



La transacción de bloques de acciones y el mercado de control parcial societario en España

Parece que las operaciones de control parcial de empresas cotizadas se realizan principalmente en un segmento de mercado que actúa una vez que el mercado ordinario cierra, es decir, el de Operaciones Especiales. Del análisis se infiere que el tamaño del bloque es una buena aproximación del grado de control que se tiene en la empresa.

Inés Pérez-Soba Aguilar, Elena Márquez de la Cruz y Ana R. Martínez-Cañete

DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA III,
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID *

Introducción

Aunque las transacciones de control de mayor trascendencia para las empresas cotizadas se realizan principalmente a través de las ofertas públicas de adquisición (OPAs), existe la posibilidad de hacerse con un cierto grado de control en una sociedad adquiriendo un paquete accionario cuyo tamaño no desencadene una OPA (evitando así el cumplimiento de una normativa exigente) que permita lograr, al menos, un puesto en el Consejo de Administración de la empresa adquirida, lo que daría acceso a la información privada de ésta y a tener influencia, en cierta medida, en su política. Este tipo de operaciones en las que el comprador busca ac-

tivamente tener un determinado grado de influencia en la sociedad cuyos valores se adquieren forma parte de lo que se conoce en la literatura como *mercado de control parcial societario* (Bethel et al., 1998), o *mercado de influencia societaria* (Enriques y Gatti, 2014).

Estas transacciones son poco conocidas por el público general debido no sólo a que son de menor magnitud que las OPAs sino, también, a que no tienen que cumplir con los requisitos de éstas, como la obligación de anunciarse en la prensa. Otro motivo puede ser que se realizan dentro del mercado continuo español, a la vez que otras muchas operaciones meramente financieras y no en un mercado aparte, como en el caso de las OPAs. Efectivamente, el mercado continuo

* E.Márquez de la Cruz y A.R. Martínez Cañete agradecen la financiación del *Ministerio de Economía y Competitividad*, proyecto ECO2012-31941. I. Pérez-Soba Aguilar agradece la financiación del *Ministerio de Economía y Competitividad*, proyecto ECO2012-36290-C03-01. Las autoras agradecen a Vicente Salas, Román Mínguez y Javier Martínez sus útiles comentarios y sugerencias, y a Beatriz Alonso, Domingo García Coto y María Paz Alonso su ayuda en el proceso de elaboración de este trabajo y búsqueda de datos.



español está organizado en diferentes segmentos con el fin de responder a las especificidades de las negociaciones, como puede ser el caso del segmento donde se negocian los fondos cotizados (ETF) o el de los valores de empresas cotizadas latinoamericanas (Latibex), por poner algún ejemplo¹. En el caso de la negociación del control societario, consideramos que los segmentos del Mercado de Bloques y del Mercado de Operaciones Especiales serían especialmente propicios para albergar este tipo de operaciones. El motivo es que las transacciones que se llevan a cabo en ellos se caracterizan principalmente por el número relativamente elevado de títulos que se negocian (lo que se

conoce como bloques) y porque estas operaciones, por lo general, pueden estar previamente pactadas entre el comprador y el vendedor, es decir, no se negociarían en el “mercado” con las condiciones de mercado (precio, órdenes...) sino con una contraparte concreta a un determinado precio (aunque en la mayor parte de los casos con limitaciones, como seguidamente veremos). Por ello, son mercados especialmente apropiados para efectuar transacciones en las que con las acciones vendidas se negocia una porción del control de la sociedad cotizada y, por tanto, podría localizarse en ellos una cuota importante del posible mercado español de control parcial.

El que estas operaciones no se lleven a cabo mediante la regulación de OPA no significa que no exista una regulación específica para las operaciones de control “pequeñas”, que vendría dada por la que rige para

¹ La existencia de diferentes segmentos en el mercado no es exclusiva de España, sino que existe en muchos otros mercados como el estadounidense (Mikkelson y Partch, 1985), el suizo, el alemán o Euronext (Demarchi y Foucault, 1998) por citar algunos.



la compra-venta de bloques de acciones. Esta normativa se define y supervisa tanto por organismos públicos, el Ministerio de Economía y la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), como privados, Bolsas y Mercados Españoles (BME). Su objetivo principal es que la negociación de los bloques de acciones no afecte al precio de mercado de la sociedad adquirida, pero tampoco lo esquive, de forma que los accionistas minoritarios y los inversores en general, que se quedan al margen de la negociación al ser ésta de carácter bilateral (comprador y vendedor del bloque), no se

vean perjudicados. Las normas afectan tanto a la posibilidad de determinación del precio entre las partes, que dependerá generalmente del volumen que represente la operación, como al tipo de sociedades sobre las que pueden efectuarse estas negociaciones, al tipo de mediación exigida y a la necesidad (o no) de autorización previa por parte de las autoridades bursátiles. En el **Cuadro 1** resumimos los principales rasgos del funcionamiento de los diferentes tramos del mercado en que podrían tener lugar estas operaciones de control parcial.

Cuadro 1 Características de los mercados de bloques y operaciones especiales						
Tipo de mercado: Tipo de operación	Límite variación precio	Volumen mínimo de la operación		Horario	Otras condiciones	¿Intermedia un miembro del mercado?
Mercado de Bloques: Bloques convenidos	± 1%	VMCD	Importe mín.	El mismo del mercado de contratación general (9:00-17.30)	Tipo de valores negociados: los del SIB	Sí
		VMCD < 500.000€	50.000 €			
		500.000 € ≤ VMCD < 1.000.000€	100.000 €			
		1.000.000 € ≤ VMCD < 25.000.000€	250.000 €			
		25.000.000 € ≤ VMCD < 50.000.000€	400.000 €			
VMCD ≥ 50.000.000€	500.000 €	<i>*Volumen medio de contratación diaria</i>				
Mercado de Bloques: Bloques Parametrizados	± 15%	500.000 € y representar ≥ 5% del volumen medio de contratación diaria en el último trimestre		El mismo del mercado de contratación general (9:00-17.30)	Tipo de valores negociados: los del SIB	Sí
Mercado de Operaciones Especiales: Operaciones comunicadas (aplicaciones)	± 5%	300.000 € y >20% del volumen medio de contratación diaria en el último trimestre		Tras el cierre del mercado de contratación general (17.40-20:00)		Sí
Mercado de Operaciones Especiales: Operaciones autorizadas (por la Comisión de contratación y Supervisión)	Sin limitación	1.500.000 € y >40% del volumen medio de contratación diaria en el último trimestre		Tras el cierre del mercado de contratación general (17.40-20:00)	Operaciones relacionadas con fusiones, splits, reorganización de la sociedad u otras causas similares	Sí
Mercado de Operaciones Especiales: Tomas de razón	±5% o sin limitación			Tras el cierre del mercado de contratación general (17.40-20:00)		No. Suelen precisar autorización

