

CAPITULO 3

CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA ACCIONARIAL: ASIMETRIA INFORMATIVA Y SUPERVISION

3.1. INTRODUCCIÓN

El capítulo 2 sienta las bases para el contraste de la hipótesis de supervisión considerando una estructura de propiedad estática y su influencia en un momento puntual sobre las estrategias directivas, sin embargo, nos enfrentamos a un entorno dinámico en el que la globalización, la internacionalización y la búsqueda de eficiencia en entornos cada vez más competitivos, están suponiendo modificaciones en los estatutos de las empresas, en la regulación en general y, en definitiva, en la composición del accionariado de la empresa y las condiciones necesarias para el ejercicio de su función supervisora.

En este sentido, las tomas de control (ya sean a través de fusiones, ofertas públicas de adquisición o compras apalancadas) han sido una de las principales estrategias para modificar la estructura accionarial de la empresa, aunque no las únicas, ya que las Ofertas Públicas de Venta, el proceso de privatizaciones o incluso la división y la recompra de acciones han sido también aludidas como posibles razones que contribuyen a la modificación de la estructura accionarial, que tendrán efectos sobre la función supervisora ejercida y la transmisión de información al mercado.

El diseño del sistema financiero puede afectar a la eficiencia con que la información relevante para las decisiones empresariales es compartida entre los distintos miembros que configuran el mismo. Un mercado financiero bien

desarrollado facilita el proceso de agregación de la información haciendo que los contextos de tomas de control sean más sencillos (Thakor, 1996). De ahí que cuando existe una propiedad muy fragmentada en la empresa, las tomas de control resulten difíciles, lo que implica que quien quiera tomar el control deba pagar una prima adicional sobre el valor actual de las acciones de manera que induzca a la venta de las mismas por parte de los accionistas actuales.

Por lo tanto, la disponibilidad de información se convierte en un elemento crucial a la hora de analizar la influencia de la variación de la estructura accionarial sobre la creación de valor, puesto que una estructura de propiedad más concentrada puede traducirse en una señal positiva no sólo por la mayor supervisión que se ejerce que reduce los costes de agencia, sino también por la posible existencia de información privada que hace que los incrementos de propiedad por parte de los inversores se deban al beneficio que pueden obtener derivado de la existencia de dicha información.

En este sentido, el presente capítulo pone de manifiesto cómo en un entorno de movimientos accionariales, el inversor controlador no está interesado únicamente en el mayor beneficio público que todo accionista puede obtener derivado de su supervisión, sino que además trata de compensar los costes necesarios para el ejercicio del control mediante la apropiación de beneficios privados y la explotación de información privada a la que puede acceder como consecuencia de su posición como accionista principal. Esta ventaja informativa de los inversores principales de la empresa o de aquellos que pueden tener un mayor acceso a la misma, como son los internos y los inversores institucionales, ha sido asumida por los mercados de capitales, en el sentido en que la reacción de los precios ante diversos anuncios que realiza la empresa se ve condicionada por los movimientos accionariales que se produzcan simultáneamente, que dotan de mayor credibilidad a los anuncios o liberan información adicional a los inversores.

3.2. CAMBIOS EN LA PROPIEDAD: EFECTOS INFORMATIVOS VS SUPERVISIÓN.

Las transacciones que transfieren la participación de control de una empresa desde un controlador existente a uno nuevo se basan generalmente en la distinta

capacidad de éstos para gestionar y producir valor y en su capacidad para capturar los beneficios privados del control. Siguiendo este esquema, el trabajo de Bebchuck (1994) compara la "regla de mercado" que se sigue en Estados Unidos, con la "regla de igualdad de oportunidades", utilizada en muchos otros países entre los que se encuentra España, para emitir una conclusión sobre qué sistema resulta más eficiente para transmitir el control.

Cuando las transferencias de control tienen lugar bajo la regla de mercado, los accionistas minoritarios no tienen derechos sobre las transacciones de venta de control. Bajo esta regla, se venderá un bloque de control por parte del controlador existente a un adquirente siempre que el valor del bloque de control (incluyendo los beneficios privados del control capturados por el accionista mayoritario) sea mayor para el adquirente que para el inversor existente. El análisis muestra que la regla de mercado permite que las transferencias ineficientes tengan lugar. La razón es que el bloque de control puede tener un mayor valor para el nuevo inversor que para el controlador existente, no porque el nuevo accionista tenga una mayor capacidad de supervisión de la gestión, sino porque el nuevo controlador tiene una mayor capacidad para extraer beneficios privados del control.

Bajo la regla de igualdad de oportunidades los accionistas minoritarios pueden participar en la transacción en los mismos términos que el vendedor controlador. Las transferencias que suponen los peores resultados para los accionistas minoritarios nunca se producirán, sin embargo, esta regla es inferior a la regla de mercado a la hora de facilitar las transferencias eficientes.

En general, las tres vías fundamentales para hacerse con un porcentaje de acciones suficiente que proporcionen o posibiliten el control de una sociedad son:

- la compra de acciones poco a poco en el mercado bursátil, dirigida a accionistas anónimos que venden sus acciones sin formar coaliciones y sin poder de imposición de precio.

- la adquisición directa del paquete de control del accionista mayoritario, mediante la negociación bilateral privada.

- el lanzamiento de una oferta de adquisición a todos los accionistas de la sociedad objetivo cuyo control se quiere adquirir.

En España, conscientes de la importancia de la propiedad en la empresa, hemos asistido en los últimos meses a la aprobación de medidas de blindaje de los directivos o de protección o defensa ante los cambios de propiedad, entre los que cabe señalar: limitación del derecho de voto independientemente del porcentaje de capital que se posea; exigencia de mayorías cualificadas (80% o más) para determinados acuerdos del consejo como fusión, escisión, o cambio en los estatutos de los consejos; y exigir condiciones para ser consejero, como un número mínimo de años como accionista u otras características.

En general, se han señalado como mecanismos defensivos ante cambios en la propiedad los siguientes:

1. Estructuras de acciones duales. Se pueden acordar derechos de voto preferenciales, de manera que los grandes accionistas tengan menos derechos de voto que lo que les correspondería en proporción a su participación. La consecuencia es que el control de voto estará desproporcionadamente concentrado en manos de los directivos y de otros internos de la empresa. La evidencia empírica sugiere que las estructuras de acciones duales aumentan los costes de supervisión de los directivos.

2. Los planes de propiedad en manos de los trabajadores (ESOPs) diluyen el poder de voto de los inversores externos. Aunque estos planes persiguen distintos propósitos, incluyendo incentivar el rendimiento de los trabajadores y los beneficios impositivos para las empresas, las críticas sugieren que atrincheran a los directivos actuales y que se establecen en detrimento de los intereses de los accionistas (Gordon y Pound, 1990; Chang y Mayers, 1992; y Mikkelson y Partch, 1994)¹.

