540	-0,02907
-44	0,00052	-0,01846	-4	0,00088	0,00830	31	0,00109	-0,02798
-41	0,00810	-0,01663	-3	-0,00549	0,00281	32	-0,00026	-0,02825
-40	-0,00042	-0,01705	-2	0,00423	0,00705	33	0,00390	-0,02434
-35	-0,00286	-0,0126	-1	0,00327	0,01032	34	0,00043	-0,0239
-34	0,00565	-0,00695	0	0,00566	0,01598	35	-0,00175	-0,02565
-33	0,00189	-0,00505	1	-0,00271	0,01327	36	-0,00074	-0,02639
-32	-0,00045	-0,00551	2	-0,00576	0,00751	39	-0,00036	-0,02674
-31	-0,00038	-0,00589	3	0,00114	0,00865	40	-0,00323	-0,02996
-30	-0,00169	-0,00759	4	-0,00297	0,00568	41	-0,00164	-0,0316
-27	0,00029	-0,00922	5	-0,00452	0,00116	44	0,00096	-0,03394
-26	0,00381	-0,00541	6	-0,00613	-0,00497	45	-0,00204	-0,03598
-25	0,00074	-0,00467	7	-0,00081	-0,01307	46	0,00130	-0,03467
-24	-0,00148	-0,00615	8	-0,00248	-0,01555	47	-0,00218	-0,03685
-23	-0,00295	-0,0091	9	0,00628	-0,00927	50	0,00210	-0,03622
-20	-0,0022	-0,00782	10	0,00700	-0,00227	51	0,00132	-0,0349
-19	0,00133	-0,00648	11	-0,00642	-0,00869	54	0,00060	-0,03739
-18	-0,00211	-0,00859	12	-0,00297	-0,01165	55	0,00348	-0,03391
-17	0,00743	-0,00115	13	0,00019	-0,01147	58	-0,00234	-0,03088
-16	0,00028	-0,00086	14	0,00067	-0,01079	59	-0,00444	-0,03532
-15	-0,00059	-0,00145	15	-0,00211	-0,0129	60	-0,00488	-0,0402

FIGURA 4.6

EVOLUCION DEL $CAR_{-60,+60}$ EN EMPRESAS ABSORBENTES



CUADRO 4.9
DIFERENTES $CAR_{t,L}$ Y SU SIGNIFICACION ESTADISTICA
(empresas absorbentes)

Período	CAR	t-valor
[-60,0]	0,01598	1,3202
[-15,0]	0,01684	1,6939
[-1,1]	0,00622	1,3150
[-1]	0,00327	1,3348
[0]	0,00566	1,6517
[1]	-0,00271	-0,6871
[0,15]	-0,02322	-2,7894
[0,60]	-0,05053	-1,9360

En efecto, como podemos observar en la Figura 4.5, el residuo anormal acumulado tiene una tendencia creciente que culmina, aproximadamente, 140 días antes del anuncio. Sobrepasada esta fecha, los residuos se estabilizan hasta el día de la divulgación de la noticia y a partir de este preciso instante los residuos extraordinarios acumulados promedio se reducen como consecuencia de la aparición de retornos anormales promedio negativos y significativos. Así, por ejemplo, el residuo anormal acumulado promedio en los 15 días posteriores al anuncio, $CAR_{0,15}$, se eleva a un valor de -2,322 por cien y su t-estadístico -2,78944.

Este resultado, puede hacernos reflexionar sobre si, estas empresas, no declararon en algún momento anterior a $t=0$ su deseo de acceder al crecimiento externo y que sea precisamente en $t=0$ cuando se confirme esta intención, además de hacerse pública la forma de obtener dicho crecimiento.

Estos resultados y, en concreto, como se puede observar en la Figura 4.5, el retorno anormal positivo obtenido en fechas anteriores a la divulgación de la forma con la cual se accederá al crecimiento, puede ser la respuesta a unas expectativas halagüeñas fundadas en la posibilidad de acceder a una mayor dimensión, en un posible incremento en el poder de mercado o en la posibilidad de aprovechar alguna ventaja de la empresa con la que forme coalición como, por ejemplo, el factor directivo, canales de distribución, etc..., en resumen, puede que esta tendencia creciente en el residuo anormal, que culmina en $t=0$, sea la consecuencia de un factor sinérgico positivo.

Pero, con los resultados obtenidos, parece que el mercado no descuenta eficientemente la información o que ésta fue demasiado optimista o, sencillamente, que una vez conocida la operación a realizar, la fusión por absorción, el mercado incorpora al precio de los títulos los costes de reestructuración a los que la nueva sociedad deberá hacer frente, que, en el caso de fusiones por absorción, podemos pensar que serán mucho mayores respecto a los que hubiera soportado en caso de que la vía de acceso al crecimiento externo hubiera sido otra: agrupación, compra u OPA.

4.2.2 Empresas absorbidas.

Centrándonos en las Figuras 4.7 y 4.8, así como en los Cuadros 4.10 y 4.11, que representan la evolución de la rentabilidad promedio anormal diaria con respecto a la fecha de divulgación de la noticia de absorción, o bien acumulada para diferentes intervalos de tiempo, y en el Cuadro 4.12 que recoge, para diferentes períodos de tiempo con referencia al suceso, el retorno anormal acumulado

promedio y la significación estadística de estos residuos extraordinarios, nos daremos cuenta que las empresas absorbidas⁶⁵ son empresas que obtienen, antes del anuncio y por término medio, retornos anormales acumulados negativos, esto es, lo contrario que en las empresas absorbentes. Este resultado nos induce a pensar que la posible ventaja a explotar, por parte de las empresas adsorbentes, se encuentre en el reemplazamiento de un ineficiente equipo directivo.

Por otra parte, y como adelantábamos al comentar los hallazgos referentes al grupo de empresas absorbentes, parece como si lo que para nosotros es el primer anuncio de fusión, fuese únicamente la confirmación de manifestaciones ocurridas con anterioridad a la fecha del suceso, $t=0$, puesto que, del análisis conjunto de las Figuras 4.7 y 4.5, cabe extraer tres posibles causas de explicación: por un lado, la existencia de filtración en la información, por otro, que las absorbentes, previamente a hacer pública su intención, intenten alcanzar alguna posición de dominio e incrementar con ello las probabilidades de éxito de la operación y, por último, como ya comentábamos anteriormente, podemos pensar en la existencia, en algún momento anterior a $t=0$, de declaraciones, por parte de las empresas lanzadoras de la oferta, en las cuales se ponga de manifiesto la intención de acceder al crecimiento externo, y puede que, el mercado, descuenta esta información no solo en el precio de las empresas que presumiblemente realizaran alguna oferta en el mercado de control de empresas, sino que, además, este suceso puede que sea descontado en el precio de los posibles candidatos.

⁶⁵ En este grupo de empresas hemos de tener en cuenta el escaso número de elementos de la muestra, en concreto, 11 empresas absorbidas. Por este motivo, las conclusiones alcanzadas serán poco significativas.

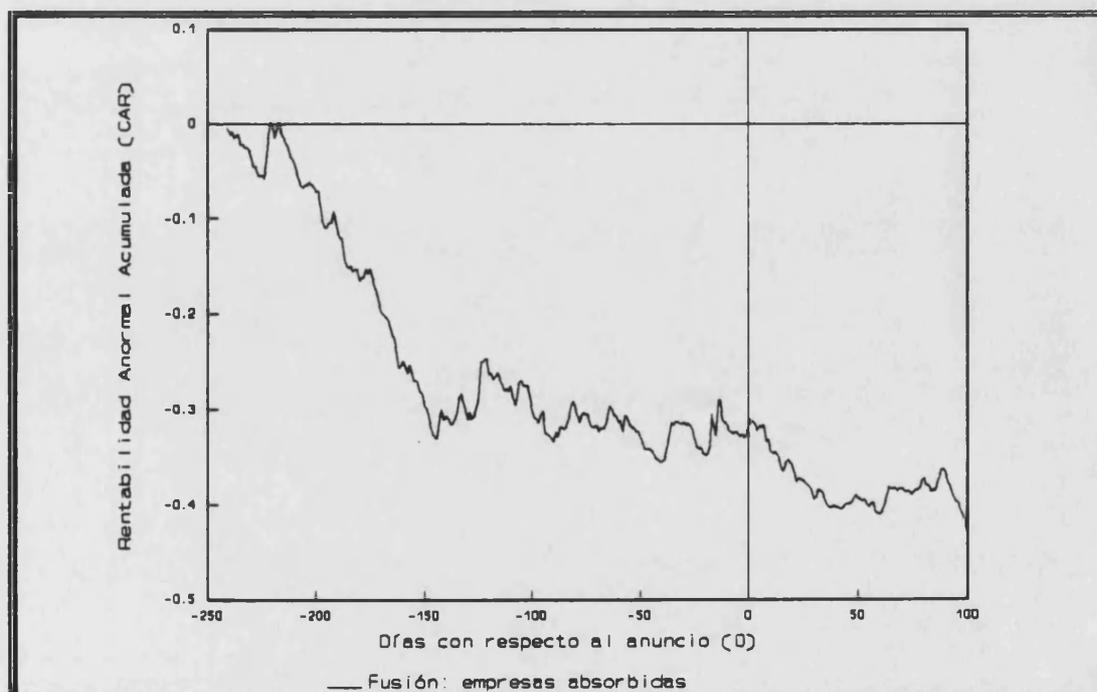
CUADRO 4.10

EVOLUCION DE LOS $AR_{t,t}$ Y $CAR_{-241,t}$ EN EMPRESAS ABSORBIDAS
(desde $t=-241$ a $t=101$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-241	-0,00608	-0,00608	-15	-0,01112	-0,32741	20	-0,00251	-0,35874
-240	-0,00516	-0,01124	-14	0,03678	-0,29062	21	-0,00919	-0,36793
-239	0,00227	-0,00897	-13	0,00055	-0,29007	22	-0,00812	-0,37604
-233	-0,00363	-0,02542	-12	-0,02014	-0,3102	23	0,00333	-0,37271
-200	-0,00412	-0,07183	-11	-0,00381	-0,31401	24	-0,0007	-0,37342
-199	0,00104	-0,07079	-10	-0,00168	-0,31569	25	-0,0013	-0,37471
-171	-0,01088	-0,19067	-9	-0,00567	-0,32136	26	-0,00262	-0,37733
-170	-0,00787	-0,19854	-8	-0,00283	-0,3242	30	-0,00723	-0,39483
-169	-0,00254	-0,20108	-7	-0,00086	-0,32506	31	0,00237	-0,39245
-142	0,009001	-0,30084	-6	0,00135	-0,3237	32	0,00757	-0,38488
-141	-0,00947	-0,31031	-5	-0,00198	-0,32568	39	0,00194	-0,40151
-140	0,003103	-0,30721	-4	-0,00255	-0,32823	40	-0,00075	-0,40226
-135	0,005435	-0,30498	-3	0,00177	-0,32646	41	-0,00117	-0,40343
-134	0,017249	-0,28773	-2	-0,00307	-0,32953	42	-0,00189	-0,40532
-133	0,003318	-0,28441	-1	0,00417	-0,32536	58	-0,01019	-0,40866
-132	-0,00798	-0,29239	0	0,00683	-0,31853	59	-0,001	-0,40966
-90	-0,00303	-0,3338	1	0,00821	-0,31031	60	-0,00057	-0,41023
-89	0,00947	-0,32433	2	-0,00229	-0,3126	61	0,00229	-0,40794
-70	0,00121	-0,31765	3	-0,00286	-0,31547	62	0,00801	-0,39993
-69	-0,00515	-0,32281	4	-0,00657	-0,32204	80	0,00285	-0,37244
-68	0,00312	-0,31968	5	0,00447	-0,31756	81	-0,00759	-0,38003
-51	-0,00038	-0,32346	6	-0,00122	-0,31878	82	-0,00077	-0,38079
-50	-0,00579	-0,32925	7	0,00206	-0,31671	83	-0,00592	-0,38671
-41	-0,0026	-0,35535	8	-0,01735	-0,33406	84	0,00192	-0,38479
-40	0,00023	-0,35511	9	0,00173	-0,33233	85	-0,00127	-0,38606
-33	0,00033	-0,31274	10	-0,01119	-0,34352	92	-0,00505	-0,38207
-32	-0,00221	-0,31495	11	-0,00259	-0,3461	93	-0,00782	-0,38989
-31	-0,00067	-0,31562	12	0,00100	-0,3451	94	-0,00398	-0,39387
-30	0,00148	-0,31414	13	-0,00248	-0,34758	95	-0,00415	-0,39803
-21	-0,00508	-0,34583	14	-0,00453	-0,35211	100	-0,01429	-0,433
-20	-0,00242	-0,34824	15	-0,01207	-0,36418	101	0,00006	-0,43294

FIGURA 4.7

EVOLUCION DEL $CAR_{-241,101}$ EN EMPRESAS ABSORBIDAS



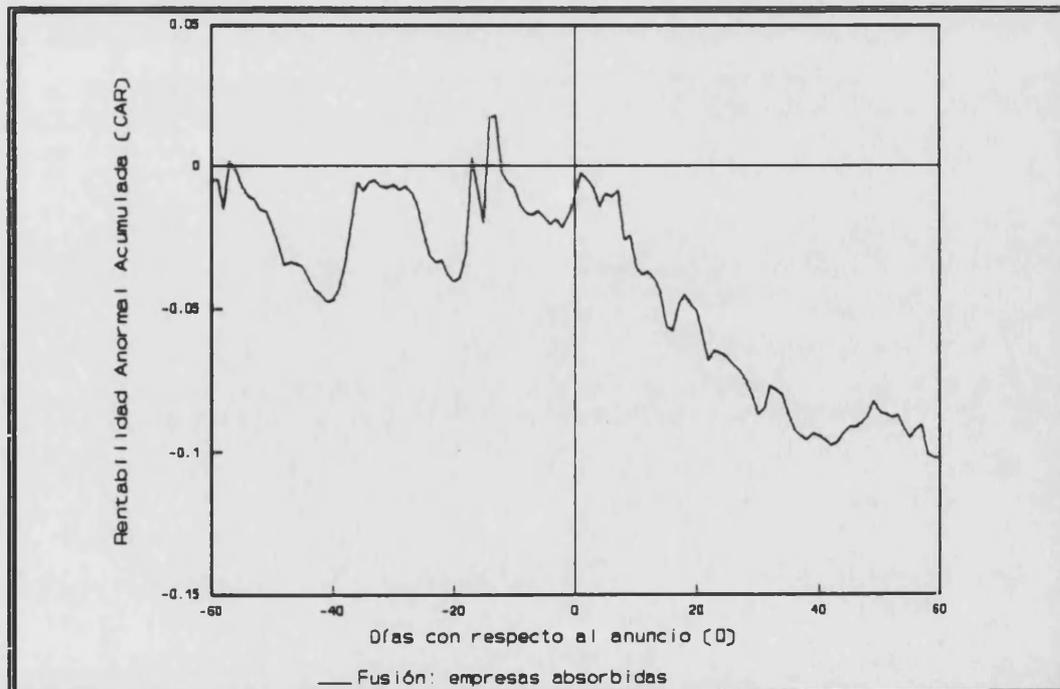
CUADRO 4.11

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-60,t}$ EMPRESAS ABSORBIDAS
 (desde $t=-60$ a $t=60$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-60	-0,00482	-0,00482	-14	0,03678	0,01717	16	-0,00133	-0,05771
-59	0,00023	-0,00458	-13	0,00055	0,01773	17	0,00862	-0,04909
-58	-0,01032	-0,01491	-12	-0,02014	-0,0024	18	0,00391	-0,04517
-55	-0,00571	-0,00697	-11	-0,00381	-0,00621	19	-0,00325	-0,04843
-54	-0,00377	-0,01074	-10	-0,00168	-0,00789	20	-0,00251	-0,05093
-51	-0,00038	-0,01566	-9	-0,00567	-0,01356	21	-0,00919	-0,06012
-50	-0,00579	-0,02145	-8	-0,00283	-0,01639	22	-0,00812	-0,06824
-47	0,00039	-0,03396	-7	-0,00086	-0,01725	23	0,00333	-0,06491
-46	-9,8E-05	-0,03406	-6	0,00135	-0,0159	24	-0,0007	-0,06561
-45	-0,00121	-0,03528	-5	-0,00198	-0,01788	30	-0,00723	-0,08703
-44	-0,00446	-0,03974	-4	-0,00255	-0,02043	31	0,00237	-0,08465
-41	-0,0026	-0,04754	-3	0,00177	-0,01866	32	0,00757	-0,07708
-40	0,00023	-0,04731	-2	-0,00307	-0,02173	33	-0,00123	-0,0783
-35	-0,00299	-0,00893	-1	0,00417	-0,01756	34	-0,00151	-0,07982
-34	0,00366	-0,00527	0	0,00683	-0,01072	35	-0,00679	-0,08661
-33	0,00033	-0,00494	1	0,00821	-0,00251	36	-0,00556	-0,09217
-32	-0,00221	-0,00715	2	-0,00229	-0,0048	39	0,00194	-0,09371
-31	-0,00067	-0,00782	3	-0,00286	-0,00766	40	-0,00075	-0,09446
-30	0,00148	-0,00633	4	-0,00657	-0,01423	41	-0,00117	-0,09563
-27	-0,0024	-0,0096	5	0,00447	-0,00976	44	0,00337	-0,09344
-26	-0,00431	-0,01392	6	-0,00122	-0,01098	45	0,00201	-0,09143
-25	-0,01001	-0,02393	7	0,00206	-0,00891	46	0,00028	-0,09114
-24	-0,00743	-0,03135	8	-0,01735	-0,02626	47	0,0012	-0,08994
-23	-0,00259	-0,03395	9	0,00173	-0,02452	50	-0,00343	-0,08609
-20	-0,00242	-0,04044	10	-0,01119	-0,03571	51	-0,00085	-0,08694
-19	0,00092	-0,03952	11	-0,00259	-0,0383	54	-0,00414	-0,09134
-18	0,00840	-0,03111	12	0,00100	-0,03729	55	-0,00348	-0,09482
-17	0,03386	0,00275	13	-0,00248	-0,03978	58	-0,01019	-0,10086
-16	-0,01124	-0,00848	14	-0,00453	-0,04431	59	-0,001	-0,10186
-15	-0,01112	-0,01961	15	-0,01207	-0,05638	60	-0,00057	-0,10243