Fuente: <http://www.bolsamadrid.es/docs/SBolsas/docsSubidos/SIBE/modelomercado.pdf>

Diferencias entre el Mercado de Bloques y el de Operaciones Especiales

Si comparamos entre segmentos, podemos observar diferencias significativas entre el Mercado de Bloques y el de Operaciones Especiales. Una de ellas es el horario para negociar, que ocasiona que la información definitiva sobre estas operaciones llegue al mercado con un día de retraso en el caso de las Operaciones Especiales, pues este mercado abre cuando cierra el mercado de contratación general, mientras que en el caso del Mercado de Bloques el precio de mercado de la empresa adquirida se ve influido por esa información el mismo día de la operación. Sin embargo, son las Operaciones Especiales las que suelen precisar de la autorización de la Comisión de Contratación y Supervisión. De los tres tipos de operaciones que engloba (*Aplicaciones, Tomas de Razón, Operaciones Autorizadas*), sólo las *Tomas de Razón* no tienen un mínimo volumen definido para poder llevarse a cabo. Los límites de los otros dos tipos de operaciones son generalmente más elevados que en el caso del Mercado de Bloques.

En cuanto a los precios, tanto en las *Operaciones Autorizadas* como en algunas *Tomas de Razón* (también autorizadas), pueden establecerse libremente entre el comprador y el vendedor del bloque, como así se hace en la mayor parte de las operaciones de control en los mercados estadounidenses. Como conclusión de esta sucinta comparación entre segmentos del mercado, parece razonable esperar que, tanto por el volumen o la motivación de la operación como por el mayor margen para fijar el precio de la transacción, la mayor parte de las operaciones de control parcial se negocien en el Mercado de Operaciones Especiales, bajo la supervisión de la autoridad bursátil.

Para conocer las características generales de las operaciones de control parcial llevadas a cabo en el mercado bursátil español, en el siguiente epígrafe vamos a comparar las negociaciones de bloques que

han implicado la obtención de al menos un consejero (lo que explícitamente expresaría una demanda de control) con aquéllas en las que no ha sido así, diferenciando por segmentos del mercado. De esta manera también podremos confirmar la hipótesis de que es en el Mercado de Operaciones Especiales donde se encuentra “localizado” principalmente este mercado de control parcial.

El mercado de control parcial en España: evidencia empírica

LA MUESTRA

Para poder conocer mejor cómo funciona este mercado, hemos recopilado información sobre transacciones de bloques y participaciones significativas, para el período 1991-2012, a partir de los registros de *Hechos Relevantes* que la CNMV publica en su página web².

Nuestra muestra se construye analizando más de 3.500 registros, de los que sólo unos 500 tienen relación con nuestro objeto de estudio. Por otro lado, en múltiples casos, una operación lleva aparejados varios hechos relevantes, lo que unido a la falta de información sobre ciertas variables analizadas, explica que el número final de operaciones consideradas en la muestra se aleje considerablemente de la cifra citada³.

La disminución en el número también se debe a que, una vez que identificamos los bloques accionariales, aplicamos los siguientes filtros:

1. La empresa adquirida debe cotizar en el mercado en el momento de realización de la operación.

² El trabajo de Fernández-Blanco y García (2000) analiza los anuncios en prensa de transacciones de bloques accionariales de menos del 25% del capital social para elaborar su muestra. Crespí-Cladera y Gispert (2002) también emplean la CNMV como fuente para construir su muestra, considerando los casos en que las tenencias de acciones aumentan un 5% o más.

³ Como ejemplo extremo, citamos el caso de Iberdrola; hemos contabilizado más de 150 hechos relevantes publicados relacionados con la misma transacción.



Existe un mercado de control parcial societario en España que se desarrolla en el mercado continuo español, en los segmentos del Mercado de Operaciones Especiales, y del Mercado de bloques. En ambos se opera siguiendo reglas que buscan evitar que aquellos inversores que no participan en dichas operaciones se vean perjudicados y, según nuestros resultados, a primera vista parece que dicho objetivo se cumple

2. La transacción debe haberse completado (no sólo anunciado).
3. El comprador no puede ser accionista mayoritario de la empresa adquirida (antes de la transacción).
4. La adquisición del bloque no da lugar a una OPA durante el año posterior al de la realización de la misma.
5. No es una operación de autocartera.
6. No se trata de operaciones entre empresas pertenecientes a un mismo grupo empresarial.
7. Se excluyen las empresas financieras y de seguros.

Así pues, no limitamos el tamaño del bloque accionarial a la hora de elaborar la muestra⁴; podríamos decir que el límite inferior para tal tamaño sería que la transacción pudiera tener efecto sobre el precio de la empresa adquirida (y por ello se deba comunicar a la CNMV como hecho relevante), mientras que el límite superior sería el que desencadena el lanzamiento de una OPA.

Una vez seleccionadas todas las transacciones que superan los filtros anteriores, dividimos la mues-

tra en dos, en función de si una operación puede o no ser calificada como de control parcial:

1. La muestra de transacciones de control (parcial): consideramos que un bloque accionarial conlleva cierto grado de control societario si como resultado de su adquisición, el comprador puede obtener al menos una silla en el Consejo de Administración de la empresa adquirida⁵.
2. La muestra de transacciones que no conllevan control societario (o, simplemente, resto de transacciones): esta sub-muestra, con la que compararemos la anterior, está constituida por transacciones que, siendo significativas, no implican cambios en el Consejo de Administración de la empresa adquirida, hasta donde sabemos.