3. Los acuerdos antiadquisición incrementan los costes que tienen que soportar los inversores para ganar el control de la empresa objetivo o ganar la aprobación de la dirección sobre cambios en la empresa. Estas disposiciones que

¹ En España, hasta 1997 había nueve compañías del Índice Ibex-35 que tenían planes de incentivos basados en acciones para sus empleados. Durante 1998 incorporan estos planes tres nuevas empresas, observándose durante 1997 y 1998 que las empresas que ofrecen estos planes obtienen una mayor rentabilidad que el resto de las empresas del Ibex que no los ofrecen.

incluyen requisitos de supermayorías, píldoras venenosas², y autorizaciones de acciones preferentes, han sido normalmente consideradas como protectoras de los intereses de los directivos y de los internos a costa de los accionistas. En este sentido, encontramos los trabajos de Jarrel y Poulsen (1988a), Ryngaert (1988), Malatesta y Walking (1988), Comment y Schwert (1995) y Ambrose y Megginson (1992).

4. La propiedad interna reduce la probabilidad de que los inversores activos compren acciones. Por un lado, los inversores activos compran bloques de acciones si los directivos poseen suficientes acciones de la empresa de manera que existe un mayor alineamiento de intereses entre directivos y el resto de los accionistas. Por otro lado, la mayor propiedad de los internos disminuye la capacidad de los compradores de bloques accionariales para influir en la política de la empresa ya que es improbable que puedan absorber la empresa o reemplazar a los directivos (Mork, Shleifer y Vishny, 1988b; McConnell y Servaes, 1990; Denis, 1990).

5. El tamaño de la empresa. Los inversores activos también tienen una menor probabilidad de comprar bloques accionariales en empresas grandes debido a restricciones de riqueza. Consistente con esta teoría Ambrose y Megginson (1992) y Comment y Schwert (1995) encuentran que las grandes empresas tienen una menor probabilidad de ser absorbidas que las pequeñas.

Las medidas defensivas pueden tener dos posibles efectos sobre la riqueza de los accionistas en función de la hipótesis que se cumpla:

- Hipótesis de atrincheramiento directivo: establece que las medidas de defensa de los mecanismos de control incrementan el coste de desplazar a los directivos ineficientes y reduce la riqueza del accionista. Malatesta y Walking (1988), Ryngaert (1988), Boyle, Carter y Stover (1998) encuentran evidencia a favor de esta hipótesis.

² Las “píldoras venenosas” consisten en la emisión de títulos con el objetivo de disuadir al comprador y causarle el máximo perjuicio en el supuesto de que la adquisición se realizase. Estos títulos preferentes, normalmente emitidos a precios muy atractivos, incorporan opciones a una distribución extraordinaria del patrimonio o del capital de la empresa afectada, ejercitables, principalmente, en el caso de que la oferta tenga éxito.

- Alternativamente, la hipótesis de intereses accionariales: establece que los mecanismos de defensa permiten a los accionistas asegurarse una mayor prima de control ante la posibilidad de una oferta de adquisición y contratar con los directivos más eficientemente. Estos beneficios son suficientes para incrementar la riqueza de los accionistas.

Junto a estas hipótesis que determinan el efecto negativo o positivo que para el accionista tienen las medidas defensivas ante cambios de propiedad, no debemos olvidar el posible efecto informativo que acompaña a un cambio de control y la diferente reacción que tienen las empresas ante los anuncios en función de la cantidad de información disponible sobre las mismas inicialmente, ya que a la hora de llevar a cabo una determinada decisión financiera o toma de control la mayor información que sobre la empresa puedan tener los individuos implicados en las mismas afectará al resultado final que se produzca.

En principio, la cantidad de información disponible sobre la empresa puede ser función del tamaño de la misma. En concreto, Bhushan (1989b) sugiere que el coste marginal de la recogida de información disminuye al incrementar el tamaño de la empresa o que el tamaño de la empresa depende de variables ocultas tales como la disponibilidad de información pública.

En este sentido, Reburn (1994) plantea las siguientes hipótesis: los mayores rendimientos anormales se observan en el día del anuncio para las pequeñas empresas cuyos propietarios poseen participaciones superiores al 5% y, cuando la cantidad de información pública disponible sobre la empresa crece, los rendimientos anormales asociados con el anuncio de un cambio en la propiedad disminuye. Para ello consideran anuncios relacionados con cambios potenciales en el control, tales como propuestas de fusión, ofertas de venta, acuerdos anti-OPA, etc. A partir de un análisis de regresión en el que se incluyen tres variables dummy representativas de la razón por la que se poseen las acciones (con el propósito de inversión únicamente, para buscar el control, para llevar a cabo arbitraje) concluyen que el rendimiento residual asociado al día del anuncio es 310% mayor en las empresas pequeñas en comparación con las grandes. Esta evidencia es consistente con la idea de que los "insiders" de las empresas más pequeñas ganan mayores rendimientos anormales que

los "insiders" de las empresas grandes lo cual se justificaría por la diferente disponibilidad de información sobre las empresas grandes y pequeñas.

Las variaciones en la estructura de propiedad de la empresa pueden provocar diferentes efectos sobre los rendimientos de la empresa en función de que dicha estructura se mueva hacia una propiedad más concentrada o más dispersa con el consiguiente incremento o reducción en la supervisión respectivamente, sin olvidarnos de los costes y efectos informativos que acompañan a una y otra estructura. Por el lado de los costes ya señalamos en el capítulo anterior la posible pérdida de diversificación y mayor asunción de riesgos para el accionista mayoritario. Por otro lado, el efecto informativo que transmite el accionista principal se traduce en una señal de la confianza depositada en la empresa que puede provocar un incremento del valor de la misma que favorece a todos los inversores.

3.2.1. Cambios directos de la propiedad

3.2.1.1. Ventas públicas y ventas privadas de títulos.

La venta pública o privada de acciones, que supone una mayor dispersión del accionariado o la venta en bloque de un porcentaje de acciones respectivamente, ha dado lugar a reacciones diferentes en los precios de los títulos, lo que pone de manifiesto que la estructura accionarial es importante a la hora de valorar la empresa. En concreto, se ha observado un efecto negativo sobre la riqueza del accionista³ ante el anuncio de una nueva emisión de títulos. Sin embargo, el anuncio de una venta privada de títulos incrementa la riqueza del accionista en un 4,5%.

La diferente reacción del precio de las acciones ante anuncios de ventas privadas y públicas puede explicarse a partir de la distinta señal que estas ventas emiten al mercado sobre el valor de la empresa. Myers y Majluf (1984) muestran cómo una oferta pública da lugar a una reacción negativa del precio de las acciones cuando los directivos tienen mejor información sobre el valor de la empresa que el resto de los individuos. En su modelo, el mercado considera la oferta pública como una señal de que los directivos piensan que el precio de sus activos es elevado en

³ El anuncio de una oferta pública va acompañado de una disminución de la riqueza de un 3%.

relación con su valor real. La venta privada elimina este problema permitiendo a los directivos la oportunidad de negociar directamente con el comprador.