FIGURA 4.8

EVOLUCION DEL $CAR_{-60,+60}$ EN EMPRESAS ABSORBIDAS



CUADRO 4.12

DIFERENTES $CAR_{t,L}$ Y SU SIGNIFICACION ESTADISTICA
 (empresas absorbidas)

Período	CAR	t-valor
[-60,0]	0,01598	1,3202
[-15,0]	0,01684	1,6939
[-1,1]	0,00622	1,3150
[-1]	0,00327	1,3348
[0]	0,00566	1,6517
[1]	-0,00271	-0,6871
[0,15]	-0,02322	-2,7894
[0,60]	-0,05053	-1,9360

En efecto, observando las figuras anteriormente mencionadas, 4.5 y 4.7, podemos ver como alrededor de 140 días antes del anuncio, tanto en las empresas absorbentes como en las empresas absorbidas, los residuos anormales sufren una variación positiva y significativa. Concretamente, 140 días antes de la divulgación en prensa, AR_{-140} , el retorno extraordinario por término medio asciende al 0,4552 por cien ($t=2,196419$) para las empresas absorbentes y 2,4821 por cien ($t=8,097453$) para las empresas absorbidas, para éstas, además, supone, por término medio, un cambio en la tendencia de retorno anormal acumulado, tal y como se observa en la Figura 4.7.

En la medida en que nos aproximamos a la divulgación o confirmación de la noticia, es decir, a $t=0$, se observa que los accionistas de las empresas objetivo obtienen rentabilidades extraordinarias positivas y significativas. Por ejemplo, 14 días antes del anuncio las empresas lanzadoras de la operación obtienen un residuo anormal positivo pero no significativo (0,9436 por cien

($t=1,678795$)). Sin embargo, en el mismo momento y en el grupo de empresas a las que van dirigidas las ofertas, es decir, en las empresas absorbidas, encontramos un retorno extraordinario positivo y significativamente no nulo ($3,6785$ por cien ($t=3,713268$)).

Estos resultados, junto con el hallazgo para las empresas objetivo de un residuo no significativamente diferente de cero en el momento de la aparición de la noticia en prensa, parece confirmarnos que la ganancia o el premio se obtuvo con anterioridad a dicha fecha, lo cual nos reafirma en la idea de que lo único que aporta la divulgación del suceso es la confirmación de una realidad ya conocida⁶⁶.

Por otra parte, siguiendo con el grupo de las empresas absorbidas, el período post-anuncio se caracteriza por la pérdida de las ganancias extraordinarias obtenidas anteriormente. En efecto, en las Figuras 4.7 y 4.8, podemos advertir como, una vez transcurrido el período de divulgación de la noticia, los retornos anormales continúan en la misma dirección inicial, es decir, retornos anormales negativos y significativos como se observa en el Cuadro 4.12.

⁶⁶ Recordemos el resultado de MALATESTA (1983) cuando se plantea encontrar la "proxy" del momento en que se produce el primer anuncio público de la operación de fusión. Así, Malatesta identifica como dicha fecha el primer anuncio que aparece en el Wall Street Journal. Sin embargo, parece que no es correcta ya que, según el autor, "en más de la mitad de los casos, la primera publicación fue esencialmente un anuncio de un acontecimiento consumado..."

4.3 EFECTOS EN LAS EMPRESAS INVOLUCRADAS EN ADQUISICIONES DE EMPRESAS.

En este apartado, vamos a analizar las operaciones a través de las cuales una determinada firma, denominada adquirente, compra la totalidad o un porcentaje importante de las acciones de otra unidad, accediendo con ello a una parcela, más o menos importante, del control de la misma. Es decir, el último caso que vamos a estudiar son los efectos que produce tanto en las empresas compradoras como en las empresas compradas o adquiridas, la divulgación de dicho suceso.

Los resultados de este análisis quedan reflejados en las Figuras 4.9 y 4.10 y en los Cuadros 4.13, 4.14 y 4.15, cuando se trata de las empresas compradoras y en las Figuras 4.11 y 4.12 y Cuadros 4.16, 4.17 y 4.18, cuando se trata de las empresas adquiridas o compradas.

Siguiendo el mismo esquema utilizado hasta ahora, estos cuadros y figuras representan la evolución diaria y acumulada de los residuos anormales promedio para dos períodos de tiempo: uno que abarca desde 241 días anteriores al anuncio a 101 días posteriores al mismo y, en el otro caso, comprende desde los 60 días previos al suceso hasta los 60 días siguientes a la fecha de la divulgación de la noticia.

Recordemos que, previamente a este cálculo, fue necesario obtener, para cada una de las 83 empresas que forman la muestra de las empresas compradoras y para las 54

empresas que componen la muestra de empresas compradas, una estimación del residuo durante el intervalo de tiempo que abarca desde 201 días antes de la fecha de la divulgación de la noticia a 101 días posteriores a dicho momento, $t=0$.

Para ello se utilizó la expresión [4.1], o su equivalente [4.4], y, como estimaciones adecuadas de los parámetros del modelo de mercado, utilizamos los valores que se recogen en el capítulo anterior, en concreto en el Cuadro 3.15, para las empresas objeto de la compra, y el Cuadro 3.16, para las empresas lanzadoras de dichas ofertas de compra.

También, y al igual que en casos anteriores, los Cuadros 4.15 y 4.18 resumen, para determinados momentos con respecto a la divulgación de la noticia, el residuo anormal, AR_t , y el residuo anormal acumulado, $CAR_{r,L}$. Estos resultados están acompañados de sus respectivos t-valores con los cuales nos es posible medir su significación estadística.

4.3.1 Empresas compradoras.

Por lo que respecta al grupo de las 83 empresas compradoras, éstas aparentemente se caracterizan por poseer en momentos previos al anuncio, excluyendo los 60 días inmediatamente anteriores a $t=0$, unos residuos no significativamente diferentes de cero, esto es, son empresas que, por término medio, ofrecen rendimientos iguales al esperado para su nivel de riesgo.

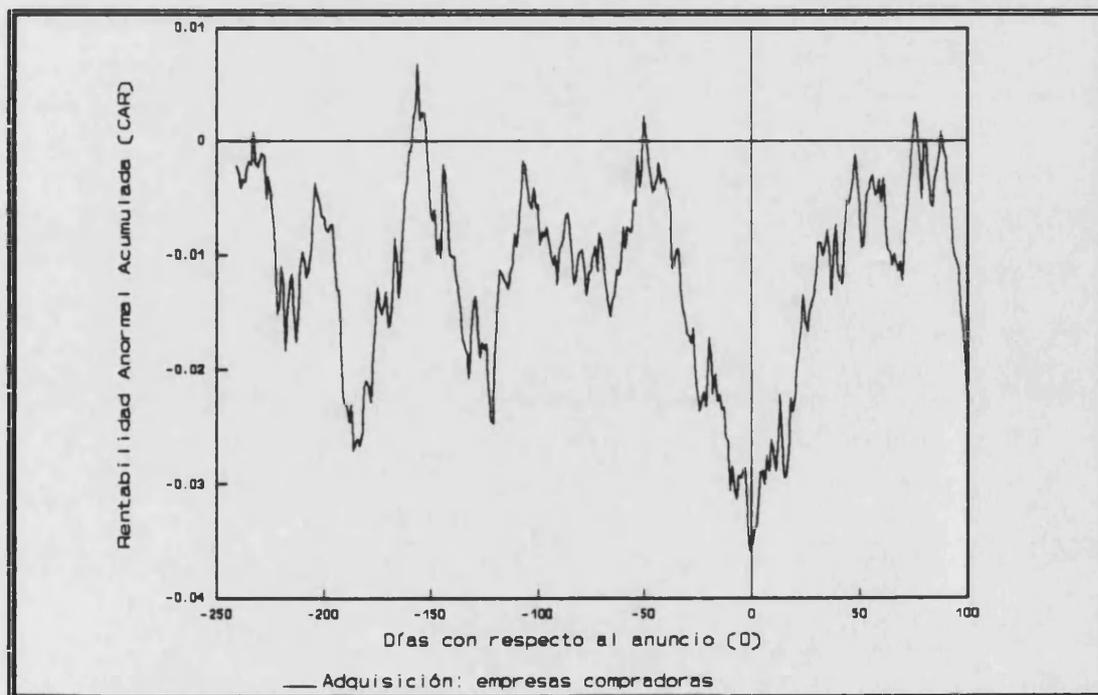
CUADRO 4.13

EVOLUCION DE LOS AR_{t} Y $CAR_{-241,t}$ EN EMPRESAS COMPRADORAS
 (desde $t=-241$ a $t=101$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-241	-0,00219	-0,00219	-15	0,00054	-0,02222	20	0,00117	-0,02254
-240	-0,00063	-0,00282	-14	-0,00129	-0,02352	21	0,00290	-0,01963
-239	-0,0013	-0,00412	-13	0,00016	-0,02335	22	0,00165	-0,01797
-233	0,00278	0,00072	-12	-0,00265	-0,026	23	0,00178	-0,01619
-200	-1,0E-04	-0,00668	-11	-0,00033	-0,02633	24	0,00267	-0,01351
-199	-0,00112	-0,0078	-10	-0,00425	-0,03058	25	-0,00235	-0,01587
-171	0,00109	-0,01329	-9	0,00208	-0,02849	26	-0,00081	-0,01668
-170	-0,00305	-0,01634	-8	-0,00191	-0,0304	30	0,00178	-0,01159
-169	0,00019	-0,01615	-7	-0,00098	-0,03138	31	0,00266	-0,00893
-142	-0,0034	-0,00674	-6	0,00204	-0,02934	32	-2,0E-06	-0,00893
-141	-0,00318	-0,00992	-5	-0,00013	-0,02946	39	0,00222	-0,00739
-140	-0,00032	-0,01024	-4	0,00053	-0,02893	40	-0,00401	-0,0114
-135	-0,00247	-0,01724	-3	0,00032	-0,0286	41	-0,00106	-0,01246
-134	-0,00076	-0,018	-2	-0,00385	-0,03245	42	-1,6E-05	-0,01248
-133	-0,00072	-0,01872	-1	-0,00343	-0,03588	58	0,00018	-0,00456
-132	-0,00204	-0,02076	0	-3,7E-05	-0,03591	59	0,00111	-0,00344
-90	0,00319	-0,00946	1	0,00165	-0,03426	60	-0,00186	-0,00531
-89	0,00020	-0,00925	2	0,00036	-0,0339	61	0,00198	-0,00332
-70	-0,00092	-0,00908	3	0,00145	-0,03244	62	-0,00394	-0,00726
-69	-0,00197	-0,01105	4	0,00331	-0,02913	80	0,00523	0,00014
-68	-0,00189	-0,01294	5	0,00028	-0,02884	81	-0,00037	-0,00023
-51	0,00159	-0,00243	6	-0,00122	-0,03006	82	-0,00289	-0,00312
-50	0,00466	0,00224	7	0,00251	-0,02754	83	-0,00253	-0,00565
-41	0,00040	-0,0033	8	-0,0013	-0,02884	84	-0,0002	-0,00585
-40	-0,00035	-0,00365	9	0,00265	-0,02619	85	0,00256	-0,00328
-33	-0,00343	-0,01291	10	-0,00108	-0,02727	92	0,00015	-0,00444
-32	-0,00195	-0,01486	11	-0,0016	-0,02888	93	-0,00392	-0,00836
-31	-0,00053	-0,01539	12	0,00201	-0,02687	94	-0,00177	-0,01013
-30	-0,00148	-0,01687	13	0,00469	-0,02218	95	-0,0004	-0,01053
-21	-0,00117	-0,02321	14	-0,0043	-0,02647	100	-0,00327	-0,02317
-20	0,00596	-0,01725	15	-0,00301	-0,02948	101	0,00036	-0,0228