Para determinar qué operaciones son de control y cuáles no, buscamos los posibles cambios en el Consejo de Administración de la empresa adquirida acudiendo a las siguientes fuentes⁶: Hechos Relevantes de la CNMV (registro *Consejo de Administración*), Informes Anuales de Gobierno Corporativo, Informes Anuales y prensa

4 Otros trabajos seleccionan las operaciones en función de un cierto tamaño del bloque transaccionado. Por ejemplo, Barclay y Holderness (1991) o Mikkelson y Ruback (1985), para el caso de USA, solo consideran bloques de al menos el 5% del capital social; Crespi-Cladera y Gispert (2002) emplean el mismo criterio para el caso del mercado español; Dyck y Zingales (2004) definen como transacción de control aquellas que implican más del 20% del capital social.

5 Este es un criterio similar al seguido en el trabajo de Barclay y Holderness (1991). Cheffins y Armour (2011) y Salop y O'Brien (2000) consideran el tener la oportunidad de ejercer control interno como un criterio adecuado para medir el control en las adquisiciones parciales.

6 Analizamos las fuentes mencionadas durante el año posterior a la realización de la transacción.

Cuadro 2 
Estadísticos por tipo de transacción y mercado: valor medio y desviación típica (entre paréntesis)

	Transacciones totales	% del total	Tamaño del bloque (% capital social)	Participación previa (% capital social)	Tamaño de la empresa objetivo (miles de millones de euros)
A. TODAS LAS TRANSACCIONES	123		0.068 (0.069)	0.033 (0.088)	3.963 (5.939)
B. TRANSACCIONES DE CONTROL PARCIAL	70	57	0.092 (0.081)	0.056 (0.111)	3.881 (6.453)
B.1. Mercado de Operaciones Especiales: Operaciones Autorizadas	22	31	0.11 (0.095)	0.044 (0.107)	4.813 (6.724)
B.2. Mercado de Operaciones Especiales: Aplicaciones y Tomas de razón	28	40	0.10 (0.078)	0.03 (0.09)	3.536 (7.800)
B.3. Mercado de Bloques	20	29	0.053 (0.049)	0.104 (0.123)	3.339 (3.648)
C. OTRAS TRANSACCIONES	53	43	0.037 (0.031)	0.004 (0.018)	3.995 (5.255)
C.1. Mercado de Operaciones Especiales: Operaciones Autorizadas	4	8	0.037 (0.0047)	0.000 (0.000)	0.944 (0.870)
C.2. Mercado de Operaciones Especiales: Aplicaciones y Tomas de razón	16	30	0.04 (0.038)	0.007 (0.027)	5.030 (7.191)
C.3. Mercado de Bloques	33	62	0.035 (0.025)	0.003 (0.014)	3.68 (4.34)

financiera especializada. La muestra final de las operaciones de control consta de 70 transacciones, mientras que la de no control incluye 53⁷.

ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS

El **Cuadro 2** muestra los principales estadísticos descriptivos de ambas muestras. Del total de operaciones, el 57% son operaciones de control parcial, mientras que el 43% son transacciones que no conllevan nombrar al menos un consejero, esto es, no acarrear control explícito. Éstas últimas son realizadas principalmente en el

Mercado de Bloques (62% del total de las transacciones de no control), mientras que en el caso de los bloques accionariales de control, la mayor parte de las transacciones se realizan en el Mercado de Operaciones Especiales, especialmente a través de *Aplicaciones y Tomas de Razón* (sólo el 29% de las transacciones de control se realizaron en el Mercado de Bloques). Por tanto, parece que las operaciones de control parcial se realizan principalmente en un mercado que actúa una vez que el mercado ordinario cierra y, en consecuencia, la información relativa a estas transacciones llega al mercado ordinario el día de negociación posterior a la realización de la operación. También es en este mercado donde se pueden realizar operaciones en las que el precio del bloque no está limitado legalmente por el precio del mercado.

⁷ Estas cifras implican a 66 diferentes empresas objetivo y 70 adquirentes durante los 22 años incluidos en la muestra. De las 66, 36 han sido afectadas por una única transacción.



El **Cuadro 2** recoge información detallada sobre el tamaño medio del bloque, así como sobre la participación previa del comprador y el tamaño de la empresa objetivo. El **tamaño medio del bloque** está en torno al 7% para la muestra en su conjunto; en el caso de las operaciones que implican control, este valor se eleva hasta el 9,2%, mientras que para el resto de las operaciones desciende hasta el 3,7%. Estas cifras refuerzan la percepción de que las operaciones de control parcial, que requieren un mayor tamaño de transacción, son principalmente realizadas en el Mercado de Operaciones Especiales regulado por las autoridades bursátiles. En particular, podemos observar que el mayor tamaño medio del bloque es justamente el correspondiente a las *Operaciones Autorizadas* del Mercado de Operaciones Especiales (un 11%). En el caso de las operaciones de control realizadas como *Aplicaciones y Tomas de razón*, el tamaño medio del bloque es levemente inferior, en torno al 10%, situándose en el 5% para las operaciones de control realizadas en el Mercado de Bloques. Curiosamente, el tamaño medio del bloque en las operaciones que no conllevan control ronda el 4% en todos los casos, con independencia del segmento del mercado en que se realice la transacción. Obsérvese además, que la variabilidad del tamaño del bloque es mucho menor en las operaciones de no control que en las operaciones de control parcial.