Smith (1986) ofrece un marco de referencia para analizar la diferente reacción del mercado ante la venta pública o privada de activos considerando cinco hipótesis. La primera hipótesis se refiere a los cambios en la estructura de capital. Ya que tanto la venta privada como la pública son transacciones que disminuyen el endeudamiento, la diferencia entre ambas no puede explicarse a partir de los cambios en el nivel de deuda. La segunda hipótesis se refiere al grado con que el mercado anticipa el evento. A pesar de que esto explica porqué la reacción se extiende durante cuatro días para las ventas privadas y sólo dos para las ventas públicas, no explica la diferente dirección en la reacción. El resto de las hipótesis consideradas son: 1) cambios en los flujos de caja, 2) asimetrías de información, y 3) cambios en la propiedad.

En relación con esta última hipótesis, podemos afirmar que la compra de un bloque de acciones realizada por un inversor que no pertenece a la empresa envía una señal positiva al mercado sobre el valor de la empresa, mientras que, tal y como plantean Myers y Majluf, una oferta pública va acompañada de una señal negativa. Es decir, dado que la venta privada se ofrece a un pequeño número de inversores, la reacción positiva del precio de las acciones podría estar relacionada con un cambio en la concentración de la propiedad. Un cambio en la distribución de los derechos de voto entre los inversores afecta al precio de las acciones si ello cambia la valoración que el mercado hace de la empresa. Dicho cambio en la valoración puede producirse porque la venta resuelve un problema de información asimétrica, lanza nueva información al mercado, o cambia la asignación de los recursos empresariales.

Tal y como ya manifestamos en el capítulo anterior, un mayor nivel de concentración de la propiedad incrementa el valor de la empresa si los accionistas utilizan sus votos para comprobar que los recursos empresariales son gestionados más eficientemente, o si la existencia de un accionista mayoritario incrementa la probabilidad de que se produzca una toma de control que incremente el valor. Por otro lado, la mayor concentración de la propiedad puede disminuir el valor de la empresa si se produce un atrincheramiento de los directivos, que les aísla de la

disciplina del mercado o reduce la probabilidad de una toma de control. Si consideramos que no existen otros cambios en la propiedad de las acciones, una venta privada coloca un bloque de acciones en un determinado individuo y diluye el poder de voto de los accionistas actuales. Por el contrario, en la venta pública sólo se produce el segundo de estos efectos ya que va destinada a un gran número de accionistas.

En particular, Wruck (1989) analiza 128 ventas privadas entre 1979 y 1985 obteniendo como resultado un incremento en la concentración de la propiedad y una reducción de los títulos en manos de los directivos. La evidencia de un incremento en la riqueza del accionista ante anuncios de venta privada sugiere que el cambio hacia una concentración accionarial en manos de los no directivos generalmente incrementa el valor de la empresa.

Junto a los cambios en la concentración de la propiedad, existen dos factores que están altamente relacionados con los cambios en el valor de la empresa: 1) si el comprador pretende tomar el control de la empresa y 2) si la compra está controlada por los directivos. Un anuncio de que el comprador adquirirá el control de la empresa o participará en el consejo de administración señala que el comprador está más unido a la empresa de lo que un cambio en la propiedad por sí solo indicaría. Un incremento en el número de acciones controlado por el directivo incrementa la probabilidad de atrincheramiento de éste.

Para medir el cambio en el valor de la empresa que se asocia a un cambio en la concentración de la propiedad, Wruck (1989) divide los rendimientos anormales asociados al anuncio en dos componentes: 1) el rendimiento anormal que resulta de la nueva información o de un anticipo de la reasignación de recursos que modifica la valoración de la empresa y 2) el rendimiento anormal que representa cualquier compensación al comprador por la contribución al valor de la empresa o por la promoción del atrincheramiento. El modelo estimado por Wruck (1989) consiste en un análisis de regresión de corte transversal en el que se considera como variable explicativa la variación en la concentración de propiedad que es el resultado de diferenciar la ecuación considerada en Mork et al. (1988a). Sus resultados indican un incremento en el valor de la empresa cuando aumenta la concentración de la

propiedad y un incremento ligeramente mayor cuando la empresa tiene la propiedad más concentrada antes de la venta.

En conclusión, el cambio en la concentración de la propiedad asociado con una venta privada está correlacionado con el cambio en el valor de la empresa ante el anuncio. La evidencia que se obtiene en el trabajo de Wruck (1989) apoya la hipótesis de que los cambios en la concentración accionarial revelan nueva información sobre el valor de la empresa al mercado y/o dan lugar a un cambio en la asignación de recursos empresariales. Generalmente, una venta privada incrementa la concentración de la propiedad, definida como el porcentaje de acciones en manos del principal accionista. Este incremento tiene un efecto positivo sobre el valor de la empresa, sin embargo, a pesar de que la concentración accionarial parece servir para alinear los intereses de accionistas y directivos, en algunos casos sirven de impedimento a dicha alineación.

El análisis de regresión de corte transversal de Wruck indica que el cambio en el valor de la empresa ante los anuncios de venta privada está asociado positivamente con el cambio en la concentración de la propiedad cuando el nivel de dicha concentración es alto o bajo. Sin embargo, en algún nivel intermedio, el cambio en el valor de la empresa está asociado negativamente con el cambio en la concentración de propiedad. Además, el efecto marginal sobre el valor de la empresa de usar una venta privada para transferir el control al comprador o colocar al comprador en el consejo de administración es negativo. Sin embargo, cabe señalar que dado que el nivel de concentración de la propiedad a partir del cual el efecto se vuelve negativo es una cuestión específica de cada empresa, no es posible hacer predicciones generales para todas las empresas, convirtiéndose este tema en una cuestión empírica para cada caso.

En resumen, los rendimientos anormales asociados a una venta privada o mayor concentración del accionariado los podemos justificar de acuerdo con dos hipótesis principales: la hipótesis de supervisión y la hipótesis de información. La *hipótesis de supervisión* implica que los descuentos en la colocación privada reflejan la compensación a los inversores privados por los servicios de supervisión esperados y que los rendimientos anormales que acompañan a dicha venta privada reflejan los

beneficios esperados del incremento de supervisión. Por su parte, la *hipótesis de información* establece que los descuentos reflejan los costes en los que incurren los inversores privados para valorar la empresa y que los rendimientos anormales reflejan la información interna favorable sobre la empresa. Hertzell y Smith (1993), continuando con el trabajo de Wruck (1989), encuentran evidencia consistente con ambas hipótesis, ya que aquellas empresas con mayor concentración accionarial después de la venta (representativa de la mayor supervisión esperada) y de menor tamaño (representativo de la mayor asimetría informativa) resultaron ser aquellas que presentaban mayores rendimientos anormales.

3.2.1.2. Cambio de una estructura dispersa de propiedad a una estructura concentrada de propiedad mediante la salida de bolsa.