FIGURA 4.9

EVOLUCION DEL $CAR_{-241,101}$ EN EMPRESAS COMPRADORAS



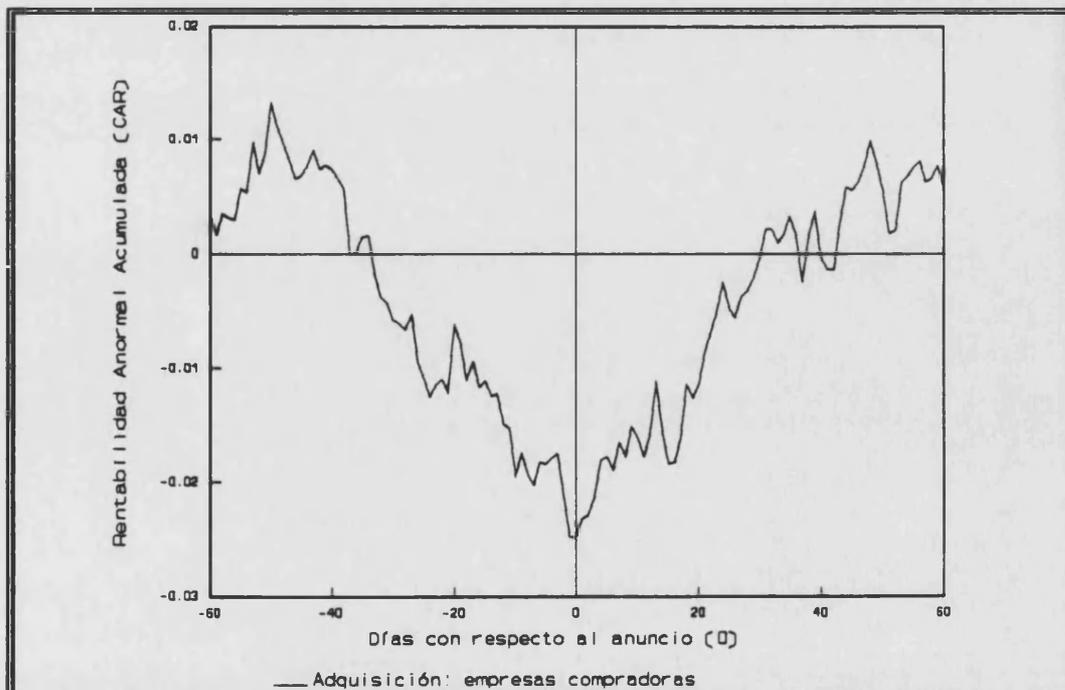
CUADRO 4.14

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-60,t}$ EMPRESAS COMPRADORAS
 (desde $t=-60$ a $t=60$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-60	0,00349	0,00349	-14	-0,00129	-0,01249	16	0,00018	-0,01827
-59	-0,00182	0,00167	-13	0,00016	-0,01233	17	0,00215	-0,01612
-58	0,00178	0,00345	-12	-0,00265	-0,01498	18	0,00466	-0,01146
-55	0,00276	0,00573	-11	-0,00033	-0,01531	19	-0,00123	-0,01269
-54	-0,00043	0,00530	-10	-0,00425	-0,01956	20	0,00117	-0,01151
-51	0,00159	0,00859	-9	0,00208	-0,01747	21	0,00290	-0,00861
-50	0,00466	0,01326	-8	-0,00191	-0,01938	22	0,00165	-0,00695
-47	-0,00161	0,00805	-7	-0,00098	-0,02036	23	0,00178	-0,00517
-46	-0,00155	0,0065	-6	0,00204	-0,01832	24	0,00267	-0,00249
-45	0,00031	0,00681	-5	-0,00013	-0,01844	30	0,00178	-0,00057
-44	0,00093	0,00774	-4	0,00053	-0,0179	31	0,00266	0,00209
-41	0,00040	0,00771	-3	0,00032	-0,01758	32	-2,0E-06	0,00209
-40	-0,00035	0,00736	-2	-0,00385	-0,02143	33	-0,00122	0,00087
-35	0,00125	0,00144	-1	-0,00343	-0,02486	34	0,00072	0,00159
-34	0,00009	0,00153	0	-3,7E-05	-0,02489	35	0,00159	0,00319
-33	-0,00343	-0,00189	1	0,00165	-0,02324	36	-0,00168	0,00151
-32	-0,00195	-0,00384	2	0,00036	-0,02287	39	0,00222	0,00362
-31	-0,00053	-0,00436	3	0,00145	-0,02142	40	-0,00401	-0,00038
-30	-0,00148	-0,00585	4	0,00331	-0,0181	41	-0,00106	-0,00144
-27	0,00126	-0,0054	5	0,00028	-0,01782	44	0,00314	0,00574
-26	-0,00411	-0,0095	6	-0,00122	-0,01904	45	-0,00027	0,00547
-25	-0,00154	-0,01105	7	0,00251	-0,01652	46	0,00081	0,00628
-24	-0,0015	-0,01255	8	-0,0013	-0,01782	47	0,00138	0,00767
-23	0,00110	-0,01144	9	0,00265	-0,01517	50	-0,0025	0,00536
-20	0,00596	-0,00623	10	-0,00108	-0,01625	51	-0,00369	0,00167
-19	-0,00162	-0,00785	11	-0,0016	-0,01786	54	0,00057	0,00667
-18	-0,00327	-0,01112	12	0,00201	-0,01585	55	0,00084	0,00752
-17	0,00166	-0,00946	13	0,00469	-0,01116	58	0,00018	0,00646
-16	-0,00229	-0,01175	14	-0,0043	-0,01545	59	0,00111	0,00757
-15	0,00054	-0,0112	15	-0,00301	-0,01846	60	-0,00186	0,00571

FIGURA 4.10

EVOLUCION DEL $CAR_{-60,+60}$ EN EMPRESAS COMPRADORAS



CUADRO 4.15

DIFERENTES $CAR_{k,L}$ Y SU SIGNIFICACION ESTADISTICA
(empresas compradoras)

Período	CAR	t-valor
[-60,0]	-0,02489	-1,8389
[-15,0]	-0,01314	-1,8783
[-1,1]	-0,00181	-1,5950
[-1]	-0,00343	-2,9736
[0]	-3,7E-05	-0,9779
[1]	0,00165	0,8159
[0,15]	0,00639	2,0009
[0,60]	0,03057	1,4273

Sin embargo, conforme se aproxima la fecha de la divulgación, los retornos anormales en promedio son negativos, es más, esta pérdida es significativamente no nula. Por ejemplo, para los intervalos de tiempo [-60, 0] y [-15, 0] sus correspondientes residuos anormales acumulados y estadísticos son: $CAR_{-60,0} = -2,489$ por cien ($t = -1,8389$) y $CAR_{-15,0} = -1,314$ por cien ($t = -1,8783$), pero es en el día inmediatamente anterior al anuncio⁶⁷, $t = -1$, cuando el residuo anormal tiene mayor significación estadística, $AR_1 = -0,343$ por cien ($t = -2,97368$).

Este resultado parece indicar que las compras son operaciones caras para la empresas adquirentes. Los participantes del mercado estiman que los posibles beneficios que conlleva la operación, o lo que es igual, las posibles sinergias positivas que pueda llegar a obtener

⁶⁷ Hay que tener en cuenta que este momento también puede ser el de la divulgación de la información aunque ésta aparezca publicada el día posterior, dependiendo, claro está, de si la llegada de la noticia a los mercados es anterior o posterior al cierre de los mismos.

serán menores que los costes en que se deberá incurrir: costes de reorganización, coste de la adquisición, etc.

Si, con la intención de observar los efectos de la operación en el retorno extraordinario del accionista, limitamos el horizonte temporal a los 60 días alrededor del suceso, Cuadro 4.14 y Figura 4.10, observaremos que, una vez aparecida la información, el retorno anormal cambia de tendencia, por ejemplo, en los 15 días siguientes al anuncio, $[0, 15]$, los accionistas de las empresas compradoras obtienen un retorno anormal acumulado promedio positivo y significativo, 0,6398 por cien ($t=2,000988$). Aunque en los 40 días posteriores a $t=0$ es cuando realmente el accionista se recupera de las pérdidas extraordinarias; $CAR_{0, 40}=2,4478$ por cien ($t=1,905762$).

Para cualquier otro período, una vez sobrepasada la fecha de la divulgación, los resultados obtenidos carecen de significación, o lo que es igual, se vuelven a obtener, por término medio, residuos iguales al esperado para su nivel de riesgo.

Lo que parece desprenderse de la observación de la Figura 4.12 y del Cuadro 4.15 es que, con las ganancias extraordinarias obtenidas en los días posteriores al anuncio, lo que se consigue es volver a los niveles iniciales. En definitiva, podemos concluir que estas operaciones no resultan beneficiosas, aunque tampoco gravosas, para los accionistas de las empresas lanzadoras de ofertas de compra.

4.3.2 Empresas compradas.

Los resultados alcanzados analizando las 54 firmas que forman la muestra de empresas adquiridas están recopilados en los Cuadros 4.16 y 4.17, su representación gráfica se puede observar, respectivamente, en las Figuras 4.11 y 4.12. Por último, el Cuadro 4.18, contiene el retorno anormal acumulado promedio en diferentes momentos, con respecto a $t=0$, y su significación estadística. Los diferentes hallazgos comentados al analizar el grupo de empresas compradoras se vuelven a producir en el grupo de empresas adquiridas, pero con signo contrario y con algunas matizaciones.

En efecto, en el conjunto de los 60 días anteriores al anuncio, en la fecha del anuncio y en el día posterior al mismo, los retornos anormales son positivos y significativos. Es más, la mayor subida, que además es altamente significativa, se produce en el retorno anormal acumulado del intervalo $[-1, 1]$, el cual asciende al 2,0762 por cien ($t=5,29270$).

Estos resultados indican que la actividad de compra de empresas beneficia claramente a los accionistas de las empresas compradas u objetivo, que observan, como consecuencia del "sobrepago" que están dispuestos a ofrecer los adquirentes, un incremento en el precio de sus títulos que, lógicamente, desembocará en un incremento en la rentabilidad de su inversión.

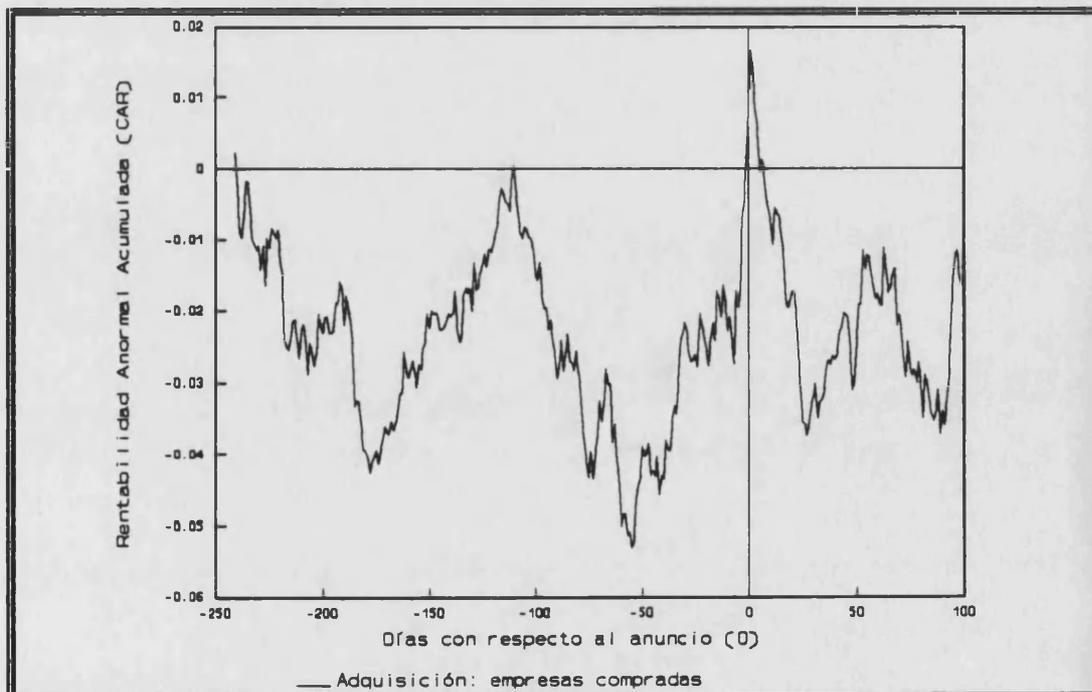
CUADRO 4.16

EVOLUCION DE LOS AR_t Y CAR_{-241,t} EN EMPRESAS COMPRADORAS
 (desde t=-241 a t=101)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-241	0,00228	0,00228	-15	0,00679	-0,0173	20	0,00144	-0,01739
-240	-0,00533	-0,00304	-14	-0,00126	-0,01856	21	-8,0E-05	-0,01747
-239	-0,00604	-0,00908	-13	-0,00236	-0,02092	22	-0,00321	-0,02067
-233	-0,00422	-0,01016	-12	0,00437	-0,01654	23	-0,00551	-0,02618
-200	-0,00131	-0,02305	-11	-0,00232	-0,01886	24	-0,00472	-0,0309
-199	0,00219	-0,02085	-10	-0,00393	-0,02279	25	-0,00456	-0,03546
-171	0,00156	-0,03618	-9	0,00186	-0,02093	26	-0,00037	-0,03583
-170	-0,00067	-0,03685	-8	-0,0034	-0,02433	30	0,00139	-0,03186
-169	-0,00031	-0,03715	-7	-0,0031	-0,02743	31	0,00165	-0,03021
-142	0,00090	-0,02139	-6	0,01024	-0,01719	32	-0,00468	-0,03489
-141	0,00094	-0,02045	-5	-0,00238	-0,01957	39	0,00112	-0,02637
-140	-0,00034	-0,02079	-4	0,00236	-0,01721	40	-0,00038	-0,02675
-135	0,00006	-0,0242	-3	0,01021	-0,00699	41	0,00048	-0,02626
-134	0,00641	-0,01779	-2	0,00280	-0,00418	42	0,00335	-0,02291
-133	0,00100	-0,01678	-1	0,00690	0,00272	58	-0,00163	-0,01692
-132	-0,00075	-0,01753	0	0,00514	0,00786	59	-0,00151	-0,01843
-90	-0,00332	-0,02939	1	0,00871	0,01657	60	0,00078	-0,01764
-89	0,00155	-0,02783	2	-0,00251	0,01407	61	-0,00159	-0,01923
-70	0,00562	-0,03252	3	-0,00564	0,00842	62	-3,4E-05	-0,01926
-69	-0,00293	-0,03545	4	-0,00225	0,00618	80	-0,00308	-0,03034
-68	0,00227	-0,03318	5	-0,00663	-0,00045	81	-0,00453	-0,03486
-51	0,00057	-0,04345	6	0,00165	0,00120	82	0,00584	-0,02902
-50	0,00448	-0,03897	7	-0,00101	0,00019	83	-0,00139	-0,03041
-41	0,00237	-0,0431	8	-0,00448	-0,00428	84	-0,00212	-0,03252
-40	-0,00016	-0,04326	9	-0,00144	-0,00573	85	-0,002	-0,03452
-33	0,00467	-0,02968	10	-0,00178	-0,00751	92	0,00336	-0,03253
-32	0,00535	-0,02433	11	-0,00318	-0,01069	93	0,00335	-0,02917
-31	0,00086	-0,02346	12	0,00514	-0,00554	94	0,00813	-0,02104
-30	0,00177	-0,02169	13	-0,00075	-0,00629	95	0,00568	-0,01536
-21	-0,00153	-0,0232	14	-0,00048	-0,00677	100	0,00035	-0,01606
-20	-0,00233	-0,02553	15	-0,00256	-0,00933	101	-0,00548	-0,02154

FIGURA 4.11

EVOLUCION DEL CAR EN EMPRESAS COMPRADAS



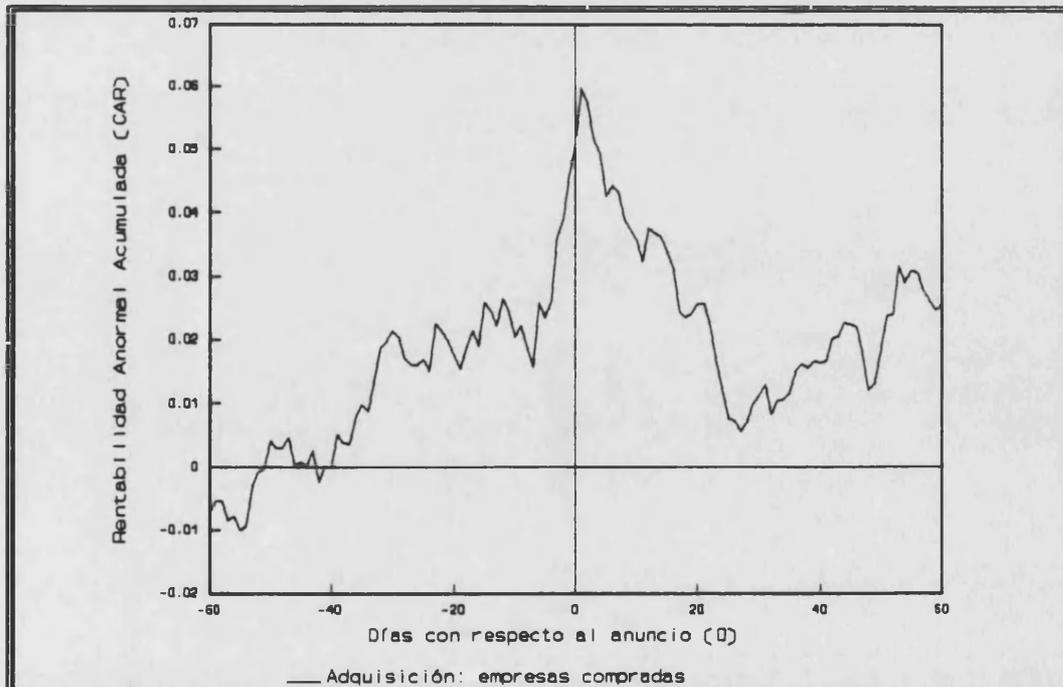
CUADRO 4.17

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-60,t}$ EMPRESAS COMPRADAS
 (desde $t=-60$ a $t=60$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-60	-0,00714	-0,00714	-14	-0,00126	0,02448	16	-0,00255	0,03116
-59	0,00180	-0,00533	-13	-0,00236	0,02212	17	-0,00664	0,02452
-58	0,00001	-0,00532	-12	0,00437	0,02649	18	-0,00102	0,02350
-55	-0,00212	-0,01003	-11	-0,00232	0,02417	19	0,00070	0,02421
-54	0,00074	-0,00929	-10	-0,00393	0,02025	20	0,00144	0,02565
-51	0,00057	-0,00041	-9	0,00186	0,02211	21	-8,0E-05	0,02557
-50	0,00448	0,00407	-8	-0,0034	0,01871	22	-0,00321	0,02236
-47	0,00166	0,00459	-7	-0,0031	0,01560	23	-0,00551	0,01685
-46	-0,00438	0,00020	-6	0,01024	0,02585	24	-0,00472	0,01213
-45	0,00053	0,00074	-5	-0,00238	0,02347	30	0,00139	0,01117
-44	-0,00069	0,00004	-4	0,00236	0,02583	31	0,00165	0,01283
-41	0,00237	-6,1E-05	-3	0,01021	0,03605	32	-0,00468	0,00815
-40	-0,00016	-0,00022	-2	0,00280	0,03885	33	0,00219	0,01034
-35	0,00178	0,00969	-1	0,00690	0,04576	34	0,00023	0,01057
-34	-0,00101	0,00868	0	0,00514	0,05090	35	0,00100	0,01158
-33	0,00467	0,01336	1	0,00871	0,05962	36	0,00353	0,01511
-32	0,00535	0,01871	2	-0,00251	0,05711	39	0,00112	0,01667
-31	0,00086	0,01958	3	-0,00564	0,05147	40	-0,00038	0,01629
-30	0,00177	0,02135	4	-0,00225	0,04922	41	0,00048	0,01678
-27	-0,00105	0,01594	5	-0,00663	0,04259	44	0,00217	0,02269
-26	0,00009	0,01603	6	0,00165	0,04424	45	-0,00029	0,02240
-25	0,00078	0,01682	7	-0,00101	0,04323	46	-0,00039	0,02201
-24	-0,00171	0,01511	8	-0,00448	0,03875	47	-0,0041	0,01791
-23	0,00744	0,02256	9	-0,00144	0,03731	50	0,00533	0,01841
-20	-0,00233	0,01751	10	-0,00178	0,03553	51	0,00545	0,02386
-19	-0,00218	0,01533	11	-0,00318	0,03235	54	-0,00263	0,02890
-18	0,00312	0,01846	12	0,00514	0,03749	55	0,00193	0,03084
-17	0,00282	0,02128	13	-0,00075	0,03675	58	-0,00163	0,02612
-16	-0,00233	0,01894	14	-0,00048	0,03627	59	-0,00151	0,02461
-15	0,00679	0,02573	15	-0,00256	0,03371	60	0,00078	0,02540