Si nos centramos ahora en la **participación previa del comprador**, observamos que, en media, es mayor en las operaciones de control parcial que en las de no control, situándose en torno al 5% en las primeras y en el 0,4% en las segundas. Por tanto, el comprador en una operación de control parcial es, en muchas ocasiones, accionista de la empresa objetivo; en el caso de las operaciones de control llevadas a cabo en el Mercado de Bloques, la participación previa del comprador es especialmente elevada (superior al 10%), lo que podría estar indicando que este mercado se emplea para adquisiciones marginales, puesto que las participaciones previas de los compradores son considerablemente superiores a las de otros segmentos del mercado, mientras que el tamaño de los bloques es considerablemente inferior al de las operaciones del Mercado de Operaciones Especiales.

Por último, **respecto al tamaño de la empresa adquirida**, el tamaño medio de las empresas objetivo de las operaciones que no acarrear control es ligeramente superior. Se puede observar, además, que la desviación típica en relación con el tamaño medio es especialmente elevada en el caso de las *Aplicaciones y Tomas de Razón*, tanto en las operaciones de control como en las de no control.



La mayor parte de las transacciones realizadas en el mercado de control parcial implican un refuerzo en la posición accionarial, pues las realizan accionistas relevantes de la propia sociedad adquirida, aunque son los compradores de bloques que buscan entrar en el Consejo los que pagan primas significativamente mayores

Cuadro 3
Identidad del comprador y estructura de propiedad de la empresa objetivo por tipo de operación

	Transacciones totales	Empresa financiera	Empresa no financiera	Persona física	El comprador es un nuevo accionista	Propiedad concentrada	Limitaciones al voto
A. TODAS LAS TRANSACCIONES	123	64 (52%)	41 (33%)	8 (7%)	98 (80%)	49 (40%)	17 (14%)
B. TRANSACCIONES DE CONTROL PARCIAL	70	30 (43%)	33 (47%)	7 (10%)	48 (68%)	36 (51.4%)	7 (10%)
B.1. Mercado de Operaciones Especiales: Operaciones Autorizadas	22	6	16	0	17	14	2
B.2. Mercado de Operaciones Especiales: Aplicaciones y Tomas de razón	28	14	12	2	21	14	3
B.3. Mercado de Bloques	20	10	5	5	10	8	2
C. OTRAS TRANSACCIONES	53	34 (64%)	8 (15%)	1 (2%)	50 (94%)	21 (36%)	10 (19%)
C.1. Mercado de Operaciones Especiales: Operaciones Autorizadas	4	1	3	0	4	3	0
C.2. Mercado de Operaciones Especiales: Aplicaciones y Tomas de razón	16	9	4	0	15	9	3
C.3. Mercado de Bloques	33	24	1	1	31	9	7

(*) En algunos casos, el comprador es un inversor institucional por lo que no es posible obtener la información detallada en el Cuadro. La cifra entre paréntesis muestra

TIPO DE COMPRADORES Y EMPRESAS OBJETIVO

El **Cuadro 3** recoge información adicional que puede ser de interés para conocer mejor este mercado, referida a la identidad del comprador y a la estructura de la propiedad de las empresas objetivo. Respecto a la identidad del comprador, obsérvese que éste fue una empresa financiera en la mayoría de los casos (52% del total de las transacciones), aunque si nos centramos en las operaciones de control parcial esta cifra se reduce hasta el 43%, mientras que en el caso de las operaciones de no control se eleva hasta el 64% de los casos, lo que parece indicar que la mayoría de las operaciones de no

control se deben a motivos de gestión de cartera⁸. Obsérvese también que en un 68% de las transacciones de control el comprador fue un *nuevo accionista*, llegando al 94% en el caso de las operaciones de no control.

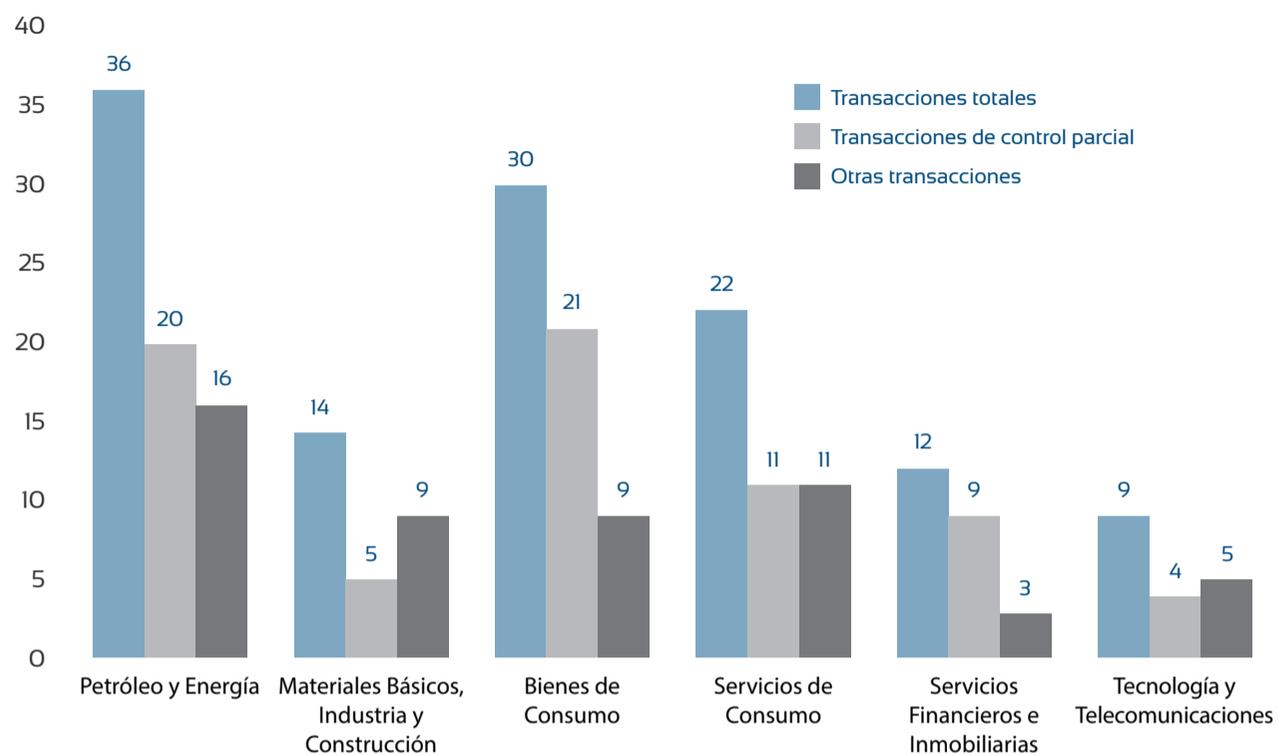
Respecto a la estructura de la propiedad de la empresa adquirida, en alrededor del 40% del total de las transacciones la empresa objetivo presenta una estructura de propiedad concentrada; esta cifra llega al 50% en las operaciones de control y disminuye hasta

⁸ Una importante excepción es el caso de las Operaciones Autorizadas. Tanto en las operaciones de control como en las de no control, el comprador típico es una empresa no financiera (73% en las de control y 75% en las de no control).