Los problemas de agencia asociados a los flujos de libre disposición han sido considerados por Lehn y Poulsen (1989) como una de las causas que ha llevado a una muestra de 236 empresas a pasar de una estructura accionarial dispersa a una estructura accionarial concentrada. Además, encuentran que la prima pagada a los accionistas es una función positiva de los flujos libres, siendo esta relación más significativa cuando los administradores poseen poco capital antes de la operación (costes de agencia mayores) y cuando el temor a una adquisición hostil era mayor, ya que los empresarios tendrían un mayor incentivo para frustrar la oferta hostil pagando el exceso de flujo de caja. Sin embargo, Kieschnick (1998) rechaza las conclusiones alcanzadas por Lehn y Poulsen analizando los mismos datos, estableciendo que los flujos de libre disposición no aumentan la probabilidad de que se pase de una estructura más dispersa de propiedad a una más concentrada, sino que encuentra otros factores que van a afectar a este proceso, como son el tamaño de la empresa, la reducción impositiva y el crecimiento.

3.2.1.3. La concentración a través de las tomas de control.

Los accionistas con participaciones no significativas en la empresa, que normalmente no tienen cabida en el Consejo de Administración y carecen de incentivos para soportar los costes de supervisar la actuación de los directivos, tienen un mecanismo de control indirecto que consiste en la venta de su participación en el mercado de capitales.

Ante esta situación, los directivos tenderán a actuar en favor de los accionistas, dado que la disminución del valor de las acciones en el mercado aumenta la probabilidad de que se produzca una "toma de control"⁴ o cambio en la propiedad de la empresa que podría perjudicar al directivo.

En Estados Unidos y el Reino Unido, dos de los países donde la concentración de la propiedad es menos corriente, se ha implantado este mecanismo con fuerza para consolidar la propiedad (Franks y Mayer, 1990). En una toma de control hostil típica, el tomador realiza una oferta a los accionistas dispersos de la empresa objetivo y si aceptan esta oferta, adquieren el control de dicha empresa y pueden reemplazar, o al menos controlar, la dirección. Las tomas de control pueden ser vistas, por tanto, como un mecanismo que permite una rápida concentración de la propiedad.

La mayor parte de los estudios teóricos y de la evidencia empírica apoya la idea de que las tomas de control se deben a problemas de gobierno. Generalmente, estas tomas de control incrementan el valor combinado de la empresa objetivo y de la empresa adquirente, lo cual es representativo del incremento que se espera en los beneficios una vez que se lleva a cabo (Jensen y Ruback, 1983). Además, la empresa objetivo suele tener rendimientos reducidos antes de la adquisición (Mork, Shleifer y Vishny, 1988b y 1989) y sus directivos son sustituidos una vez que la toma de control se produce con éxito (Martin y McConell, 1991).

Sin embargo, existen algunas dudas sobre la efectividad de las tomas de control como mecanismo de gobierno.

⁴ Las principales formas de tomas de control son las fusiones, las ofertas públicas de adquisición y las compras apalancadas. Una oferta de fusión es una oferta para comprar una empresa que se le hace a la dirección de la empresa objetivo. Puesto que el director del objetivo puede rechazar unilateralmente una puja, las ofertas de fusión tienden a ser "amistosas". Las ofertas públicas permiten adquirir acciones directamente de los accionistas del objetivo y son frecuentemente "hostiles" a la dirección de la empresa objetivo. Por su parte, la compra apalancada adquiere una empresa por medio de una operación financiada principalmente con deuda, y la privatiza.

En primer lugar, las tomas de control son tan costosas que sólo es probable que se produzcan en aquellas empresas de menores rendimientos, de esta manera la prima que hay que pagar a los accionistas de la empresa objetivo, representativa del incremento en el valor que se espera después de la toma de control, será menor. En segundo lugar, la adquisición puede incrementar los costes de agencia cuando los directivos de la empresa adquirente ofrecen un precio superior por las adquisiciones que les reportan beneficios privados por el control (Shleifer y Vishny, 1986).

a) Costes y beneficios de las tomas de control.

En principio, una toma de control es un mecanismo poderoso de disciplina directiva por cuanto que permite obtener una ganancia al que identifica a la empresa y ejerce el control⁵. En concreto, si consideramos una empresa cuyo valor es V bajo su actual dirección, pero si es gestionada adecuadamente su valor sería $V+G$, entonces, alguien podría comprar todas las acciones de la compañía por V , implantar una nueva gerencia y conseguir una ganancia de G . De esta manera, el que compró las acciones obtendría el 100% de las ganancias de la empresa mejorada, en lugar de tener que compartir estas ganancias con otros accionistas.

Sin embargo, en la realidad, las tomas de control no son tan beneficiosas como acabamos de plantear. En primer lugar, se puede producir un problema de free-rider, ya que los pequeños accionistas que creen que sus decisiones no pueden afectar al éxito de la toma de control tendrán un incentivo para no vender sus acciones ya que se podrán beneficiar de una proporción de las ganancias (G). De hecho, Grossman y Hart (1980) muestran que los accionistas no llevarán a cabo la venta de sus acciones a no ser que el precio que se les ofrezca refleje las ganancias esperadas de la nueva gestión. En este caso, el adquirente no obtendrá ningún beneficio de la toma de control e incluso incurrirá en costes que se derivan de la identificación de la empresa. En segundo lugar, la imposibilidad de mantener la decisión de toma de control en secreto hace que uno deba enfrentarse a la competencia de otros oferentes así como a los mecanismos de defensa frente a las tomas de control que llevan a cabo

⁵ Gómez Ansón (1997) encuentra evidencia a favor de la hipótesis disciplinaria de las adquisiciones, ya que la adquisición de empresas con una gestión ineficiente, constituye una operación maximizadora de riqueza que incrementa las ganancias asociadas a la adquisición.

los directivos, como son las "píldoras venenosas" y los "paracaídas dorados", que en ocasiones se preocupan más de la búsqueda de fórmulas para eludir las tomas de control que del futuro de sus empresas. Ryngaert (1988) encuentra evidencia de que las píldoras venenosas están asociadas con bajadas en el precio de las acciones y con elevadas tasas de fracaso de las ofertas, apoyando la tesis de atrincheramiento directivo. Por su parte, Comment y Schwert (1995) encuentran como las píldoras venenosas incrementan la posición negociadora de las empresas objetivo, pero no evitan la operación de control.

En el peor de los casos, tal y como han puesto de manifiesto diversos autores (Franks y Mayer, 1990; Porter, 1992), esa forma de actuar sentaría las bases de un predominio del corto plazo, perjudicando así aquellos proyectos de inversión (investigación y desarrollo, formación, etc.) que tienen un plazo de recuperación dilatado. Por el contrario, Hall (1987) no obtiene evidencia de que las OPAs favorezcan la miopía directiva.

Otro de los reproches que se hace a las tomas de control desde el punto de vista del control corporativo es su carácter cíclico (Comment y Schwert, 1995). Esta dependencia debilita el efecto disciplina sobre los malos gestores en periodos recesivos, porque en esos momentos es difícil encontrar financiación a precios aceptables. En esos periodos, la amenaza de una toma de control no será creíble para muchos directivos con lo que su carácter disciplinador se elimina.