FIGURA 4.12

EVOLUCION DEL $CAR_{-60,+60}$ EN EMPRESAS COMPRADAS



CUADRO 4.18

DIFERENTES $CAR_{K,L}$ Y SU SIGNIFICACION ESTADISTICA
(empresas adquiridas)

Período	CAR	t-valor
[-60,0]	0,05090	2,9957
[-15,0]	0,03195	3,1647
[-1,1]	0,02076	5,2927
[-1]	0,00690	3,9636
[0]	0,00514	1,8717
[1]	0,00871	3,3746
[0,15]	-0,01205	-0,7194
[0,60]	-0,02036	-1,0071

Como se puede observar en la Figura 4.12 y en el Cuadro 4.18, una vez sobrepasada la fecha en que se produce la divulgación de la operación, los residuos de estas empresas se sitúan alrededor de cero, es decir, no son significativamente diferentes de cero o, lo que es igual, la rentabilidad obtenida coincide con la esperada, permitiendo en alguna medida mantener estable parte de la ganancia obtenida con anterioridad.

Otra característica que debemos resaltar es la significación estadística obtenida en los residuos previos al anuncio. Este resultado parece confirmarnos la idea que la aparición en prensa de la adquisición es, única y exclusivamente, la divulgación de un acontecimiento ya ocurrido que culmina en este preciso instante, esto es, en $t=0$.

Esta reflexión, además de desprenderse de los resultados obtenidos, puede ser razonada con cierta lógica, ya que, en caso contrario desencadenaría automáticamente la

elevación de los precios de los títulos de la empresa deseada y, si realmente se desea alcanzar el control de las empresas objetivo, la elevación en el precio obligaría implícitamente a las empresas lanzadoras de estas ofertas a afrontar un mayor "sobrepago".

4.4 GANANCIAS NETAS DE LAS OPERACIONES DEL MERCADO PARA EL CONTROL DE EMPRESAS.

Por último, antes de finalizar este cuarto y último capítulo, intentaremos a continuación llegar a algún tipo de evidencia empírica sobre la ganancia, en términos netos, que generan las operaciones analizadas. Para ello, las empresas fueron reagrupadas en función, única y exclusivamente, del tipo de operación en que se vieron inmersas, sin tener en cuenta si lanzaban o recibían la oferta. Así, el número de operaciones que formaban cada grupo fueron: 70 operaciones de OPAs, 38 fusiones por absorción y 137 adquisiciones de empresas.

El desarrollo realizado posteriormente es ya conocido, calcular en grupo y para cada una de las empresas que lo formen su residuo anormal 241 días anteriores a su fecha suceso y 101 días posteriores al mismo momento. Una vez obtenidas estas estimaciones, se calcula, para el anterior intervalo de tiempo, el residuo promedio, AR_t , de la operación, se cuantifican los $CAR_{K,L}$ para diferentes horizontes temporales, $[K, L]$, y se calcula su significación estadística.

Si bien antes de presentar los resultados, hemos de adelantar que los mismos deben ser considerados con cierta cautela, pues no están debidamente ponderados.

En primer lugar, no disponemos en ninguno de los grupos estudiados (absorciones, compras y OPAs) del mismo número de empresas lanzadoras y de empresas objetivo, además, las operaciones analizadas pueden no estar completas, es decir, es posible la ausencia de una de las dos empresas que intervienen en la operación, bien la empresa lanzadora, bien la empresa objetivo. Esta circunstancia puede darse por dos motivos: porque en alguna operación intervenga una empresa que sus títulos no coticen en la Bolsa de Madrid o en el Sistema de Interconexión Bursátil o porque, aún cumpliendo el anterior requisito, no entraban a formar parte de nuestra base de datos o no se disponían de un número de observaciones mínimo alrededor de $t=0$.

En segundo lugar, tampoco hemos prestado la debida atención al tamaño de las empresas. Con respecto a este problema, las empresas adquirentes poseen, salvando casos excepcionales, un mayor tamaño que las correspondientes empresas adquiridas⁶⁸. En este sentido, y debido a que las empresas lanzadoras de las ofertas tienden a ser, por término medio, mayores que las empresas objetivos, la suma de los retornos anormales de ambas empresas no medirán la ganancia global.

⁶⁸ En este sentido, MARTINEZ y SANCHIS (1990), utilizando la variable volumen de ventas, señalan como uno de los rasgos comunes de las empresas adquiridas es el que éstas suelen ser más pequeñas, en promedio, 6,4 veces inferior a la compradora. Por tanto, al igual que en otros países se puede considerar que existe una diferencia sustancial en el tamaño de las firmas que participan en los procesos de concentración.

Ahora bien, con respecto a la primera deficiencia que acabamos de mencionar, podría haber sido evitada trabajando únicamente con pares de empresas, es decir, con una muestra que estuviera formada con empresas adquirentes y sus correspondientes adquiridas. Sin embargo, esta solución nos provocaría otro problema quizás más grave, nos reduciría los elementos de las muestras a un número insignificante. Sin embargo, creemos que los resultados obtenidos pueden aportar alguna información adicional, pues parecen predominar, en el resultado global, las conclusiones alcanzadas en las empresas receptoras de las ofertas, esto es, empresas objetivo. La importancia del resultado radica que, con independencia del grupo de operaciones al que hagamos referencia, el número de empresas objetivo es inferior frente al de empresas lanzadoras y, por lo tanto, sus resultados tendrán un menor peso en el resultado final.

Para afrontar convenientemente el segundo inconveniente, es decir, el diferente tamaño de las empresas, deberíamos haber trabajado con magnitudes absolutas⁶⁹, puesto que las unidades monetarias que representen para las adquirentes un pequeño porcentaje de pérdidas o ganancias, pueden exceder a la valoración en términos monetarios de un mayor porcentaje de ganancias o pérdidas que alcancen las empresas objetivo. Sin embargo, creemos que los resultados alcanzados con nuestros datos no se verían sustancialmente afectados por la variable tamaño pues, excluyendo el grupo de compras⁷⁰, para el resto de

⁶⁹ Otra solución es trabajar con las magnitudes relativas medias obtenidas, si bien, éstas deberían ser ponderadas convenientemente.

⁷⁰ En este caso podemos imaginar una cierta compensación entre los dos inconvenientes mencionados, esto es, si las empresas lanzadoras tienen un mayor tamaño, deberían ponderar más en el resultado final y esta mayor ponderación
(continúa...)

grupos los residuos se mueven, por norma general, en el mismo sentido.

Por lo que se refiere a la muestra que abarca las operaciones de OPAs, los resultados se recogen en las Figuras 4.13 y 4.14 y en los Cuadros 4.19, 4.20 y 4.21. A la vista de éstos, podemos decir que este tipo de operación genera, por término medio, una ganancia neta en el día posterior al anuncio, que asciende al 1,2633 por cien, que además es significativamente no nula ($t=4,612232$).

También, es de destacar que dicha ganancia se mantiene en el tiempo o, lo que es lo mismo, que las expectativas sobre los beneficios futuros fueron correctas. Así, la anterior ganancia, en el período que comprende los 20 días siguientes al anuncio, se mantiene estable y significativa (1,1056 por cien ($t=2,13526$)).

⁷⁰(...continuación)

puede venir dada por el número de empresas lanzadoras que analizamos, 83, frente a las 54 empresas objetivo que completan la muestra de adquisiciones de empresas.

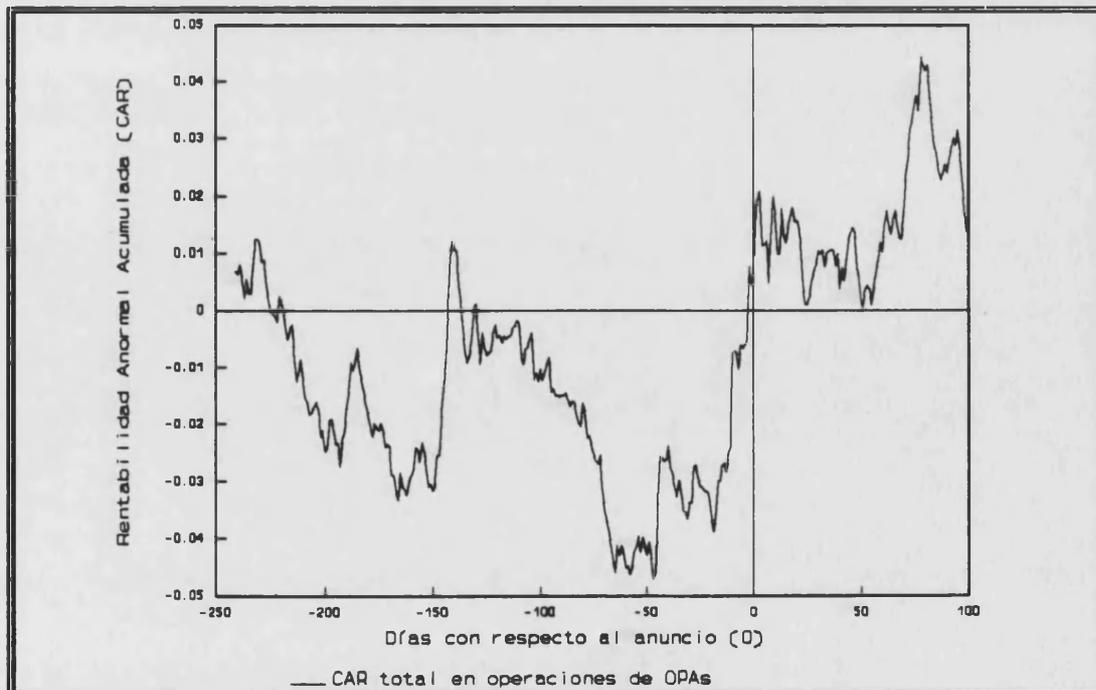
CUADRO 4.19

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-241,t}$ EN EL GRUPO DE OPAs
 (desde $t=-241$ a $t=101$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-241	0,00684	0,00684	-15	0,00271	-0,02731	20	0,00020	0,01568
-240	-0,00054	0,00629	-14	0,00029	-0,02702	21	-0,00105	0,01463
-239	0,00155	0,00785	-13	-0,00146	-0,02848	22	-0,00335	0,01128
-233	0,00443	0,00738	-12	0,00345	-0,02502	23	-0,00681	0,00447
-200	-0,00359	-0,02488	-11	0,00090	-0,02412	24	-0,00342	0,00105
-199	0,00061	-0,02427	-10	0,01644	-0,00768	25	-0,00019	0,00085
-171	0,00054	-0,02369	-9	0,00051	-0,00717	26	0,00154	0,00239
-170	-0,00046	-0,02414	-8	-0,00031	-0,00748	30	0,00243	0,01035
-169	-0,00486	-0,029	-7	-0,00296	-0,01044	31	-0,00071	0,00964
-142	0,00828	0,00931	-6	0,00432	-0,00612	32	0,00088	0,01052
-141	0,00260	0,01191	-5	-0,00049	-0,0066	39	0,00190	0,00965
-140	-0,00145	0,01046	-4	0,00047	-0,00613	40	-0,00607	0,00358
-135	-0,00403	-0,00759	-3	0,00071	-0,00541	41	0,00373	0,00732
-134	-0,00154	-0,00913	-2	0,01289	0,00748	42	-0,00222	0,00511
-133	0,00158	-0,00754	-1	-0,00286	0,00462	58	0,00168	0,00874
-132	0,00256	-0,00498	0	0,00020	0,00483	59	0,00297	0,01172
-90	0,00055	-0,01488	1	0,01263	0,01746	60	-0,00155	0,01017
-89	-8,6E-05	-0,01497	2	0,00202	0,01949	61	0,00515	0,01532
-70	-0,00402	-0,03501	3	0,00106	0,02055	62	0,00199	0,01732
-69	-0,00188	-0,03689	4	-0,00931	0,01124	80	-0,00104	0,04178
-68	-0,00195	-0,03884	5	0,00011	0,01136	81	0,00092	0,04271
-51	-0,00151	-0,0413	6	0,00056	0,01192	82	-0,00512	0,03759
-50	-0,00171	-0,04301	7	-0,00718	0,00474	83	-0,00562	0,03197
-41	0,00025	-0,02632	8	0,00961	0,01435	84	-0,00337	0,02860
-40	0,00240	-0,02392	9	0,00530	0,01966	85	-0,00098	0,02763
-33	-0,00327	-0,03527	10	-0,00351	0,01614	92	0,00170	0,02810
-32	-0,00039	-0,03566	11	-0,00647	0,00968	93	0,00182	0,02993
-31	-0,00112	-0,03678	12	0,00010	0,00978	94	-0,00122	0,02871
-30	0,00306	-0,03371	13	0,00782	0,01761	95	0,00259	0,03130
-21	-0,00038	-0,03238	14	-0,00504	0,01257	100	0,00012	0,01365
-20	-0,00423	-0,03661	15	-0,00079	0,01177	101	0,00449	0,01815