Gráfico 1 ↗

Distribución muestral por industria (1991-2012)



el 36% de las operaciones de no control. Por el contrario, las empresas objetivo con restricciones de voto son más en las operaciones de no control que en las de control.

Por último, para cerrar el análisis descriptivo de la muestra considerada, el **Gráfico 1** recoge la distribución de las transacciones (totales y por sub-muestras) por sector industrial de la empresa objetivo. Se puede observar que en nuestra muestra predomina el sector *Petróleo y Energía*, con 36 transacciones (un 29% del total), con un peso similar en la muestra de transacciones de control y no control. Este hecho también se observa en otros sectores como el de *Servicios de Consumo* y *Tecnología y Telecomunicaciones*, pero no en el resto de sectores considerados.

ANÁLISIS DE PRIMAS O DESCUENTOS

Finalizamos con el análisis de las posibles primas (o los posibles descuentos) en las operaciones de control parcial respecto de las que no acarrean control, para poder esclarecer si existen o no diferencias significativas entre ambas.

Lo primero que cabría plantearse es si existe

algún motivo que pudiera justificar que estas primas fuesen diferentes. En principio, la regulación específica establecida por las autoridades bursátiles afecta a todas las transacciones, por lo que, si esta regulación está cumpliendo su función adecuadamente, no deberíamos encontrar diferencias relevantes entre las primas de ambos tipos de operaciones en el día de la transacción. ¿Y fuera del plazo de actuación de la regulación? Para evitar los efectos que la regulación puede generar sobre las primas, es habitual en la literatura realizar el cálculo tomando como referencia no el precio de mercado del día de la transacción, sino el de 15 días antes de la fecha de anuncio de la misma; el objetivo es considerar como referencia un precio de mercado que no esté afectado por la información relativa a la transacción. En este caso, cabe esperar que las primas de las operaciones de control y no control difieran entre sí. La verificación de esta idea nos permite determinar si, para nuestra muestra, el mercado de control parcial en España es un mercado con prima o con descuento, toda vez que estas primas no están sujetas a las limitaciones de la regulación anteriormente mencionadas.

Para calcular la prima del bloque, tanto la que está

afectada por la regulación como la que no lo está, obtenemos la diferencia entre el precio por acción pagado por el comprador en la transacción (determinado entre ambas partes, no por el mercado) y el precio de mercado anterior al momento del anuncio de la transacción, y lo dividimos por dicho precio de mercado. Para las primas que están influidas por la regulación, tomamos como fecha de anuncio la de la publicación de la operación en el Boletín de la Bolsa y seleccionamos como precio de mercado de la empresa objetivo el del día anterior ($t-1$); para las primas que no están sometidas a las limitaciones de la regulación, tomamos como fecha de anuncio el primer día en que aparece información sobre la operación, bien sea en la prensa, en los Hechos Relevantes de la CNMV o en el Boletín de Cotizaciones de la Bolsa de Madrid (llamamos t a esa fecha) y, a continuación, tomamos el precio de mercado 15 días antes ($t-15$)⁹.

El **Cuadro 4** muestra los principales estadísticos

⁹ Así, las primas $t-15$, al excluir el impacto que la información relativa a la transacción puede generar sobre el precio de mercado, reflejan el retorno que comprador y vendedor acuerdan por intercambiar un bloque accionario, mientras que las primas $t-1$, comparan el precio acordado con el precio de mercado del día anterior a la transacción, que es el que se toma como referencia para aplicar los límites establecidos en la legislación.

de las primas así calculadas, diferenciando entre tipos de operación y segmento de mercado en que tienen lugar. Destacamos algunos resultados que llaman la atención: **(i)** las primas de las transacciones de control parcial son reducidas, tanto en media como en mediana; **(ii)** las transacciones de control parcial presentan una elevada volatilidad comparada con las del resto de transacciones; **(iii)** el elevadísimo valor máximo y reducidísimo valor mínimo de las primas de las operaciones de control (especialmente llamativos en el caso de las *Operaciones Autorizadas*, como cabía esperar); **(iv)** si tomamos en cuenta el segmento de mercado en que se realiza la transacción, observamos que las primas del Mercado de Operaciones Autorizadas son siempre más volátiles que en otros segmentos, tanto para operaciones de control parcial como para el resto de operaciones; **(v)** obsérvese también que no son pocas las operaciones que se realizan al descuento, esto es, que presentan una prima negativa; más del 50% de las operaciones que no acarrear control se realizaron al descuento; **(vi)** como norma general, cuanto más corto es el período tomado para el cálculo de la primas, menores son éstas, probablemente

Cuadro 4 

Primas por tipo de transacción y mercado

Panel A1. Operaciones de control parcial. Primas $t-15$

	Operaciones control parcial	Operaciones Especiales: Autorizadas	Operaciones Especiales: Autorizadas y Tomas de Razón	Mercado de Bloques
Media	0.037495	0.055100	0.043760	0.009360
Mediana	0.02505**	0.006770	0.025440***	0.003705
Máximo	0.72000	0.720000	0.26870	0.205440
Mínimo	-0.923060	-0.923060	-0.285100	-0.218310
Std. Dev.	0.226508	0.382165	0.1040	0.090906
Nº operaciones con prima negativa	26	11	5	10
Observaciones	70	22	28	20