Asimismo, la igualdad de trato entre los accionistas de la sociedad afectada promovida por la regulación sobre OPAs de la CNMV presenta dos inconvenientes (Arruñada, 1992): Primero, el pequeño accionista se beneficia gratuitamente de que otros accionistas especializados dediquen recursos a concentrar la propiedad, sustituir el equipo directivo, o proporcionar información y liquidez al mercado. Segundo, de acuerdo con las pruebas empíricas disponibles, este tipo de normas aumenta la retribución de los accionistas de las empresas adquiridas, pero reduce la esperada por los accionistas de todas las demás, porque disminuye el número de oferentes potenciales, al encarecerse su acceso al control.

b) Efecto supervisor de las tomas de control.

Las tomas de control, especialmente si son hostiles, tienden a disciplinar la labor de los gestores. Diversos estudios han puesto de manifiesto los enormes cambios registrados en el equipo directivo tras el éxito de una OPA hostil; se estima que alrededor del 90% de los consejeros, ejecutivos y no ejecutivos, cesan en los dos años que siguen a la operación. También se ha confirmado la obtención de importantes ganancias por parte de los propietarios de la empresa adquirida (entre el 20% y el 30%) en las semanas inmediatamente posteriores al anuncio de la oferta⁶. Sin embargo, los rendimientos obtenidos por la empresa adquirente pueden variar según la identidad de la empresa adquirente y la adquirida, habiéndose observado rendimientos anormales positivos cuando se realiza una adquisición por parte de una empresa extranjera en una empresa americana, siendo estos rendimientos no significativos cuando es la empresa americana la que adquiere la empresa extranjera (Cakici, Hessel y Tandon, 1996).

Sin embargo, no está tan claro que las tomas de control sean capaces de identificar las empresas mal gestionadas. De hecho, en el Reino Unido, por ejemplo, se constata que solamente un tercio de las OPAs hostiles realizadas en 1989 y los primeros meses de 1990 fueron dirigidas contra empresas que mostraban signos inequívocos de mala gestión. El estudio de Martin y McConnell de 1991 investiga el papel disciplinario de las tomas de control en Estados Unidos entre 1958 y 1984 utilizando una muestra de 253 ofertas de compra exitosas llegando a la conclusión de que no existían diferencias significativas en las primas pagadas en aquellas ofertas en las que se había producido un cambio en el ejecutivo de la empresa objetivo y aquellas en las no se había producido tal cambio y obtienen evidencia moderada sobre la diferencia en los rendimientos de las acciones de la empresa objetivo (con o sin cambio en el ejecutivo) antes de la toma de control. Franks y Mayer (1996) obtienen resultados similares para el Reino Unido.

⁶ Fernández (1992) y Fernández Blanco y García Martín (1995), entre otros, consideran el mercado de control de empresas como beneficioso para el accionista y la sociedad en general considerando que estas operaciones aportan un valor añadido.

Por lo tanto, el incremento en el rendimiento que se produce en la empresa objetivo⁷ parece responder más bien a razones distintas a la supervisión directiva, tales como el incremento del poder de mercado y las economías de escala. Del mismo modo, las tomas de control pueden constituirse en respuesta a los shocks industriales o a la desregulación y la innovación financiera, con el ánimo de llevar a cabo un proceso de reestructuración para adaptar la empresa a la nueva realidad. Por lo tanto, si los shocks industriales son una causa de las tomas de control, el rendimiento de la empresa después de que se produzca no tiene porqué aumentar. Muchos autores han relacionado los fracasos empresariales de los años 90 con la actividad de tomas de control que tuvo lugar en los 80, lo cual es representativo de que aunque algunos de los procesos se dieron como consecuencia de la ineficiente gestión directiva, la mayoría pudieron ser consecuencia de shocks industriales⁸ (Mitchell y Mulherim, 1996).

Las tomas de control han sido también relacionadas con disminuciones en la diversificación empresarial (como la adquisición de nuevos negocios) que son deseables por los directivos pero no por los accionistas porque disminuyen el valor de sus acciones. Denis, Denis y Sarin (1997b) encuentran una fuerte asociación entre las tomas de control y las disminuciones en la diversificación. Estos resultados complementan el trabajo de Comment y Jarrell (1995) en el que se llega a la conclusión de que entre las empresas grandes, la diversificación incrementa la probabilidad de que se produzca una toma de control. Este hecho sugiere que las empresas no llevan a cabo voluntariamente la diversificación para adaptarse a cambios del entorno sino que es el resultado de la discrecionalidad del directivo (Denis, Denis y Sarin, 1997b).

⁷ Véase Healy, Palepu y Ruback (1992).

⁸ Mitchell y Mulherim (1996) señalan que un anuncio de una toma de control en una empresa incrementa el valor de todos los miembros de dicha industria. El rendimiento anormal ponderado de las otras empresas de la industria resulta ser del 0,5%. Esto sugiere que los miembros de la industria anticipan a partir del anuncio de la toma de control que se va a producir una reestructuración en la industria.

3.2.1.4. Transacciones con bloques accionariales: incremento de la concentración de propiedad o cambio de identidad del accionista mayoritario.

La finalidad supervisora del mercado de control societario a través de las Ofertas Públicas de Adquisición ha sido ampliamente estudiado como comentamos en el apartado anterior, sin embargo, la existencia de un mercado de control parcial, en el que se realizan adquisiciones de volúmenes de acciones inferiores a los límites establecidos por ley para ejecutar una OPA, hace que este tipo de transacciones cobre importancia no sólo por la transmisión de información que suponen, sino también porque pueden ser consideradas como el primer paso para una toma de control posterior (Barclay y Holderness, 1991) o como inversiones inter-empresas que llevan a un incremento en el valor de las empresas implicadas (Mikkelson y Ruback, 1985).

Así, el estudio de las transacciones con bloques accionariales se centra en el análisis de las primas que acompañan a la adquisición de los mismos y en la valoración de los rendimientos anormales que acompañan a una operación de este tipo, y que en la literatura se han justificado de acuerdo con tres hipótesis: la hipótesis de supervisión o de reducción de costes de agencia, la hipótesis de beneficios privados y la hipótesis de información que pasamos a comentar a continuación.

a) Primas asociadas a las transacciones de bloques accionariales.

Los grandes accionistas tienen un incentivo para mejorar la gestión empresarial e incrementar el valor de sus acciones. Sin embargo, junto a esta finalidad supervisora también tienen el incentivo a consumir recursos empresariales a expensas de los accionistas minoritarios. Su poder de voto para alcanzar estos objetivos determina tanto el precio de la venta como la reacción en el precio de las acciones como consecuencia de la venta.

Si los grandes accionistas son activos en la gestión, los precios de las acciones incrementarán cuando el comprador del bloque sea un supervisor o gestor mejor que el que vende el bloque accionarial. Los incrementos en el valor de la empresa derivados de la mejora en la gestión o supervisión por parte de los grandes accionistas se denominan "beneficios compartidos del control" ya que no están

restringidos a los accionistas mayoritarios que los proporcionan sino que afectan a todos los accionistas en proporción a su propiedad en la empresa. El comprador de un bloque accionarial deseará pagar una prima sobre el precio anterior a la venta cuando anticipe que utilizando su poder de voto puede mejorar la gestión empresarial.