FIGURA 4.13

GANANCIA NETA, $CAR_{-241, 101}$, EN OPERACIONES DE OPA



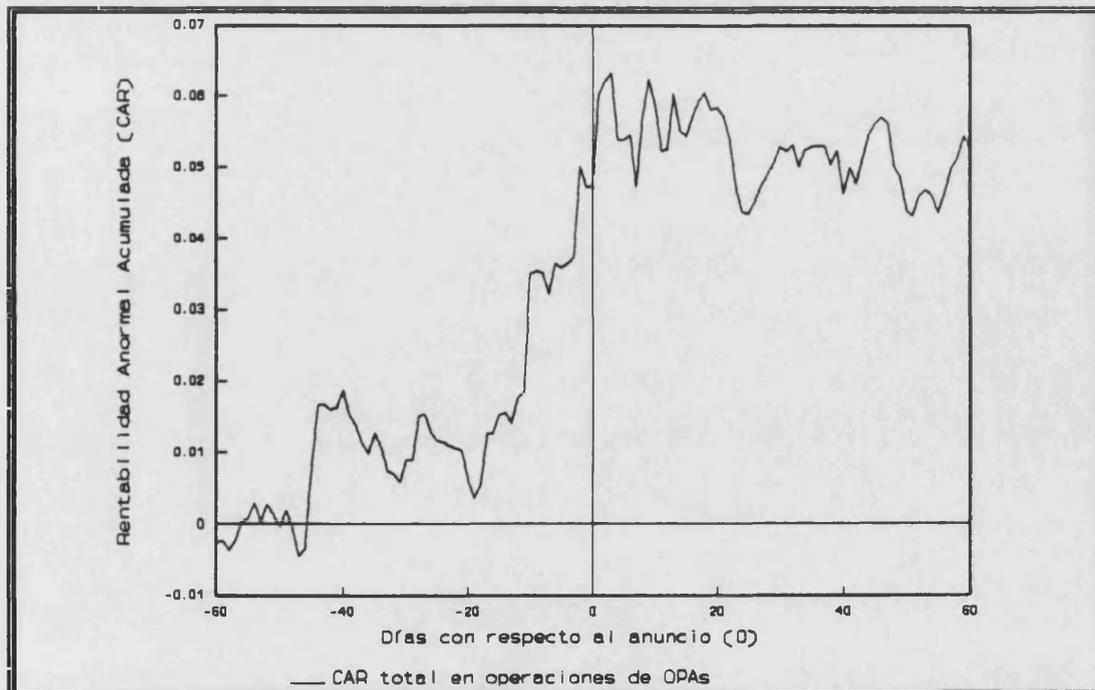
CUADRO 4.20

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-60,t}$ EN EL GRUPO DE OPAs
 (desde $t=-60$ a $t=60$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-60	-0,00271	-0,00271	-14	0,00029	0,01554	16	0,0027	0,05703
-59	0,00038	-0,00233	-13	-0,00146	0,01407	17	0,00214	0,05918
-58	-0,00133	-0,00366	-12	0,00345	0,01753	18	0,00119	0,06037
-55	0,00044	0,00080	-11	0,00090	0,01843	19	-0,00234	0,05803
-54	0,00199	0,00280	-10	0,01644	0,03488	20	0,00020	0,05824
-51	-0,00151	0,00126	-9	0,00051	0,03539	21	-0,00105	0,05719
-50	-0,00171	-0,00045	-8	-0,00031	0,03508	22	-0,00335	0,05384
-47	-0,00404	-0,00456	-7	-0,00296	0,03212	23	-0,00681	0,04703
-46	0,00106	-0,0035	-6	0,00432	0,03644	24	-0,00342	0,04361
-45	0,01119	0,00769	-5	-0,00049	0,03595	30	0,00243	0,05290
-44	0,00902	0,01671	-4	0,00047	0,03643	31	-0,00071	0,05219
-41	0,00025	0,01623	-3	0,00071	0,03714	32	0,00088	0,05308
-40	0,00240	0,01863	-2	0,01289	0,05004	33	-0,00306	0,05002
-35	0,00282	0,01257	-1	-0,00286	0,04718	34	0,00243	0,05245
-34	-0,00201	0,01056	0	0,00020	0,04739	35	0,00046	0,05291
-33	-0,00327	0,00729	1	0,01263	0,06002	36	0,00004	0,05296
-32	-0,00039	0,00690	2	0,00202	0,06205	39	0,00190	0,05221
-31	-0,00112	0,00578	3	0,00106	0,06311	40	-0,00607	0,04614
-30	0,00306	0,00885	4	-0,00931	0,05380	41	0,00373	0,04988
-27	0,00010	0,01524	5	0,00011	0,05392	44	0,00358	0,05443
-26	-0,00245	0,01279	6	0,00056	0,05448	45	0,00160	0,05603
-25	-0,00123	0,01156	7	-0,00718	0,04730	46	0,00085	0,05689
-24	-0,00015	0,01140	8	0,00961	0,05691	47	-0,00086	0,05602
-23	-0,00069	0,01071	9	0,00530	0,06221	50	-0,00457	0,04379
-20	-0,00423	0,00595	10	-0,00351	0,05870	51	-0,00073	0,04307
-19	-0,00235	0,00359	11	-0,00647	0,05224	54	-0,00067	0,0461
-18	0,00180	0,00539	12	0,00010	0,05234	55	-0,00259	0,04351
-17	0,00712	0,01252	13	0,00782	0,06017	58	0,00168	0,05130
-16	0,00001	0,01253	14	-0,00504	0,05513	59	0,00297	0,05428
-15	0,00271	0,01524	15	-0,00079	0,05433	60	-0,00155	0,05273

FIGURA 4.14

$CAR_{-60,60}$ EN OPERACIONES DE OPAs



CUADRO 4.21

DIFERENTES $CAR_{x,L}$ Y SU SIGNIFICACION ESTADISTICA
(Grupo de OPAs)

Período	CAR	t-valor
[-20,0]	0,03721	2,4788
[-1]	-0,00286	-1,5600
[0]	0,00020	0,0501
[1]	0,01263	4,6122
[0,20]	0,01105	2,1352

Con respecto al grupo formado por las empresas involucradas en operaciones de fusión por absorción. Los residuos anormales promedio en determinados momentos, AR_t , y sus retornos anormales acumulados promedio para determinados intervalos de tiempo, $CAR_{x,L}$, de este grupo de empresas, se reflejan, por un lado, en las Figuras 4.15 y 4.16 y, por otro, en los Cuadros 4.22, 4.23 y 4.24.

A la vista de estos resultados, y sin dejar de lado los obtenidos al analizar por separado las empresas absorbidas y las empresas absorbentes, podemos afirmar que inicialmente este tipo de operaciones no genera un resultado neto positivo, sino todo lo contrario.

Aunque en algún momento previo a la divulgación de la noticia, el retorno anormal puede que sea positivo y significativo, por ejemplo, $CAR_{-20,0} = 2,273$ por cien con un t-valor de 1,71374, lo que está claro es que éste posible retorno anormal positivo se pierde rápidamente en los días siguientes al del suceso.

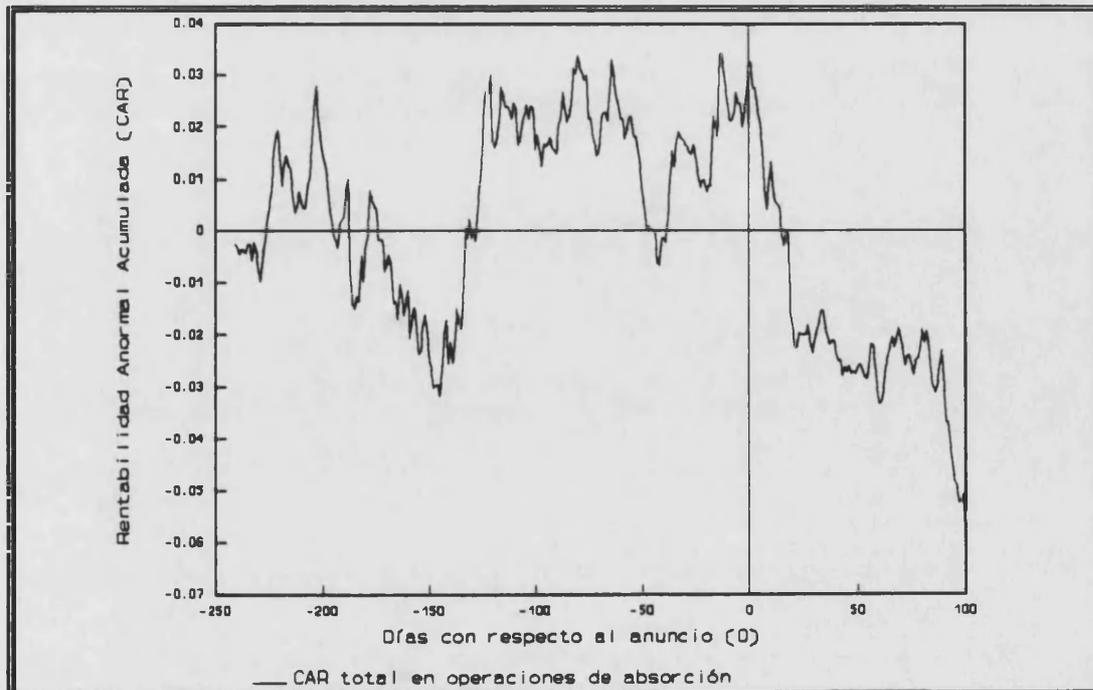
CUADRO 4.22

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-241,t}$ EN EL GRUPO DE ABSORCIONES
 (desde $t=-241$ a $t=101$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-241	-0,0027	-0,0027	-15	-0,0021	0,01801	20	-0,00256	-0,01844
-240	-0,0008	-0,0035	-14	0,01541	0,03342	21	-0,00418	-0,02262
-239	-0,001	-0,0045	-13	0,00090	0,03433	22	-1,3E-05	-0,02264
-233	-0,00299	-0,0056	-12	-0,00339	0,03094	23	0,00293	-0,0197
-200	-0,00447	0,01422	-11	-0,00354	0,02740	24	-0,00036	-0,02006
-199	-0,00128	0,01294	-10	-0,00356	0,02384	25	0,00003	-0,02002
-171	-0,00582	-0,00795	-9	-0,00281	0,02103	26	-3,8E-05	-0,02006
-170	0,00167	-0,00628	-8	0,00019	0,02122	30	0,00245	-0,02116
-169	0,00160	-0,00468	-7	0,00104	0,02227	31	0,00143	-0,01972
-142	0,00265	-0,01716	-6	0,00434	0,02661	32	0,00182	-0,0179
-141	-0,00851	-0,02566	-5	-0,00232	0,02430	39	0,00019	-0,02109
-140	0,00416	-0,0215	-4	0,00002	0,02433	40	-0,00255	-0,02364
-135	-0,00073	-0,0189	-3	-0,00437	0,01996	41	-0,0015	-0,02514
-134	0,00568	-0,01321	-2	0,00293	0,02289	42	0,00014	-0,02499
-133	0,01376	0,00055	-1	0,00356	0,02645	58	-0,00424	-0,02636
-132	-0,00199	-0,00144	0	0,00596	0,03242	59	-0,00353	-0,02989
-90	-0,00064	0,01473	1	-0,00028	0,03213	60	-0,00361	-0,03351
-89	0,00571	0,02045	2	-0,00487	0,02727	61	0,00046	-0,03305
-70	0,00133	0,01563	3	0,00005	0,02732	62	0,00279	-0,03025
-69	0,00598	0,02162	4	-0,00378	0,02353	80	0,00381	-0,01913
-68	0,00103	0,02265	5	-0,00302	0,02051	81	-0,00244	-0,02157
-51	-0,00235	0,01282	6	-0,00515	0,01536	82	0,00204	-0,01952
-50	-0,00555	0,00727	7	-0,00665	0,00871	83	-0,00295	-0,02247
-41	0,00534	-0,00134	8	-0,00468	0,00403	84	-0,00478	-0,02725
-40	-0,00024	-0,00158	9	0,00537	0,00940	85	-0,00279	-0,03003
-33	0,00142	0,01882	10	0,00375	0,01315	92	-0,00013	-0,03716
-32	-0,00097	0,01785	11	-0,00568	0,00747	93	-0,00436	-0,04152
-31	-0,00047	0,01738	12	-0,00209	0,00539	94	-0,00367	-0,04519
-30	-0,0008	0,01658	13	-0,0004	0,00498	95	-0,00332	-0,0485
-21	0,00021	0,00969	14	-0,00084	0,00415	100	-0,0083	-0,05925
-20	-0,00226	0,00743	15	-0,00513	-0,00097	101	0,00012	-0,05913

FIGURA 4.15

GANANCIA NETA, $CAR_{-241, 101}$, EN OPERACIONES DE ABSORCION



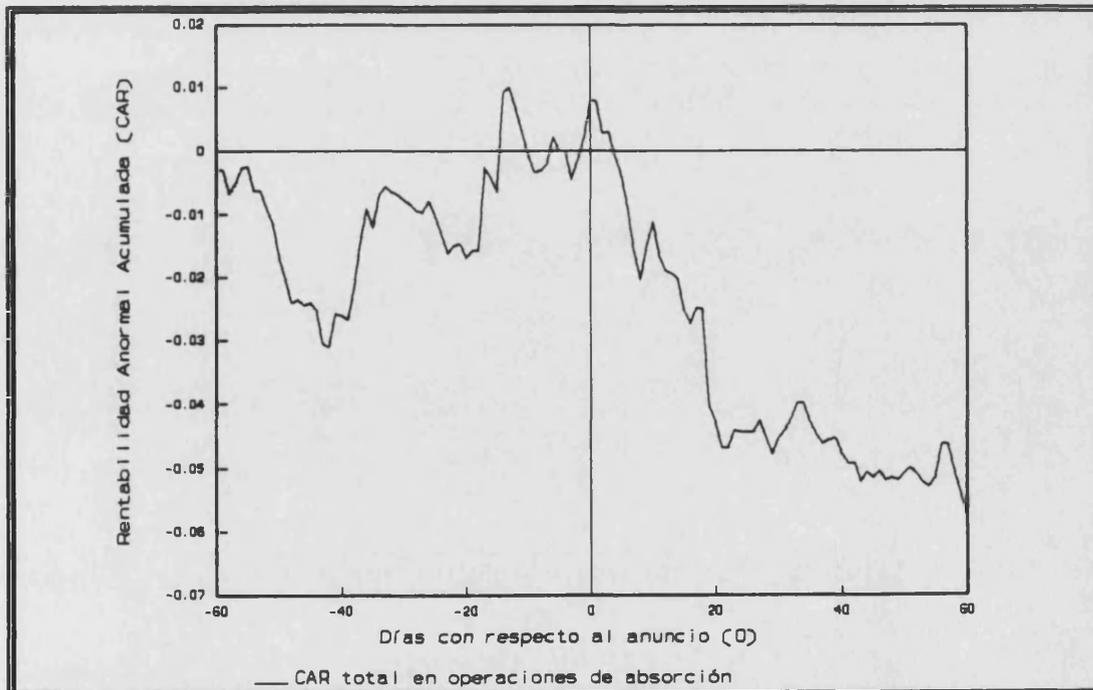
CUADRO 4.23

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-60,t}$ EN EL GRUPO DE ABSORCIONES
 (desde $t=-60$ a $t=60$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-60	-0,00286	-0,00286	-14	0,01541	0,00906	16	-0,00195	-0,02729
-59	-5,1E-05	-0,00291	-13	0,00090	0,00996	17	0,00254	-0,02475
-58	-0,00384	-0,00675	-12	-0,00339	0,00657	18	-0,00027	-0,02502
-55	0,00021	-0,00244	-11	-0,00354	0,00303	19	-0,01523	-0,04025
-54	-0,00389	-0,00633	-10	-0,00356	-0,00052	20	-0,00256	-0,04281
-51	-0,00235	-0,01154	-9	-0,00281	-0,00333	21	-0,00418	-0,04699
-50	-0,00555	-0,01709	-8	0,00019	-0,00314	22	-1,3E-05	-0,04701
-47	0,00039	-0,02359	-7	0,00104	-0,0021	23	0,00293	-0,04407
-46	-0,00075	-0,02434	-6	0,00434	0,00225	24	-0,00036	-0,04443
-45	0,00021	-0,02412	-5	-0,00232	-6,5E-05	30	0,00245	-0,04552
-44	-0,00104	-0,02516	-4	0,00002	-3,6E-05	31	0,00143	-0,04409
-41	0,00534	-0,02571	-3	-0,00437	-0,00441	32	0,00182	-0,04226
-40	-0,00024	-0,02595	-2	0,00293	-0,00148	33	0,00253	-0,03972
-35	-0,0029	-0,01203	-1	0,00356	0,00208	34	-6,5E-05	-0,03979
-34	0,00506	-0,00696	0	0,00596	0,00805	35	-0,00305	-0,04284
-33	0,00142	-0,00554	1	-0,00028	0,00777	36	-0,00198	-0,04482
-32	-0,00097	-0,00652	2	-0,00487	0,00290	39	0,00019	-0,04546
-31	-0,00047	-0,00699	3	0,00005	0,00295	40	-0,00255	-0,04801
-30	-0,0008	-0,00778	4	-0,00378	-0,00083	41	-0,0015	-0,04951
-27	-0,00034	-0,00979	5	-0,00302	-0,00385	44	0,00153	-0,05078
-26	0,00178	-0,00801	6	-0,00515	-0,009	45	-0,00088	-0,05166
-25	-0,00219	-0,0102	7	-0,00665	-0,01565	46	0,00106	-0,0506
-24	-0,0031	-0,0133	8	-0,00468	-0,02033	47	-0,00144	-0,05204
-23	-0,00285	-0,01615	9	0,00537	-0,01496	50	0,00106	-0,05099
-20	-0,00226	-0,01693	10	0,00375	-0,01121	51	0,00091	-0,05008
-19	0,00122	-0,01571	11	-0,00568	-0,01689	54	-0,00069	-0,05308
-18	-7,3E-05	-0,01578	12	-0,00209	-0,01897	55	0,00154	-0,05153
-17	0,01321	-0,00256	13	-0,0004	-0,01938	58	-0,00424	-0,05073
-16	-0,0017	-0,00426	14	-0,00084	-0,02021	59	-0,00353	-0,05426
-15	-0,0021	-0,00636	15	-0,00513	-0,02534	60	-0,00361	-0,05787

FIGURA 4.16

$CAR_{-60,60}$ EN OPERACIONES DE ABSORCION



CUADRO 4.23

DIFERENTES $CAR_{t,L}$ Y SU SIGNIFICACION ESTADISTICA
(Grupo de absorciones de empresas)

Período	CAR	t-valor
[-20,0]	0,02273	1,7137
[-1]	0,00256	0,7935
[0]	0,00596	1,6402
[1]	-0,00028	-0,7065
[0,20]	-0,04490	-3,8308

Efectivamente, transcurrido el día del anuncio y durante los veinte días siguientes, el retorno neto anormal acumulado promedio es negativo, $CAR_{0,20} = -4,490$ por cien, y claramente significativamente menor que cero, $t = -3.83080$, compensando con creces la ganancia conseguida en los 20 días previos al anuncio de la operación.