Sigue en página 11 



Viene de página 10

Cuadro 4 Primas por tipo de transacción y mercado

Panel A2. Operaciones de control parcial. Primas t-1

	Operaciones control parcial	Operaciones Especiales: Autorizadas	Operaciones Especiales: Autorizadas y Tomas de Razón	Mercado de Bloques
Media	-0.000707	0.015668	-0.015779	0.002380
Mediana	0.003050	-0.005150	0.003050	0.005350
Máximo	0.711900	0.711900	0.075600	0.083700
Mínimo	-0.926300	-0.926300	-0.39700	-0.117600
Std. Dev.	0.226153	0.395547	0.081299	0.052565
Nº operaciones con prima negativa	31	12	10	9
Observaciones	70	22	28	20

Panel B1. Resto de operaciones. Primas t-15

	Operaciones control parcial	Operaciones Especiales: Autorizadas	Operaciones Especiales: Autorizadas y Tomas de Razón	Mercado de Bloques
Media	-0.003564	0.050725	0.003436	0.026519
Mediana	-0.010000	-0.029280	-0.005915	0.026090*
Máximo	0.299200	0.299210	0.070530	0.501160
Mínimo	-0.087200	-0.037750	-0.040700	-0.126430
Std. Dev.	0.052939	0.165717	0.031337	0.100643
Nº operaciones con prima negativa	24	3	9	12
Observaciones	53	4	16	33

Panel B2. Resto de operaciones. Primas t-1

	Operaciones control parcial	Operaciones Especiales: Autorizadas	Operaciones Especiales: Autorizadas y Tomas de Razón	Mercado de Bloques
Media	-0.010128	0.029350	-0.00260	-0.007997
Mediana	-0.010125***	-0.047300	-0.006850	-0.02000**
Máximo	0.067236	0.299200	0.056500	0.102800
Mínimo	-0.062810	-0.087200	-0.03000	-0.05000
Std. Dev.	0.026318	0.181323	0.019455	0.033739
Nº operaciones con prima negativa	39	13	13	23
Observaciones	53	4	16	33

(***), (**), e (*) indican que la mediana es significativamente distinta de cero al 1%, 5% y 10%, respectivamente, según los resultados del test de Wilcoxon.

debido a que la información se ha incorporado en mayor medida al precio de mercado.

En cualquier caso, dado que el precio en $t-1$ es la referencia para la implementación de los márgenes fijados por la legislación, no es sorprendente que las primas calculadas tomando como referencia $t-15$ sean mayores.

Para finalizar este análisis descriptivo, señalamos algunos resultados que hemos obtenido al contrastar si las medianas de las primas de las operaciones de control parcial son o no significativamente distintas de cero¹⁰. En primer lugar, podemos señalar que son estadísticamente distintas de cero cuando se calculan para $t-15$, tomando la mediana el valor del 2,5%. Esto significa que la mitad de las primas superan este valor y la otra mitad está por debajo del 2,5%. Así pues, el mercado de control parcial societario en España opera en la mayor parte de las operaciones con prima cuando el precio de mercado no ha incorporado aún la información del bloque intercambiado. Sin embargo, una vez que dicha información se incorpora al precio de mercado, una buena parte de las primas desaparece, tal y como muestra el hecho de que las primas calculadas en $t-1$ no sean distintas de cero desde el punto de vista estadístico (véase **Cuadro 4**).

Por el contrario, en el caso de las transacciones que no implican control, la prima mediana es significativamente distinta de cero cuando la fecha de referencia es $t-1$, siendo su valor negativo, es decir, las transacciones que no dan un asiento en el Consejo se realizan con descuento (del 1% en mediana). Esto significa que el vendedor mediano de un bloque que no acarrea control tiene que aceptar, en la mayoría de los casos, un descuento si desea vender un bloque accionario, cosa que no le ocurre al vendedor de bloques que sí llevan a la obtención de una silla en el Consejo de Administración de la empresa.

Análisis de regresión de las variables explicativas de las primas

Una vez descrito el mercado de control parcial, el objetivo de este apartado es contrastar qué variables permiten explicar las primas calculadas sin restricción normativa (primas $t-15$), para lo que proponemos variables ligadas a la operación, a la empresa objetivo, al contexto económico en el que se llevó a cabo la operación y a la regulación existente. La definición de estas variables así como la fuente de la que se han extraído los datos se muestran en el **cuadro 5**.

Por lo que respecta a las variables asociadas a la operación, hemos considerado las siguientes: **(i)** el mercado en el que se realiza la operación, en particular si se trata del mercado para las *Operaciones Autorizadas* puesto que, como hemos mostrado en los **cuadros 2 y 4**, en dicho mercado se realizan más operaciones de control parcial y las primas muestran un comportamiento más volátil; **(ii)** el grado de control que contiene el bloque comprado, medido a través del *tamaño del bloque*. La información ofrecida en el **cuadro 2** parece indicar que cuanto mayor es el tamaño del bloque mayor es la probabilidad de conseguir control tras la operación y, en consecuencia, más debiera pagarse por él, por lo que cabe esperar una relación con signo positivo entre esta variable y la prima. Sin embargo, dicha relación podría depender de la posición previa del comprador en la empresa objetivo y de si su motivación a la hora de comprar el bloque es o no conseguir más control. Por esta razón incluimos en el análisis dos variables adicionales: por un lado la variable *nuevo accionista*, referida a los compradores que no tienen una participación previa significativa en la empresa objetivo y que mediante la compra del bloque no persiguen conseguir control, pues su motivación es básicamente financiera; en este caso, esperaríamos un signo negativo sobre la prima pagada. Por otro lado, incluimos la variable *nuevo accionista cuyo objetivo es tener una posición de control en*

¹⁰ Las variables no son normales por lo que se han llevado a cabo contrastes no paramétricos, como el contraste de medianas de Wilcoxon, para analizar la posible igualdad entre las primas de las operaciones de control y no control.