El poder de voto que da a los grandes accionistas la capacidad para influir en la gestión también les permite asegurarse unos beneficios empresariales a expensas de los accionistas minoritarios, denominados "los beneficios privados del control" ya que sólo irán destinados al accionista mayoritario, y podrán ser pecuniarios o no pecuniarios.

El precio después del anuncio refleja los beneficios que se espera obtener con el nuevo propietario por todos los accionistas en proporción a su propiedad. En consecuencia, por un lado, si el precio de venta del bloque es sistemáticamente superior al precio después del anuncio, se debe a que los compradores del bloque anticipan que recibirán beneficios privados. Por otro lado, si el precio de venta es mayor que el precio antes del anuncio, la prima pagada puede reflejar tanto los beneficios compartidos como los beneficios privados.

Por lo tanto, el efecto de una venta de un bloque sobre el precio de las acciones de la empresa dependerá del valor esperado de las mejoras en la gestión bajo el nuevo propietario mayoritario y de cualquier cambio esperado en los beneficios privados pecuniarios.

Existen tres condiciones bajo las cuales las primas y los beneficios privados que reflejan no afectarán adversamente al valor de las acciones de los propietarios minoritarios: cuando los beneficios privados no son pecuniarios; cuando siendo pecuniarios no incrementen como resultado de la venta; y cuando los beneficios pecuniarios incrementen como consecuencia de la venta pero se produce a su vez una mejora en la gestión empresarial. Es más, la evidencia sugiere que las primas de los bloques facilitan la transferencia del poder de voto a aquellos que son supervisores y gestores más efectivos, lo que supone un incremento en la riqueza de todos los accionistas.

En concreto, la *hipótesis de beneficios privados* derivados del control daría lugar a una prima asociada a la venta de un bloque accionarial. Barclay y Holderness (1989) analizan 69 transacciones en las que se vende al menos el 5% de las acciones comunes de la empresa, encontrando que estas operaciones están normalmente sobrevaloradas en relación con el precio de cambio después del anuncio. Dicha prima, que supone por término medio el 20% sobre el precio de venta, refleja los beneficios privados que se acumulan exclusivamente en los titulares de grandes participaciones debido a su poder de voto. Al eliminar de su muestra las ventas de acciones que están asociadas en el tiempo con las tomas de control y las transacciones que hacen que la empresa deje de ofrecerse al público en general, cualquier prima asociada a un bloque accionarial es probable que refleje los beneficios privados derivados del poder de voto, más que los beneficios que resultan de las actividades de control corporativo tradicionales. La diferencia entre este trabajo y el de Wruck (1989) en el que las grandes participaciones se valoran con un descuento se puede explicar porque: 1) aunque no fue un criterio de selección, todos los bloques accionariales considerados por Barclay y Holderness incluían al accionista más grande de la empresa, y algunos de los del trabajo de Wruck no. Si los beneficios privados se dirigen únicamente a los grandes accionistas de la empresa, los pequeños accionistas no comprarán con una prima, y 2) las ventas se negocian públicamente, mientras que las de Wruck son colocadas directamente por los directivos. Ello supone la posibilidad de que los directivos reciban beneficios a cambio de colocar una gran participación a un precio favorable (por ejemplo, que el mayor accionista decida no sustituir a los directivos).

Del mismo modo, Mikkelson y Regassa (1991) consideran que las primas suponen que la valoración de acciones comunes tiene dos componentes: el valor de los dividendos y otros flujos de caja distribuidos a todos los accionistas más el valor de los derechos de voto. Los accionistas se benefician de la propiedad de los derechos de voto ya que esperan recibir pagos privados directamente o influir sobre las actividades de la empresa, o esperan una prima por sus acciones en el caso de una toma de control. Estos autores analizan las primas que se pagan sobre el precio de mercado en las compras negociadas por parte de terceros y la recompras negociadas de bloques accionariales de acciones comunes. Los bloques varían desde 1,5% al

44% de las acciones y la prima media es de aproximadamente un 10%. No existen diferencias significativas entre las primas pagadas por los directivos en las recompras de acciones y las primas pagadas por los externos en la compra de bloques accionariales. Los directivos que recompran⁹ pagan una prima que se corresponde con el valor de mercado del control asociado al bloque accionarial.

En un trabajo posterior, Barclay y Holderness (1992) justifican la prima asociada a la venta de un bloque accionarial no sólo en función de la *hipótesis de beneficios privados* sino también de la *hipótesis de supervisión*. Encuentran que cuando los vendedores de grandes participaciones reciben primas, los precios de las acciones incrementan pero no al precio por acción que recibe el accionista vendedor. Ello implica que los grandes accionistas utilizan su poder de voto simultáneamente para mejorar la gestión de la empresa (por lo tanto el precio de las acciones se eleva) y para consumir beneficios empresariales a expensas de los accionistas minoritarios (es decir, las primas). La creencia de que los accionistas minoritarios son perjudicados por las transacciones de los grandes bloques accionariales ha dado lugar a una serie de acuerdos y de leyes que restringen los derechos de los compradores de grandes participaciones¹⁰. Sin embargo, si se restringe la capacidad de estos vendedores para recibir dichas primas, se reducirá la frecuencia con que se venden las participaciones y por lo tanto se negarán a los accionistas minoritarios los beneficios de estas mejoras en la gestión.

El trabajo de Barclay y Holderness (1992) sugiere que tanto las partes que intervienen en la venta del bloque accionarial como los accionistas minoritarios se benefician cuando se vende un gran bloque accionarial con una prima, cuando la venta del bloque va seguida de un cambio directivo, y cuando la venta va seguida de una adquisición del interés de los accionistas minoritarios. Establecen que la ley que facilita estas transacciones beneficia tanto a las partes que intervienen en la venta como a los accionistas minoritarios ya que se fundamenta en un conjunto de derechos

⁹ Los beneficios de la recompra se capturan privadamente por los directivos que recompran si el propósito de la recompra es disminuir la amenaza de adquisición y proteger el trabajo de los directivos. Alternativamente, los beneficios pueden dirigirse a todos los accionistas si la recompra elimina a un accionista mayoritario que afectaba negativamente a las operaciones de la empresa.

¹⁰ Barclay y Holderness (1992) excluye las ventas de bloques derivadas de fusiones y adquisiciones ya que en esos casos la ley exige un tratamiento igual para los accionistas grandes y pequeños.

de propiedad que ofrecen incentivos para maximizar el valor de la empresa y atraer a inversores minoritarios.