El último caso que nos queda por analizar en este epígrafe relativo a la ganancia neta de las operaciones del mercado para el control de empresas, es el referente al grupo formado por las **compras de empresas**, Figuras 4.17 y 4.18 y Cuadros 4.24, 4.25 y 4.26, obtenemos un resultado bastante común al encontrado en trabajos realizados por otros autores. La operación genera un beneficio neto nulo, o dicho de otra forma, las ganancias extraordinarias de las empresas objetivo permiten cubrir las pérdidas anormales en que incurren las empresas compradoras⁷¹.

⁷¹ Este resultado podría sufrir modificaciones si hubiésemos tenido en cuenta el tamaño de las firmas y puede que el efecto nulo encontrado se transformase en un efecto negativo. Aunque también debemos tener en cuenta el hecho de que en la muestra existen un mayor número de empresas adquirentes que de empresas adquiridas y puede que el efecto nulo siguiese manteniéndose.

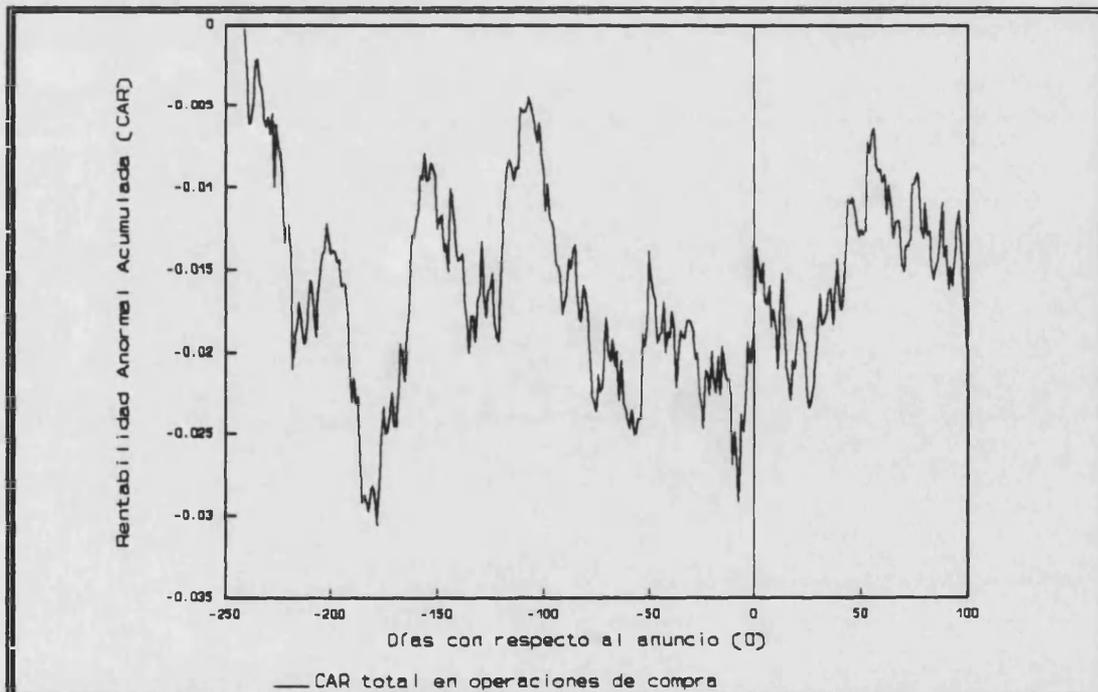
CUADRO 4.24

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-241,t}$ EN EL GRUPO DE COMPRAS
 (desde $t=-241$ a $t=101$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-241	-0,00033	-0,00033	-15	0,00299	-0,01963	20	0,00128	-0,01969
-240	-0,00258	-0,00291	-14	-0,00128	-0,02091	21	0,00170	-0,01799
-239	-0,00327	-0,00618	-13	-0,00079	-0,0217	22	-0,00022	-0,01821
-233	-0,00023	-0,00402	-12	-1,0E-06	-0,0217	23	-0,00111	-0,01932
-200	-0,00058	-0,014	-11	-0,00109	-0,02279	24	-0,00025	-0,01956
-199	0,00017	-0,01383	-10	-0,00413	-0,02692	25	-0,0032	-0,02277
-171	0,00127	-0,02248	-9	0,00200	-0,02492	26	-0,00064	-0,02341
-170	-0,00209	-0,02457	-8	-0,00249	-0,02741	30	0,00163	-0,01876
-169	4,1E-06	-0,02457	-7	-0,00181	-0,02922	31	0,00225	-0,0165
-142	-0,00179	-0,01249	-6	0,00535	-0,02387	32	-0,00184	-0,01834
-141	-0,00167	-0,01416	-5	-0,001	-0,02487	39	0,00177	-0,01438
-140	-0,00033	-0,01449	-4	0,00124	-0,02362	40	-0,00259	-0,01698
-135	-0,00147	-0,02005	-3	0,00421	-0,0194	41	-0,00045	-0,01742
-134	0,00221	-0,01784	-2	-0,00126	-0,02066	42	0,00128	-0,01613
-133	4,0E-06	-0,01783	-1	0,00045	-0,02021	58	-0,00049	-0,00906
-132	-0,00154	-0,01937	0	0,00198	-0,01822	59	0,00010	-0,00896
-90	0,00065	-0,01707	1	0,00449	-0,01372	60	-0,00078	-0,00974
-89	0,00074	-0,01632	2	-0,00076	-0,01448	61	0,00050	-0,00924
-70	0,00170	-0,0179	3	-0,0013	-0,01578	62	-0,0024	-0,01163
-69	-0,00235	-0,02025	4	0,00115	-0,01463	80	0,00208	-0,01101
-68	-0,00028	-0,02052	5	-0,00236	-0,01699	81	-0,0019	-0,01291
-51	0,00118	-0,01848	6	-0,00011	-0,0171	82	0,00026	-0,01265
-50	0,00459	-0,01389	7	0,00114	-0,01596	83	-0,00211	-0,01475
-41	0,00119	-0,01883	8	-0,00254	-0,0185	84	-0,0009	-0,01565
-40	-0,00027	-0,0191	9	0,00104	-0,01745	85	0,00085	-0,0148
-33	-8,3E-05	-0,01917	10	-0,00136	-0,01881	92	0,00135	-0,01486
-32	0,00104	-0,01813	11	-0,00221	-0,02102	93	-0,00112	-0,01598
-31	0,00005	-0,01807	12	0,00321	-0,01781	94	0,00195	-0,01403
-30	-0,00012	-0,0182	13	0,00253	-0,01527	95	0,00184	-0,01218
-21	-0,00131	-0,02264	14	-0,00282	-0,0181	100	-0,00192	-0,02039
-20	0,00265	-0,01998	15	-0,00284	-0,02093	101	-0,00179	-0,02218

FIGURA 4.17

GANANCIA NETA, $CAR_{-241, 101}$, EN OPERACIONES DE COMPRA



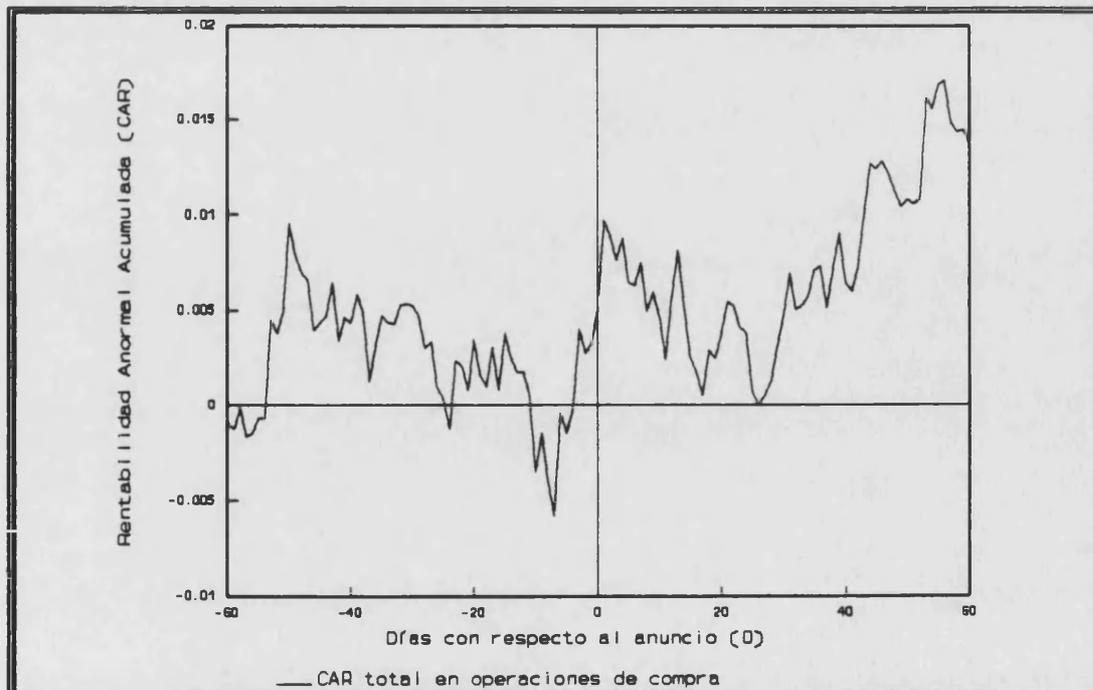
CUADRO 4.25

EVOLUCION DE LOS AR_t Y $CAR_{-60,t}$ EN EL GRUPO DE COMPRAS
 (desde $t=-60$ a $t=60$)

días	AR	CAR	días	AR	CAR	días	AR	CAR
-60	-0,0009	-0,0009	-14	-0,00128	0,00250	16	-0,00081	0,001663
-59	-0,00035	-0,00124	-13	-0,00079	0,00171	17	-0,00118	0,000483
-58	0,00106	-0,00018	-12	-1,0E-06	0,00171	18	0,00239	0,002873
-55	0,00081	-0,0007	-11	-0,00109	0,00062	19	-0,00044	0,002434
-54	0,00001	-0,00069	-10	-0,00413	-0,00351	20	0,00128	0,003719
-51	0,00118	0,00493	-9	0,00200	-0,00151	21	0,00170	0,005422
-50	0,00459	0,00952	-8	-0,00249	-0,004	22	-0,00022	0,005206
-47	-0,00032	0,00658	-7	-0,00181	-0,00581	23	-0,00111	0,004093
-46	-0,00264	0,00394	-6	0,00535	-0,00046	24	-0,00025	0,003847
-45	0,00039	0,00434	-5	-0,001	-0,00146	30	0,00163	0,004654
-44	0,00028	0,00462	-4	0,00124	-0,00021	31	0,00225	0,006913
-41	0,00119	0,00458	-3	0,00421	0,00400	32	-0,00184	0,005075
-40	-0,00027	0,00430	-2	-0,00126	0,00274	33	0,00011	0,00519
-35	0,00147	0,00469	-1	0,00045	0,00320	34	0,00053	0,005725
-34	-0,00037	0,00432	0	0,00198	0,00519	35	0,00137	0,007101
-33	-8,3E-05	0,00424	1	0,00449	0,00969	36	0,00018	0,007288
-32	0,00104	0,00528	2	-0,00076	0,00892	39	0,00177	0,009027
-31	0,00005	0,00533	3	-0,0013	0,00762	40	-0,00259	0,006436
-30	-0,00012	0,00521	4	0,00115	0,00877	41	-0,00045	0,005991
-27	0,00034	0,00334	5	-0,00236	0,00642	44	0,00278	0,0127
-26	-0,00243	0,00091	6	-0,00011	0,00630	45	-0,00028	0,012423
-25	-0,00061	0,00030	7	0,00114	0,00744	46	0,00035	0,012774
-24	-0,00158	-0,00128	8	-0,00254	0,00491	47	-0,00068	0,01209
-23	0,00359	0,00231	9	0,00104	0,00595	50	0,00040	0,010797
-20	0,00265	0,00343	10	-0,00136	0,00459	51	-0,00023	0,010571
-19	-0,00184	0,00158	11	-0,00221	0,00238	54	-0,00064	0,015531
-18	-0,00063	0,00095	12	0,00321	0,00560	55	0,00128	0,016814
-17	0,00213	0,00309	13	0,00253	0,00813	58	-0,00049	0,014347
-16	-0,00231	0,00078	14	-0,00282	0,00531	59	0,00010	0,014455
-15	0,00299	0,00378	15	-0,00284	0,00247	60	-0,00078	0,013673

FIGURA 4.18

$CAR_{-60,60}$ EN OPERACIONES DE COMPRA



CUADRO 4.24

DIFERENTES $CAR_{k,L}$ Y SU SIGNIFICACION ESTADISTICA
(Grupo de compra de empresas)

Período	CAR	t-valor
[-20,0]	0,00441	1,5259
[-1]	0,00045	0,3291
[0]	0,00198	0,6032
[1]	0,00449	2,3456
[0,20]	0,00051	1,5466

Observando los resultados, podemos advertir que, durante los días previos al anuncio, las pérdidas de las empresas adquirentes se compensan, es más, se sobrepasan con las ganancias de las empresas adquiridas.

Como se advierte en el Cuadro 4.24, el efecto neutral se mantiene en fechas posteriores al anuncio. De este modo, parece confirmarse, al igual que en otros trabajos, que las adquisiciones de empresas tienen efectos insignificantes en el proceso generador del retorno esperado.

La ganancia neta significativa que se obtiene en el día posterior a la divulgación (0,004499 ($t=2,3456653$)) parece que se desvanece rápidamente, por ejemplo, el $CAR_{2,10}=-0.00509$. Ahora bien, para períodos posteriores al anuncio, excepto en $t=1$, no volvemos a obtener ningún tipo de resultado extraordinario que sea significativamente distinto de cero.

BIBLIOGRAFIA DEL CAPITULO IV

- ASQUITH, P., (1983), "Merger bids, uncertainty, and stockholder returns". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 51-83.
- ASQUITH, P., BURNER, F. y MULLINS, W., (1983), "The gains to bidding firms from merger". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 121-139.
- BRADLEY, M., (1980), "Interfirm tender offers and the market for corporate control". Journal of Business, vol. LIV. nº 4. Págs. 345-376.
- BRADLEY, M., DESAI, A. y KIM, H., (1983), "The rationale behind interfirm tender offers". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 183-206.
- BRADLEY, M. y WAKEMAN, M., (1983), "The wealth effects of targeted share repurchases". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 301-328.
- BREALEY, R. y MYERS, S., (1988), "Fundamentos de financiación empresarial". McGraw-Hill. Madrid.
- COPELAND, T.E. y WESTON, J.F., (1983), "Financial theory and corporate policy". Addison-Wesley publishing company.
- DODD, P., (1980), "Merger proposals, management discretion and stockholder wealth". Journal of Financial Economics. Junio. Págs. 105-137.
- DODD, P. y RUBACK, R., (1977), "Tender offers and stockholder returns: an empirical analysis". Journal of Financial Economics. Diciembre. Págs. 351-374.
- ECKBO, B.E., (1983), "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 241-273.
- ELLER, J.C., (1976), "Mergers, antitrust law enforcement and stockholder returns". Journal of Finance, vol. XXXI, nº 2. Págs. 715-732.
- FERNANDEZ, P., (1992), "El mercado para el control de las empresas". Alta Dirección, año XXVII, nº 162. Marzo-Abril. Págs. 135-145.