Cuadro 5



Definición y fuente de las variables explicativas de las primas

Variable	Definición	Fuente
Características de la operación		
Tipo de mercado: Operaciones Autorizadas	Variable ficticia que toma el valor 1 si la operación se realiza en el Mercado de Operaciones Autorizadas y 0 en caso contrario.	Boletín de la Bolsa de Madrid
Tamaño del bloque	Nº de acciones en el bloque/nº de acciones totales en el capital social	Informes Anuales y Directorio de Accionistas (CNMV)
Comprador persona física	Variable ficticia que toma el valor 1 si el comprador es persona física o una familia y 0 en caso contrario.	CNMV y prensa
Nuevo accionista	Variable ficticia que toma el valor 1 si el comprador no tiene una participación significativa en la empresa objetivo antes de la compra del bloque y 0 en caso contrario.	Informes Anuales (CNMV) y prensa
Nuevo accionista cuyo objetivo es tener una posición de control en la empresa tras la operación	Variable ficticia que toma el valor 1 si el comprador es un nuevo accionista y está entre los tres mayores accionistas tras la compra del bloque y 0 en caso contrario.	Informes Anuales (CNMV) y prensa
Bloque partido	Variable ficticia que toma el valor 1 si el bloque se ha partido para venderlo y 0 en caso contrario.	CNMV, Boletín de la Bolsa de Madrid y prensa
Características de la empresa objetivo		
Rendimiento	Ganancias por acción = Ganancias netas/ nº medio de acciones en circulación	Datastream
Concentración del accionariado	Suma de las acciones de los tres accionistas mayoritarios /nº acciones del capital social	Informes Anuales y Directorio de Accionistas (CNMV)
Limitación del voto	Variable ficticia que toma el valor 1 si la empresa objetivo tiene en sus estatutos limitaciones del voto para los accionistas en el año de la compra del bloque y 0 en caso contrario.	CNMV
Tamaño de la empresa	Valor de mercado de la empresa objetivo al final del año anterior, calculado como el número de acciones en circulación por el precio de cierre de mercado del último día laborable del año previo (en logaritmos)	Informes Anuales (CNMV) y Boletín de la Bolsa de Madrid
Tamaño del Consejo	Número de consejeros en el año previo a la compra	CNMV
Sector	Variable ficticia que toma el valor 1 si la empresa objetivo pertenece a un determinado sector (Materiales Básicos, Industria y Construcción, Bienes de Consumo, Servicios de Consumo, Sector Inmobiliario, Tecnología y Telecomunicaciones) y 0 en caso contrario.	Boletín de la Bolsa de Madrid
Otras variables		
Ciclo bursátil	Tasa de crecimiento del IBEX35 retardada un año.	BME
RD de OPAs de 2003	Variable ficticia que toma el valor 1 si el RD 2003 está en vigor y 0 en caso contrario.	CNMV

la empresa mediante la compra del bloque, para la que cabe esperar un signo positivo, pues parece razonable que en este caso el comprador esté dispuesto a ofrecer una prima más alta; **(iii)** la identidad del comprador, en particular si el *comprador es persona física*. Puesto que es previsible que este tipo de comprador se enfrente a mayores restricciones financieras a la hora de poder

pagar por el control, es de esperar un signo negativo en la relación de esta variable con las primas; **(iv)** la variable *bloque partido*. Cuando el bloque comprado proviene de un bloque que se ha fraccionado en varios, es de esperar un signo negativo sobre la primas observadas pues es menos probable que este tipo de bloques estén ligados con el control de la empresa.

Análisis de variables de la empresa objetivo

Con respecto a las variables relacionadas con la empresa objetivo, hemos incluido en el análisis: **(i)** el *rendimiento de la empresa*; cuanto peor sea el mismo es de esperar que se pague una prima más elevada, pues asumimos que ante un peor resultado mayor será el retorno esperado de la inversión realizada al mejorar la gestión de la empresa; **(ii)** el *tamaño del Consejo* de Administración, para el que se presume un signo negativo, pues cuanto mayor sea el Consejo más “barato” debería resultar obtener un puesto en él; **(iii) y (iv)** el mismo signo se espera para la relación entre las primas y aquellas empresas con *limitaciones de voto* o *alta concentración del accionariado*, pues en ambos casos el comprador, al conseguir un menor grado de control, dado un bloque, estaría menos interesado en pagar una prima elevada por el bloque (Cheffins y Amour, 2011); **(v)** el *tamaño de la empresa* objetivo y **(vi)** el *sector* al que pertenece.

Por último, consideramos también el posible efecto sobre las primas tanto del *ciclo bursátil* como de la *regulación nacional sobre OPA (RD 2003)*.

Los resultados obtenidos del análisis de sección cruzada realizado mediante Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) se ofrecen en el **cuadro 6**.

Puede observarse que el *tamaño del bloque* es una variable significativa y su signo positivo indica que cuanto mayor es el bloque comprado mayor es la prima pagada, y que el adquirente da un valor positivo al grado de influencia que adquiere pues, como mostramos en el **cuadro 2**, el tamaño del bloque parece ser una buena aproximación del grado de control que se tiene en la empresa. Esta impresión parece verse reforzada por el impacto positivo sobre la prima que se obtiene de aquellas operaciones en las que el comprador es un *nuevo accionista cuyo objetivo es tener una posición de control en la empresa* mediante la compra del bloque. En cambio, cuando el comprador no tiene participación previa pero no busca el control (variable que hemos denominado *nuevo accionista*), el efecto sobre la prima es negativo.