Otro de los beneficios que se atribuye a las primas que acompañan a la adquisición de bloques accionariales es que se consideran como algo necesario para garantizar la protección de los accionistas minoritarios. Recientemente, Burkart, Gromb y Panunzi (1998) consideran la prima que acompaña a la adquisición del bloque accionarial, elaborando un modelo en el que analizan el proceso de adquisición con respecto a los problemas de agencia con la "nueva" parte controladora. La idea central es que como resultado del comportamiento free-rider de los accionistas, los externos encuentran óptimo adquirir tan pocas acciones como necesiten para ganar el control. La baja concentración de los flujos de caja maximiza el "riesgo moral" después de la adquisición y la ineficiencia asociada. De ahí que para conseguir la concentración sea necesario ofrecer una prima elevada a los accionistas minoritarios, de manera que se incrementa su protección y en ausencia de la cual no estarían dispuestos a ofrecer sus acciones.

b) Rendimientos anormales asociados a las transacciones de bloques accionariales

La reacción de los precios de las acciones de las empresas ante anuncios de transacciones con bloques accionariales ha sido justificada en función de las siguientes hipótesis:

- La hipótesis de supervisión, que justifica la reacción positiva en los precios en función de la mayor y mejor supervisión ejercida por el nuevo accionista mayoritario, que dará lugar a una disminución de los costes de agencia.

- La hipótesis de beneficios privados o de expropiación de accionistas minoritarios, que justifica la reacción negativa en el precio de las acciones en función de los beneficios privados derivados del control de los accionistas mayoritarios que puede dar lugar a la expropiación de la riqueza del accionista minoritario.

- La hipótesis de información, que justifica rendimientos anormales positivos o negativos en el precio del título en función de que la compra-venta de un bloque accionarial revele información privada positiva o negativa sobre la empresa y que

estará en función de que se trate de una adquisición o venta de acciones y de la identidad del inversor que lleva a cabo la operación. En concreto, si la transmisión del bloque accionarial se realiza con un descuento, los precios de los títulos se adaptan reduciéndose y al contrario, si la transmisión del bloque se realiza con una prima, los precios incorporan dicha información elevándose.

La evidencia al respecto la resumimos a continuación.

1. Hipótesis de supervisión o de reducción de los costes de agencia.

Basándose en la hipótesis de reducción de costes de agencia, Bethel, Porter y Opler (1998) obtienen resultados consistentes con el enfoque de que el mercado de control corporativo parcial¹¹ identifica y rectifica problemas de rendimientos escasos. Encuentran que los inversores activos normalmente invierten en empresas de bajos rendimientos y diversificadas, estando las compras de bloques de acciones por los activos seguidas de incrementos en desinversiones y recompra de acciones y de disminuciones en fusiones y adquisiciones. Además, las compras de bloques activas se asocian con mejoras en los rendimientos y valor para los accionistas. Sin embargo, los resultados deben ser interpretados con cautela, ya que es posible que las mejoras observadas que siguen a las compras de bloques accionariales activas no sean la consecuencia del activismo, sino que sean el reflejo del anticipo de la intuición y conocimiento de los inversores.

Igualmente, Barclay y Holderness (1991) apoyan la hipótesis de supervisión al encontrar un aumento en el valor de la empresa cuando se transfiere la propiedad de grandes bloques accionariales a aquellos con mayores habilidades gerenciales y supervisoras. La venta de un bloque accionarial supone un cambio en la identidad del accionista principal, pero no en el nivel de concentración existente, por lo que es dicha identidad la causante del rendimiento anormal acumulado medio valorado en un 5,6% y de la sustitución del 33% de los ejecutivos que se produce en el plazo de un año desde la operación. La verdadera ganancia derivada de la venta del bloque se produce cuando el comprador del bloque adquiere el resto de las acciones, por lo que algunas leyes o acuerdos antiadquisición que tienden a retrasar la adquisición de una

¹¹ Compra de un bloque accionarial que se corresponda con al menos el 5% del capital social de la empresa.

empresa por parte de un accionista mayoritario pueden reducir la riqueza de los accionistas minoritarios¹².

Por el contrario, Shome y Singh (1995) no encuentran evidencia de la hipótesis de supervisión. Estos autores encuentran que la reacción del mercado a los anuncios de formación de bloques accionariales es positiva por término medio. Sin embargo, el exceso de rendimiento ante el anuncio está relacionado significativamente con la potencial transferencia de riqueza desde los obligacionistas, el tamaño del bloque y el tipo de accionista de que se trate, no existiendo evidencia de que los accionistas que adquieren el bloque jueguen un papel valioso a la hora de limitar la discrecionalidad directiva sobre los flujos de libre disposición. El test de diferencia de medias entre la muestra de formación de bloques accionariales y la muestra de control comparando rendimientos contables, ratio de valoración (medidas de rendimiento) y los flujos no distribuidos y los gastos de capital (variables operativas) ofrecen poca evidencia de la supervisión ejercida por los bloques accionariales, justificando el incremento en el valor de las empresas objetivo en función de las potenciales ganancias por sinergías derivadas de tomas de control futuras y/o de la reducción del comportamiento oportunista directivo.

2. Evidencia en contra de la hipótesis de expropiación de accionistas minoritarios

Holderness y Sheehan (1988b) encuentran evidencia inconsistente con la proposición de que los accionistas mayoritarios utilicen su poder de voto para expropiar o consumir cantidades substanciales de riqueza corporativa, al encontrarse una reacción positiva de los precios (12% de incremento) asociada con el anuncio de venta de bloques accionariales mayoritarios incluso cuando no se produce una oferta simultánea a los accionistas minoritarios.

¹² Por ejemplo, la Ley Delaware en Estados Unidos permite a los individuos o empresas comprar un gran porcentaje de acciones, pero no permite adquirir el resto de acciones hasta transcurridos 3 años.

Ello sugiere que las leyes o los acuerdos que reducen la frecuencia de venta de los grandes bloques accionariales dañan a los accionistas minoritarios, habiéndose encontrado además que los accionistas mayoritarios poseen más acciones, 64% por término medio, de lo que sería racional si su único objetivo fuese la expropiación.

3. Evidencia en contra de la hipótesis de información

Si la revelación de información produce cambios en los precios de las acciones y si las partes que intervienen en la negociación de los bloques tuvieran mejor información sobre el valor de la empresa que otros participantes en el mercado, entonces los bloques que son valorados con un descuento sobre el precio de cambio deberían causar disminuciones sobre el precio de los títulos, y los bloques que se valoran con una prima sobre el precio de cambio deberían causar un incremento en el precio de los títulos. Barclay y Holderness (1991) no encuentran evidencia de este comportamiento, sino que sugieren que el accionista mayoritario se involucra en la gestión. En su lugar, los rendimientos medios en el periodo de anuncio son positivos si las ventas del bloque se realizan con prima o con descuento, y los rendimientos para las dos submuestras no son distintos estadísticamente. Por lo tanto, rechazan la hipótesis de información pura como una explicación de los incrementos en los precios que se asocian con las ventas de los bloques. A conclusiones similares llegan Bethel, Porter y Opler (1998) ya que si los accionistas mayoritarios invierten basándose en la información superior, esperaríamos una mejora rápida del rendimiento y, sin embargo, las mayores mejoras en la rentabilidad se observan dos y tres años después de la compra del bloque accionarial. Además, los cambios reales que se producen después de la compra activa de los bloques (por ejemplo, desinversiones, recompra de acciones, y sustitución de ejecutivos) son normalmente difíciles de anticipar, incluso para los inversores expertos.