- FIRTH, M., (1979), "The profitability of takeovers and mergers". The Economic Journal. Junio. Págs. 316-328.
- , (1980), "Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm". The Quarterly Journal of Economics, vol. XCIV, nº 2. Marzo. Págs. 235-260.
- GARCIA MARTIN, C.J. y FERRANDO BOLADO, M., (1992), "Tomas de poder: efectos sobre la rentabilidad de las acciones". Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. I, nº 1. Págs. 115-124.
- JENSEN, C.M. y RUBACK, S.R., (1983), "The market for corporate control. The scientific evidence". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 5-56.
- MALATESTA, P.H., (1983), "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 155-181.
- MANDELKER, G., (1974), "Risk and return: the case of merging firms". Journal of Financial Economics, vol. I. Diciembre. Págs 303-335.
- MANNE, G.H., (1965), "Mergers and the market for corporate control". Journal of Political Economy, vol LXXIII, nº 1. Abril. Págs. 110-120.
- MARTINEZ SERRANO, J.A. (1990), "Fusiones y adquisiciones de empresas en la Bolsa de Madrid". Economistas, VIII. Págs. 193-197.
- MARTINEZ SERRANO J.A. y SANCHIS LLOPIS, A., (1990), "Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales". Economía industrial, nº 272. Marzo-Abril. Págs 125-135.
- PEÑA, J.I. y PEREZ, C.O., (1992), "Fusiones, adquisiciones y separaciones: teorías y evidencia en España y en EE.UU.". Cuadernos Económicos del ICE, nº 52. Págs. 161-172.
- REAL DECRETO 1197/1991, de 26 de Julio, sobre régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores. Boletín Oficial del Estado de 2 de Agosto.

- SANTOS ARRARTE, J.A., (1991), "Grupos de empresas y mercado de control". Instituto Español de Analistas de Inversiones. Madrid.
- SCHIPPER, K. y THOMPSON, R., (1983), "Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 85-119.
- VAZQUEZ ORDAS, C.J., (1992), "El poder de mercado en las fusiones empresariales". Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. I, nº 2. Págs. 125-134.
- WESTON, J.F., CHUNG, K.S. y HOAG, S.E., (1990), "Mergers, restructuring, and corporate control". Prentice Hall. New Jersey.
- WIER, P.G., (1983), "The cost of antimerger lawsuits: evidence from the stock market". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 207-224.

CONCLUSIONES

A lo largo de esta tesis se han analizado aspectos muy diversos en relación a las operaciones del mercado de control de empresas. Así, se han introducido aspectos conceptuales que nos diferencian y delimitan la tipología de operaciones que se pueden dar en este mercado, analizando con detalle algunas de ellas.

También, hemos estudiado y analizado una serie de trabajos empíricos, realizados la mayoría en USA y Reino Unido, cuyo principal objetivo es el análisis del impacto que sobre la rentabilidad de los accionistas tiene el que una empresa se introduzca, bien como lanzadora de la oferta, bien como objetivo de la misma, en el mercado de control de empresas.

Y, por último, debido a la escasez de estudios empíricos en el mercado de control de empresas español, y con la intención de realizar una aportación más en este sentido, hemos analizado los efectos que conlleva para las empresas, más concretamente, para los accionistas de las mismas, el introducirse en operaciones que se desarrollan en el mercado español de control de empresas.

A lo largo del capítulo tercero se expuso detalladamente la metodología y la base de datos utilizada

en el estudio empírico, así como el análisis y discusión de los problemas encontrados y de las soluciones propuestas. En el capítulo cuarto se presentan los resultados obtenidos en el estudio realizado sobre el mercado de control de empresas en España, diferenciando por tipo de operaciones. A fin de no ser excesivamente reiterativos, nos limitaremos a recoger en esta exposición de las principales conclusiones alcanzadas, las referidas estrictamente al análisis efectuado sobre OPAs, compras y fusiones por absorción de empresas españolas.

Algunos de los resultados obtenidos y sobre los que ya hemos discutido en el capítulo anterior, quedan expuestos en el Cuadro 1 y en el Cuadro 2 de esta última parte dedicada a las conclusiones. En estos cuadros se recogen los retornos anormales en diferentes momentos, AR_t , y, en otros casos, la acumulación de dichos residuos en determinados intervalos de tiempo, $CAR_{K,L}$.

Además, el horizonte temporal considerado es, como muy amplio, los 60 días alrededor de $t=0$, con esto intentamos que los movimientos en el comportamiento del residuo sea debido, única y exclusivamente, a la aparición en prensa de un anuncio por el cual se ponga de manifiesto una operación en el mercado de control de empresas y no por la aparición de otro suceso. Asimismo, con ello aceptamos la eficiencia del mercado de capitales pues, en la medida que un mercado sea más eficiente, la valoración de un efecto y su incidencia en los beneficios futuros se realizará en períodos de tiempo más cortos.

CUADRO 1

CUADRO RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS EN EL ANALISIS DE LAS OPERACIONES PARCIALES

		[-60,0]	[-15,0]	[-1,1]	[-1]	[0]	[1]	[0,15]	[0,60]
OPAs	LANZADORAS t-valor	0.01433 1.10410	0.00362 0.37960	0.00476 0.59153	-0.0033 -1.4279	0.00023 0.26353	0.00760 2.71607	0.00239 0.47456	0.01351 1.42580
	OBJETIVOS t-valor	0.08884 3.05734	0.07656 3.94667	0.03551 2.53740	-0.0017 -0.6138	-0.0001 -0.2076	0.03738 4.90297	0.03399 0.80576	0.01898 1.80833
COMPRAS	LANZADORAS t-valor	-0.0248 -1.8389	-0.0131 -1.8783	-0.0018 -1.5950	-0.0034 -2.9736	-3.7E-5 -0.9779	0.00165 0.81598	0.00639 2.00098	0.03057 1.42739
	OBJETIVOS t-valor	0.05090 2.99577	0.03195 3.16470	0.02076 5.29270	0.00690 3.96360	0.00514 1.87178	0.00871 3.37467	-0.0120 -0.7194	-0.0203 -1.0071
FUSIONES	ABSORBENTE t-valor	0.01598 1.32019	0.01684 1.69739	0.00622 1.31508	0.00327 1.33487	0.00566 1.65178	-0.0027 -0.6871	-0.0232 -2.7894	-0.0505 -1.9360
	ABSORBIDAS t-valor	-0.0107 -0.0425	-0.0022 -0.5467	0.01922 0.16650	0.00417 0.64825	0.00683 0.55998	0.00821 0.07644	-0.0388 -3.1673	-0.0848 -2.3121

Los valores en negrilla son estadísticamente significativos

CUADRO 2

CUADRO RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS EN EL ANALISIS DE LAS OPERACIONES GLOBALES

	[-20, 0]	[-1]	[0]	[1]	[0, 20]
OPAs t-valor	0.037212 2.478810	-0.00286 -1.56008	0.000208 0.05019	0.012633 4.612230	0.011056 2.135260
COMPRAS t-valor	0.004417 1.525912	0.000457 0.329183	0.001987 0.603224	0.004499 2.345653	0.000515 1.546629
ABSORCIONES t-valor	0.022730 1.713749	0.002561 0.793580	0.005960 1.640244	-0.00028 -0.70658	-0.04490 -3.83080

Los valores en **negrilla** son significativamente diferentes de cero

A la vista de los residuos anormales reflejados en estos cuadros, y sin dejar de lado las discusiones vistas en el anterior capítulo, a continuación exponemos las conclusiones más importantes del presente trabajo. Para ello, analizaremos los resultados obtenidos en función de si forman parte de las empresas que reciben la oferta o, por el contrario, de las empresas lanzadoras.

RETORNOS ANORMALES EN EMPRESAS OBJETIVO.

Observando el Cuadro 1 podemos decir que existe un cierto paralelismo entre los resultados obtenidos al analizar la muestra que hace referencia a empresas que han sido el objetivo de alguna operación de OPA y la muestra de empresas que formaron el grupo de empresas adquiridas. En ambos tipos de operaciones, las empresas objetivo, realizan sustanciales incrementos en el precio de sus títulos y, por lo tanto, en la rentabilidad que obtiene el accionista que, además, es estadísticamente significativa.

Ahora bien, una vez sobrepasado el período del suceso, los resultados, aunque en ambos casos no son significativamente distintos de cero, para las empresas objetivo de OPAs este retorno es positivo, mientras que para las que forman el grupo de empresas objetivo de las adquisiciones dicho retorno anormal es negativo.

También, existen otras diferencias significativas entre estas operaciones. Una de ellas es el momento en el que se produce el incremento extraordinario en la rentabilidad. Si observamos las Figuras 4.4 y 4.12 que representan la evolución del $CAR_{-60,+60}$ para las empresas objetivo de OPAs y para las empresas que reciben ofertas de

adquisición respectivamente, nos daremos cuenta que, por término medio, en las empresas objetivo de adquisiciones el incremento está más dilatado en el tiempo, es decir, alrededor de 40 días anteriores a $t=0$ empieza a producirse una tendencia creciente y continuada en el residuo que culmina en el día posterior a la divulgación del suceso.

Por lo que a las empresas objetivo de OPAs se refiere, el efecto sobre el retorno se produce en un intervalo de tiempo más corto, en concreto, en los 15 días previos al anuncio y en el día posterior al mismo. Además, en este corto período de tiempo, los resultados nos hacen pensar en la posibilidad de que exista, en este grupo de empresas y en los días previos al suceso, una toma de posición que provoca un aumento en el precio y, claro está, un aumento en la rentabilidad extraordinaria, $AR_{-10}=0,02978$. Una vez difundida la información, automáticamente el mercado la descuenta en el precio del título volviendo a obtener los accionistas un incremento importante y significativo en la rentabilidad extraordinaria en el día posterior al anuncio, $AR_1=0,03738$.

Otro aspecto diferenciador, reside en la evolución del retorno una vez sobrepasada la fecha del suceso. En efecto, si observamos las Figuras 4.3 y 4.11, referidas a la evolución acumulada del residuo anormal en el intervalo $[-201, 101]$ para las empresas objetivo de OPAs y para las empresas que reciben ofertas de adquisición respectivamente, nos daremos cuenta que, para el grupo de empresas objetivo de OPAs, las ganancias extraordinarias, en promedio, se mantienen estables, mientras que en el grupo de empresas que recibieron alguna oferta de adquisición se pierde con el paso del tiempo.

Este resultado nos hace reflexionar en si la ganancia anormal que obtienen los accionistas de las empresas que son el objetivo de adquisición es la consecuencia, única y exclusivamente, del deseo, por parte de alguna otra unidad económica, de poseer en la empresa objetivo un porcentaje de control más o menos importante, no generando con ello ninguna expectativa extraordinaria futura positiva.

Por el contrario, para las empresas objetivo de OPAs, la ganancia anormal promedio acumulada que obtuvieron con la operación no se ve mermada una vez sobrepasada la fecha de la divulgación. Esto es, el incremento en la rentabilidad no es artificial o errático, no es debido exclusivamente al incremento que provoca en el precio de sus títulos el deseo de ser adquiridas por otra unidad, sino que parece que estas ganancias extraordinarias anticipan realmente unas expectativas futuras positivas debidas a las implicaciones que conlleva la operación de OPA.

El tercer tipo de operaciones del mercado de control de empresas analizadas han sido las fusiones por absorción. Antes de hacer cualquier comentario conviene recordar el escaso número de firmas que forman parte de esta muestra de empresas absorbidas, inconveniente que se agrava si tenemos en cuenta que alguna de las empresas son poco representativas para el objetivo de nuestro trabajo, pues respondían a cambios de tipo jurídico, como cambios en la razón social o reorganizaciones internas dentro de empresas de un mismo grupo económico o financiero.

Dejando de lado estas limitaciones, podemos decir que las empresas absorbidas analizadas parecen no presentar, en promedio y para períodos de tiempo previos al

anuncio, $[-60, 0]$, ningún resultado significativo. Sin embargo, sus características principales residen en que los residuos anormales son negativos, son empresas que para su nivel de riesgo obtienen un rendimiento inferior al esperado. Ahora bien, conforme se aproxima la fecha del suceso se vislumbra unos pequeños residuos positivos aunque en cualquier caso carentes de significación y sobrepasada la fecha del suceso, las empresas absorbidas analizadas vuelven a obtener, por término medio, residuos anormales negativos que, a diferencia de cualquier otro resultado comentado anteriormente, poseen significación estadística.

Otro aspecto que creemos importante resaltar en este apartado dedicado a las conclusiones, es la creencia de que el momento en que se produce el primer anuncio público de la operación de fusión sea exclusivamente la publicación de un acontecimiento ya consumado. Efectivamente, la observación de las Figuras 4.7 y 4.5, que representan la evolución del $CAR_{-201,+101}$ para las empresas absorbentes y para las empresas absorbidas respectivamente, nos hace pensar en la circunstancia de que la información sobre la operación se filtre alrededor de 140 días anteriores a $t=0$ pues, en ese preciso instante se produce, tanto en las absorbidas como en sus correspondientes absorbentes un comportamiento significativamente anormal en los retornos extraordinarios que se mantienen estable hasta el anuncio público de la operación.

RETORNOS ANORMALES EN EMPRESAS OFERENTES.

Los resultados obtenidos en los grupos de empresas lanzadoras u oferentes son más confusos y difíciles de interpretar que los hallazgos obtenidos en las

muestras de empresas objetivo. La evidencia obtenida, a diferencia del caso anterior, no nos permitirá adoptar una postura más o menos firme sobre la incidencia del suceso en la rentabilidad de los accionistas.

La observación del cuadro resumen de los resultados obtenidos en el análisis de las operaciones parciales, Cuadro 1 de esta parte dedicada a las conclusiones, así como la consideración de la Figura 4.2 del capítulo anterior, que refleja la evolución del retorno anormal para el intervalo $[-60, 60]$, parecen sugerir que las empresas lanzadoras de OPAs se caracterizan por no experimentar ninguna ganancia anormal en los momentos previos al anuncio, los residuos no son significativamente diferentes de cero y, por lo tanto, la rentabilidad promedio obtenida por el accionariado es la esperada para el nivel de riesgo soportado.

Una vez hecha pública la operación de la OPA, los precios de los títulos parecen descontar el aprovechamiento de alguna ventaja que provoque la aparición de expectativas futuras positivas. Este resultado se refleja en la ganancia extraordinaria y significativamente positiva que se obtiene en el momento inmediatamente posterior a la divulgación, $t=1$. Ahora bien, la verdadera ganancia se obtiene una vez conocida la consecución del objetivo de la OPA. En efecto, si tenemos en cuenta que el período de aceptación fue, en la mayoría de los casos y salvando algunas pocas excepciones, de 30 días posteriores a $t=0$ y buscamos este momento en la Figura 4.2, observaremos un incremento anormal y significativo en la ganancia del accionista, $CAR_{26,30}=0,029532$ ($t=3,05035$), que, como se puede observar en la representación que recoge la evolución del $CAR_{-201,+101}$ para este grupo de empresas lanzadoras de OPAs, Figura 4.1, perdura con el paso del tiempo.

Al analizar los resultados del grupo de empresas compradoras, Cuadro 1 y Figuras 4.9 y 4.10, podemos afirmar que son empresas que, por término medio, obtienen unos resultados iguales al esperado para su nivel de riesgo.

Ahora bien, los efectos de la operación en la rentabilidad anormal son, inicialmente y como se puede observar en la Figura 4.10, significativamente negativos. Así, por ejemplo, en los 60 días anteriores al anuncio estas empresas generan, por término medio, unos resultados negativos y significativos que asciende al -2,48 por cien y más de la mitad de éste se produce en los 15 días antes del suceso, $CAR_{-15,0} = -1,31$ por cien. Estos resultados parecen indicar que, el mercado, conoce la operación y, más concretamente, el sobrepago que realizan.

Una vez finalizada la operación, esto es, divulgada la adquisición efectuada, los residuos cambian de tendencia recuperando las pérdidas anteriores y volviendo a situarse en los niveles iniciales. Este comportamiento es difícil de interpretar, a no ser que el mercado valorase negativamente el desconocimiento de qué se compra, qué porcentaje se desea controlar, etc.