Cuadro 6 		Variables explicativas de las primas $t-15$. Resultados de la regresión con Mínimos Cuadrados Ordinarios	
Constante		-0,42 (-0,346)	
Características de la operación			
Tipo de mercado: <i>Operaciones Autorizadas</i>		-0,008 (0,841)	
Tamaño del bloque		0,495* (1,702)	
Identidad del comprador: <i>comprador persona física</i>		-0,054 (-0,760)	
El comprador es un <i>nuevo accionista</i>		-0,097** (-2,104)	
El comprador es un <i>nuevo accionista cuyo objetivo es tener una posición de control en la empresa</i>		0,200*** (4,212)	
Bloque partido		0,007 (0,200)	

Sigue en página 15 



Cuadro 6 Variables explicativas de las primas t-15. Resultados de la regresión con Mínimos Cuadrados Ordinarios

Características de la empresa objetivo	
Rendimiento	-0,014 (-1,352)
Concentración del accionariado	-0,200** (-2,076)
Limitación del voto	-0,040 (-0,666)
Tamaño de la empresa	0,049*** (3,562)
Tamaño del Consejo	-0,004 (-1,004)
Sector	Sí
Otras variables	
Ciclo bursátil	-0,148** (-2,378)
RD 2003 sobre OPAs	-0,039 (-1,093)
F	2,377***
R² ajustado	17%
Nº de observaciones	123

Nota: (***), (**), (*) indican que los coeficientes de las variables son significativamente distintos de cero al 1%, 5% y 10%, respectivamente. En el caso del estadístico F, (***) indica que puede rechazarse al 1% que todos los coeficientes de las variables explicativas sean cero. Los estadísticos t-Student se muestran entre paréntesis.

Los resultados obtenidos también apuntan a que cuanto mayor es la *concentración del accionariado*, menor es la prima, como suponíamos. Además, por lo que respecta al *tamaño de la empresa*, las primas pagadas son mayores en las empresas más grandes, algo que también obtienen Barclay y Holderness (1991).

En cuanto a los *sectores*, es de destacar que el único sector que parece mostrar un efecto significativo sobre las primas es el de la construcción, además con signo positivo. La explicación a este resultado se encuentra en que la mayor parte de las primas más cuantiosas que hemos observado en nuestra muestra están ligadas a operaciones especulativas en el sector de la construcción en los años asociados a la burbuja inmobiliaria. Los casos de Vallehermoso y Metrovacesa en 2002 son dignos de una

mención especial, ya que ambos se caracterizaron tanto por el pago de primas de control muy elevadas, como por la compra de bloques muy grandes (aunque por debajo del umbral que marcaba la ley de OPAs del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio). Estas operaciones están relacionadas con la *reforma de la regulación de OPA* (Real Decreto 432/2003, del 11 de abril), que entró en vigor en 2003, en la que se incluían en el régimen de OPA aquellas operaciones que, con independencia del tamaño que tuviera el bloque, conllevaban la toma de un control significativo en el Consejo de Administración de la sociedad adquirida. Sin embargo, a tenor de nuestros resultados, la entrada en vigor de dicha regulación no parece haber tenido un impacto significativo en las primas pagadas en las operaciones de bloques.

Conclusiones

Existe un mercado de control parcial societario en España que se desarrolla en buena medida en el mercado continuo español, en los segmentos del Mercado de Operaciones Especiales, principalmente, y del Mercado de bloques. En ambos se opera siguiendo determinadas reglas que buscan evitar que aquellos inversores que no participan en dichas operaciones se vean perjudicados y, según nuestros resultados, a primera vista parece que dicho objetivo se cumple: los que venden los bloques de control ni ganan ni pierden con estas transacciones, en mediana, en el día de la operación por lo que los accionistas minoritarios que se quedan al margen no se quedan sin prima por no estar incluida la operación en la normativa OPA, que extiende las condiciones de la

compra a todos los accionistas. No obstante, si las primas se calculan con un plazo mayor, su valor está en torno al 2,5%.

Los factores que explican la variabilidad de las primas están relacionadas con el tamaño del bloque de acciones que se transacciona, a mayor tamaño más prima, por lo que los bloques que se parten proporcionan menos prima, al tener menos probabilidad de incorporar control; también las primas son mayores cuando la empresa es relativamente grande y su accionariado está disperso.

La mayor parte de las transacciones realizadas en el mercado de control parcial implican un refuerzo en la posición accionarial, pues las realizan accionistas relevantes de la propia sociedad adquirida, aunque son los compradores de bloques que buscan entrar en el Consejo los que pagan primas significativamente mayores por esos bloques. **ⓑ**

Referencias bibliográficas

- Barclay, M. J. and C.G. Holderness. 1991. “Negotiated Block Trades and Corporate Control”. *The Journal of Finance* 46 (3): 861-878.
- Bethel, J. E., L. Porter and T.Opler. 1998. “Block Share Purchases and Corporate Performance”. *The Journal of Finance* 53 (2): 605-634
- Cheffins, B. R. and J. Armour. 2011. “Past, Present, and Future of Shareholder Activism by Hedge Funds”. *The Journal of Corporation Law* 37: 51-67.
- Crespí-Cladera, R. and C. Gispert. 2002. “Causes and Consequences of Block Share Purchases. Evidence from Spanish Non-Financial Firms. *Journal of Management and Governance* 6: 235-254.
- Demarchi, M. and T. Foucault. 1998. “Equity trading systems in Europe”. *Annales d’Economie et de Statistiques* 60: 73-115.
- Dyck, A. and L. Zingales. 2004. “Private benefits of Control: An international Comparison”. *The Journal of Finance* 59 (2): 537-600.
- Enriques, L., and M. Gatti. 2014. “Creeping Acquisitions in Europe: Enabling Companies to Be Better Safe than Sorry”. *European Corporate Governance Institute (ECGI)-Law Working Paper* 264.
- Fernández-Blanco, M. and C. J. García. 2000. “La compra de volúmenes significativos de acciones en el mercado español”. *Investigaciones Económicas* 24 (1): 237-267.
- Mikkelson, W. H. and M. M. Partch. 1985. “Stock Price Effect and Costs of Secondary Distributions”. *Journal of Financial Economics* 14: 165-194.
- Mikkelson, W. H. and R. S. Ruback. 1985. “An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process”. *Journal of Financial Economics* 14: 523-553.
- Salop, S. C. and D. P. O’Brien. 2000. “Competitive effects of partial ownership: Financial interest and corporate control”. *Antitrust Law Journal* 67: 559-614.