Puede que, una vez hecha pública esta información, así como los objetivos que se pretenden alcanzar con la operación, se generen unas expectativas futuras positivas que, como puede observarse en la Figura 4.10 y Cuadro 1, desencadenen unos residuos anormales positivos y significativos que permitan al accionista resarcirse de las pérdidas anteriores.

En lo referente a las fusiones por absorción, los resultados, Cuadro 1 de esta parte dedicada a las conclusiones y las Figuras 4.5 y 4.6, que representan

respectivamente la evolución acumulada del residuo anormal para los intervalos de tiempo $[-201, 101]$ y $[-60, 60]$, parecen sugerir que previamente al suceso, las empresas absorbentes, ofrecen rentabilidades iguales a las esperadas, pues aunque obtienen residuos positivos éstos carecen de significación. Sin embargo, una vez hecho público el anuncio de fusión estas empresas empiezan a obtener rentabilidades inferiores a las esperadas que, al contrario del caso anterior, la diferencia si es significativamente negativa.

A la vista de estos comentarios parece quedar claro que son, por término medio, los vendedores quienes obtienen la ganancia, puede que ello sea debido a la prima o sobrepago que obtienen por aceptar la oferta. Por lo que respecta al comprador, no parece haber una postura más o menos clara. Así, al estudiar el grupo de empresas lanzadoras de OPAs, encontramos algún tipo de ganancias. Por el contrario, en el caso de las fusiones por absorción, las expectativas no son nada beneficiosas una vez realizada la operación⁷². Y, por último, en el caso de las adquisiciones, encontramos que, los compradores, salen más o menos equilibrados de la operación.

⁷² Puede que la diferencia notable ente las operaciones de compra y las operaciones de fusión este en la integración post-fusión, es decir, la integración a la que deberán hacer frente varias empresas independientes una vez aprobada la operación.

BIBLIOGRAFIA GENERAL

- AMADO GUIRADO, J., (1992), "La adaptación a las directivas comunitarias: novedades en las operaciones de concentración de empresas y en las sociedades matrices y filiales". Alta Dirección, año XXVIII, nº 166. Págs. 507-515.
- AMIHUD, Y., DODD, P. y WEINSTEIN, M., (1986), "Conglomerate mergers, managerial motives and stockholder wealth". Journal of Banking and Finance nº 10. Págs. 401-410.
- ASQUITH, P., (1983), "Merger bids, uncertainty, and stockholder returns". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 51-83.
- ASQUITH, P., BURNER, F. y MULLINS, W., (1983), "The gains to bidding firms from merger". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 121-139.
- BAUMOL, W.J., (1967), "Business, behavior, value and growth". MacMillan. New York.
- BELTRAN MENDIZABAL, F. y Otros, (1989), "OPAS: la conquista del poder en la empresa". Texto basado en las conferencias celebrada en Madrid, organizadas Instituto de la Empresa. Madrid.
- BERGES LOBERA, A. (1984), "El mercado español de capitales en un contexto internacional". Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid.
- BERGES, A., FANJUL y MARAVALL (1985), "Impacto bursátil de cambios en la regulación bancaria". Revista Española de Economía, nº 2. Págs. 49-71.
- BORG, J.R., BORG, M.O. y LEETH, J.D. (1989), "The success of mergers in the 1920s. A stock market appraisal of the second merger wave". International Journal of Industrial Organization, nº 7. Págs. 117-131.
- BRADLEY, M., (1980), "Interfirm tender offers and the market for corporate control". Journal of Business, vol. LIV. nº 4. Págs. 345-376.

-
- BRADEY, M., DESAI, A. y KIM, H., (1983), "The rationale behind interfirm tender offers". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 183-206.
- BRADLEY, M. y WAKEMAN, M., (1983), "The wealth effects of targeted share repurchases". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 301-328.
- BREALEY, R. y MYERS, S., (1988), "Fundamentos de financiación empresarial". McGraw-Hill. Madrid.
- COHEN, K.J., HAWAWINI, G.A., MAIER, S.F. SCHWARTZ, R.A. y WHITCOMB, D.K., (1983), "Friction in the trading process and the estimation of systematic risk". Journal of Financial Economics, nº 12. Págs. 263-278.
- COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES, (1990), (1991) y (1992). "Informes anuales". Madrid.
- CONN, R.L., (1985), "A re-examination of merger studies that use the capital asset pricing model methodology". Cambridge Journal of Economics, nº 9. Págs. 43-56.
- COOKE, T.E., (1988), "Mergers and acquisitions". Basil Blackwell Ltd. Oxford.
- COPELAND, T.E. y WESTON, J.F., (1983), "Financial theory and corporate policy". Addison-Wesley publishing company.
- DE CARLOS BELTRAN, L. y DE CARDENAS SMITH, C., (1992), "Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA". Revista de Derecho Bancario y Bursátil, Junio-Julio. Págs. 523-540.
- DENNIS, D.K. y McCONNELL, J.J., (1986), "Corporate mergers and security returns". Journal of Financial Economics nº 16. Págs. 143-187.
- DIMSON, E., (1979), "Risk measurement when shares are subject to infrequent trading". Journal of Financial Economics, nº 7. Págs. 197-137.

- DODD, P., (1980), "Merger proposals, management discretion and stockholder wealth". Journal of Financial Economics. Junio. Págs. 105-137.
- DODD, P. y RUBACK, R., (1977), "Tender offers and stockholder returns: an empirical analysis". Journal of Financial Economics. Diciembre. Págs. 351-374.
- ECKBO, B.E., (1983), "Horizontal mergers, collusion, and stockholder wealth". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 241-273.
- , (1992), "Mergers and the value of antitrust deterrence". Journal of Finance, nº 3. Julio. Págs. 1005-1029.
- ELLER, J.C., (1976), "Mergers, antitrust law enforcement and stockholder returns". Journal of Financial, vol. XXXI, nº 2. Págs. 715-732.
- ESCAMEZ, A., (1992), "Modelos de fusiones bancarias". Lección de clausura curso 1991/92. Master en entidades de depósito (4ª edición). Valencia 22 de Julio.
- FAIRLURN, J. y KAY, J., (1989), "Mergers and merger policy". Oxford University Press. Oxford.
- FAMA, E. y MACBETH, J., (1989), "Risk, return and equilibrium: empirical tests". Journal of Political Economy, vol. LXXI, nº 3. Mayo-Junio. Págs. 607-636.
- FERNANDEZ, P., (1992), "El mercado para el control de las empresas". Alta Dirección, año XXVII, nº 162. Marzo-Abril. Págs. 135-145.
- FIRTH, M., (1979), "The profitability of takeovers and mergers". The Economic Journal. Junio. Págs. 316-328.
- , (1980), "Takeovers, shareholder returns, and the theory of the firm". The Quarterly Journal of Economics, vol. XCIV, nº 2. Marzo. Págs. 235-260.
- GARCIA MARTIN, C.J. y FERRANDO BOLADO, M., (1992), "Tomas de poder: efectos sobre la rentabilidad de las acciones". Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. I, nº 1. Págs. 115-124.

-
- GEROSKI, P.A., (1984), "On the relationship between aggregate merger activity and the stock market". European Economic Review, nº 25. Págs. 223-233.
- GITMAN, J., (1978), "Fundamentos de administración financiera". Harper & Row. Latinoamericana. México.
- HAUGEN, R.A. y LANGETIEG, C.T., (1975), "An empirical test for synergism in merger". Journal of Finance, nº 4. Págs. 1003-1014.
- HOPKINS, T.H., (1983), "Mergers, acquisition and divestitures: a guide to their impact for investors and directors". DowJones-Irwin.
- JAFFE, J.F., (1974), "Special information and insider trading". Journal of Business, nº 47. Págs. 365-384.
- JARRELL, G.A. y BRADLEY, M., (1980), "The economic effects of federal and state regulations of cash tender offers". Journal of Law and Economics, vol. XXIII. Octubre. Págs. 371-407.
- JENSEN, C.M. y RUBACK, S.R., (1983), "The market for corporate control. The scientific evidence". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 5-56.
- JOEHNK, M.D. y NIELSEN, J.F., (1974), "The effects of conglomerate merger activity on systematic risk". Journal of Financial and Quantitative Analysis. Marzo. Págs. 215-225.
- KUMMER, D.R. y HOFFMEISTER, J.R., (1978), "Valuation consequences of cash tender offers". Journal of Finance, vol. XXXIII, nº 2. Mayo. Págs. 505-516.
- LANGETIEG, T., (1978), "An application of a three-factor performance index to measure stockholders gains from merger". Journal of Financial Economics, nº 6. Págs. 365-384.
- LEY 24/1988, de 28 de Julio, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, 29 de Julio de 1988.

- LEY 19/1989, de 25 de Julio. De reforma parcial y adaptación de la legislación mercantil a las Directivas de la CEE en materia de sociedades. Boletín Oficial del Estado, 27 de Julio de 1989.
- LEY 29/1991, de 16 de Diciembre. Adecuación de determinados conceptos impositivos de las Directivas y Reglamentos de las Comunidades Europeas. Boletín Oficial del Estado, 17 de Diciembre de 1991.
- MACE M.L. y MONTGOMERY G.G., (1990), "Fusiones y adquisiciones. Guía para la compra, venta y fusión de empresas". Oikos-Tau. Barcelona.
- MALATESTA, P.H., (1983), "The wealth effect of merger activity and the objective functions of merging firms". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 155-181.
- MANDELKER, G., (1974), "Risk and return: the case of merging firms". Journal of Financial Economics, vol. I. Diciembre. Págs 303-335.
- MANNE, G.H., (1965), "Mergers and the market for corporate control". Journal of Political Economy, vol LXXIII, nº 1. Abril. Págs. 110-120.
- MARRIS, R., (1964), "The economic theory of managerial capitalism". MacMillan. London.
- MARTINEZ GONZALEZ, I. y GARCIA RODRIGUEZ, R., (1992), "Aprendizaje de una fusión". Alta Dirección, nº 164. Págs. 283-290.
- MARTINEZ SERRANO, J.A. (1990), "Fusiones y adquisiciones de empresas en la Bolsa de Madrid". Economistas, VIII. Págs. 193-197.
- MARTINEZ SERRANO J.A. y SANCHIS LLOPIS, A., (1990), "Tendencias recientes en las fusiones y adquisiciones de empresas industriales". Economía industrial, nº 272. Marzo-Abril. Págs 125-135.



- , (1991), "La reestructuración empresarial en el sector de la alimentación: análisis de las empresas en bolsa". Revista de Estudios Agro-Sociales, nº 157. Julio-Septiembre. Págs. 65-85.
- MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, J., (1989), "Razones de las fusiones y adquisiciones de empresas". Actualidad Financiera, nº 13, Marzo-Abril. Págs. 903-917.
- , (1989), "La compra con apalancamiento ("Leveraged Buy-Out"). Actualidad Financiera, nº 13, Marzo-Abril. Págs. 919-953.
- , (1993), "Manual de fusiones y adquisiciones de empresas". McGraw-Hill. Madrid.
- MCNEILL STANCILL, J., (1988), "Adquisiciones apalancadas de pequeñas empresas". Harvard-Deusto Business Review, 4º trimestre. Págs. 33-42.
- MULLER, D.C., (1969), "A theory of conglomerate mergers". The Quarterly Journal of Economics, vol. LXXXIII. Noviembre. Págs. 643-660.
- NEWBOLUL, G.D., (1970), "Management and merger activity". Guthstead. Liverpool.
- PEÑA, J.I., (1992), "Contratación asincrónica, riesgo sistemático y contrastes de eficiencia". Cuadernos Económicos del ICE, nº 50. Págs. 81-89.
- , (1992b), "Sobre la relación entre los mercados bursátiles internacionales y la Bolsa de Madrid". Información Comercial Española, Abril, nº 704. Págs. 16-24.
- PEÑA, J.I. y PEREZ, C.O., (1992), "Fusiones, adquisiciones y separaciones: teorías y evidencia en España y en EE. UU.". Cuadernos Económicos del ICE, nº 52. Págs. 161-172.
- PISON, I., (1990), "Fusiones y adquisiciones: fórmulas más utilizadas, y la OPA de votos". Estrategia Financiera, nº 51, Abril. Págs. 5-11.

- POUND, J., (1992), "Beyond takeovers: politics comes to corporate control". Harvard Business Review. Marzo-Abril. Págs. 83-93.
- REAL DECRETO 279/1984, de 25 de Enero, sobre Ofertas Públicas de Adquisición de Valores. Boletín Oficial del Estado de 16 de Febrero.
- REAL DECRETO 377/1991, de 15 de Marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y adquisiciones por éstas de acciones propias. Boletín Oficial del Estado de 26 de Marzo.
- REAL DECRETO 1197/1991, de 26 de Julio, sobre régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores. Boletín Oficial del Estado de 2 de Agosto.
- REAL DECRETO LEGISLATIVO 1564/1989, de 22 de Diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas. Boletín Oficial del Estado de 27 de Diciembre.
- RICHARDSON REID, J., (1968), "Mergers, managers and the economy". McGraw-Hill.
- ROJO RAMIREZ, A., (1988), "El valor de la empresa: elementos estratégicos en la adquisición de empresas". Actualidad Financiera, nº 46, Diciembre. Págs. 2479-2499.
- RUBIO IRIGOYEN, G., (1986), "Los efectos de la contratación poco frecuente: tamaño y valoración". Boletín de Estudios Económicos, nº 128. Agosto. Págs. 369-383.
- RUIZ DE ALEGRIA, J., (1988), "Una nota sobre leveraged Buy-Outs". Boletín de Estudios Económicos, vol. XLIII, nº 135, Diciembre. Págs. 469-475.
- SANTANDREU MARTINEZ, E., (1990), "Manual práctico de valoración de empresas". EADA-Gestión.
- SANTOS ARRARTE, J.A., (1991), "Grupos de empresas y mercado de control". Instituto Español de Analistas de Inversiones. Madrid.

- SCHIPPER, K. y THOMPSON, R., (1983), "Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 85-119.
- SCHOLES, M. y WILLIAMS, J., (1977), "Estimating betas from nonsynchronous data". Journal of Financial Economics, nº 5. Págs. 309-327.
- SCHOLES M.S. y WOLFSON, M.A., (1990), "The effects of changes in tax lawx on corporate reorganization activity". Journal of Business, vol. LXIII, nº 1. Págs. 141-164.
- SHARPE W., (1964), "Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk". Journal of Finance, nº 3. Septiembre. Págs. 425-442. Traducido en Investigación Comercial Española, nº 689. Enero. Págs 20-30.
- SUAREZ SUAREZ, A.S., (1991), "Decisiones óptimas de inversión y financiación". Pirámide. Madrid.
- SUTTON, C.J., (1983), "Economía y estrategias de la empresa". Limusa. México.
- TURNER DONALD, F., (1965), "Conglomerate mergers and 7 of the Clayton Act". Harvard Law Review, vol. LXXVIII, nº 7. Págs. 1317-1340.
- VALLVE RIBERA, M.A. y Otros, (1989), "OPAS: la conquista del poder en la empresa". Texto basado en las Conferencias celebrada en Madrid, organizadas Instituto de la Empresa. Madrid.
- VAN HORNE, J.C., (1986), "Administración financiera". Prentice Hall. México.
- VAZQUEZ ORDAS, C.J., (1992), "El poder de mercado en las fusiones empresariales". Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, vol. I, nº 2. Págs. 125-134
- , (1992), "Valoración estratégica del crecimiento externo". ESIC-Market, Julio-Septiembre. Págs. 47-68.

- , (1993), "Argumentación teórica de las fusiones". Alta Dirección, Septiembre-Octubre, nº 171. Págs. 337-343.
- WESTON, J.F., CHUNG, K.S. y HOAG, S.E., (1990), "Mergers, restructuring, and corporate control". Prentice Hall. New Jersey.
- WIER, P.G., (1983), "The cost of antimerger lawsuits: evidence from the stock market". Journal of Financial Economics, nº 11. Págs. 207-224.
- WILLIAM, J.T. y JERRI, A.V., (1988), "Dinero de entresuelo" para las pequeñas empresas". Harvard-Deusto Business Review, 1º trimestre. Págs. 73-78.
- WILLIAMSON, O.E., (1964), "The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm". Englewood Cliffs, NJ. Prentice-Hall.