3.2.1.5. Ofertas públicas de venta

a) Infravaloración y rendimientos a largo plazo asociados a las OPVs.

a.1) Infravaloración

La infravaloración en las Ofertas Públicas de Venta (que ha sido estimada según Rajan y Servaes (1997) en un 10,03%) puede justificarse por diversas razones: por el ánimo de producir información (Chemmanur, 1993), para crear una apariencia de exceso de demanda (Shiller, 1990), para hacer frente al potencial de riesgo de los inversores cuya demanda se basa en los rendimientos anteriores (Rajan y Servaes, 1995), por motivos de riesgo moral (Stoughton y Zechner, 1998), para retener el control por parte de los internos debido a la sobresuscripción y al consiguiente prorrateo ocasionado por la infravaloración (Brennan y Franks, 1997). Además, la infravaloración también puede entenderse como recompensa a los inversores por los costes de información que soportan, que serán mayores cuanto más dispersa se encuentre la propiedad inicialmente. En este sentido, Booth y Chua (1996) concluyen que la infravaloración es una función positiva de la dispersión de la propiedad en presencia de información costosa.

En particular, de acuerdo con la información disponible sobre la empresa, se formula la *hipótesis de señales*. Esta hipótesis se basa en lo que se ha llamado "la maldición del ganador" (Rock, 1986) que requiere que exista incertidumbre sobre el verdadero valor de la Oferta Pública Inicial (OPI) y que los inversores potenciales estén informados de manera heterogénea sobre dicho valor. Los inversores mejor informados realizan órdenes de compra de las emisiones infravaloradas, pero no realizan órdenes para las emisiones sobrevaloradas. Dado que el racionamiento en las nuevas emisiones se produce cuando la demanda de la emisión excede la oferta, los inversores menos informados sufren la maldición del ganador ya que reciben una pequeña fracción de las acciones más deseables y un mayor porcentaje de las acciones menos deseables. La infravaloración de la emisión compensa a los inversores menos informados por enfrentarse a dicha maldición. Sin la infravaloración, los inversores menos informados evitarían las nuevas emisiones y muchas de las emisiones realizadas fracasarían. Según Levis (1990) el inversor informado estará dispuesto a acudir a la OPI si espera que en el futuro sus acciones

se negocien con una prima sobre el precio pagado, mientras que el inversor no informado participará en la OPI si se le ofrece con un descuento sobre el precio esperado en el futuro.

Por lo tanto, la infravaloración puede ser la consecuencia de la asimetría informativa, mediante la cual se pretende atraer la participación de los inversores no informados. Esto implica que ofertas de empresas pequeñas, jóvenes en una industria nueva y tecnológicamente dinámica deberían estar más infravaloradas y dar mayores rendimientos iniciales que ofertas de grandes empresas y establecidas en una industria estable. En este sentido, Dewenter y Malatesta (1997) analizan las OPIs realizadas por empresas privadas que normalmente se corresponde con empresas jóvenes de industrias nuevas, y las OPIs realizadas en las privatizaciones que se corresponden con empresas maduras, grandes y conocidas. Estos autores no encuentran evidencia de la hipótesis de información asimétrica ya que no se revela una tendencia general de que el estado infravalore sus ofertas en menor grado que las ofertas privadas. Sin embargo, de acuerdo con dicha hipótesis sí obtienen unos rendimientos de las privatizaciones en los mercados de capitales más primitivos que superan los de las privatizaciones en mercados de capitales más desarrollados¹³.

Asimismo, de acuerdo con la hipótesis de señales, Hameed y Lim (1998) obtienen evidencia de que las buenas empresas infravaloran para señalar calidad al mercado y diferenciarse de las empresas de baja calidad. Este hecho podría dar lugar a una respuesta del mercado más favorable ante las ofertas de acciones subsiguientes. En concreto, Spiess y Pettway (1997) contrastan la hipótesis de señales para 172 empresas industriales que realizaron una OPI entre 1987 y 1991 y emitieron acciones durante los 3 años siguientes a la OPI. Inconsistente con la hipótesis de señales de infravaloración, no encuentran evidencia de que las empresas recuperen el coste de infravaloración de la OPI a través de mayores beneficios en las emisiones o a través de la mayor riqueza obtenida por los propietarios iniciales de la empresa. Encuentran que los internos venden sus acciones personales en la oferta en la mitad de los casos y que la venta es más común en aquellas empresas con OPIs infravaloradas. Por lo

¹³ Para el caso español, Perotti y Guney (1993) sugieren que la infravaloración es mayor en el caso de IPOs de empresas estatales que para las privadas.

que los internos no parecen valorar la sugerencia de los modelos de señales ya que no esperan a realizar los beneficios derivados de la señal de infravaloración.

a.2) Rendimientos a largo plazo.

El escaso rendimiento obtenido a largo plazo por las OPIs¹⁴ desde el punto de vista del gobierno de la empresa lo podemos justificar a partir de *la hipótesis de supervisión*. Según esta hipótesis, la OPI da lugar a una disminución de la propiedad directiva y a una mayor dispersión de la propiedad accionarial, lo que da lugar a que los intereses de directivos y accionistas estén menos alineados y por tanto a una disminución de los rendimientos de la empresa. Mikkelson, Partch y Shah (1997) no encuentran evidencia de esta hipótesis, ya que si bien obtienen una disminución en la propiedad directiva desde el año anterior a la OPI hasta diez años después y una disminución en los rendimientos operativos durante el mismo periodo, no encuentran una relación significativa entre la propiedad directiva y los rendimientos. Consideran que el descenso en el rendimiento refleja la decisión de los internos de venta de acciones después de obtener rendimientos favorables a priori, más que como consecuencia de cambios en la propiedad a posteriori. Además el rendimiento operativo se explica en su mayor parte por la presencia de ventas secundarias, por el tamaño y la edad de la empresa que ofrece sus títulos.

Junto a esta hipótesis de supervisión de la propiedad cabe mencionar una segunda justificación que explica los escasos rendimientos a largo plazo de la OPIs: *la hipótesis del "sobreoportunismo"*. Esta hipótesis establece que los analistas o los bancos de inversión tienden a emitir una predicción optimista de las ganancias derivadas de la OPI para no deteriorar su posible relación con la empresa, pudiendo derivarse dicho sobreoportunismo de un sesgo de selección, ya que los analistas comienzan siguiendo activos sobre los que son optimistas (Dugar y Nathan, 1995 y McNichols y O'Brien, 1996).

¹⁴ Ritter (1991) obtiene un rendimiento medio durante los tres años siguientes a la OPI de 34,47% mientras que los rendimientos obtenidos para la muestra de control son de 61,86%. Loughran, Ritter y Rydqvist (1994), Rajan y Servaes (1995), Lerner (1994), Jain y Kini (1994), Mikkelson y Shah (1994), Teoh, Wong y Rao (1995), Levis (1993) muestran también rendimientos bajos en las empresas después de la OPI.

Ritter (1991) obtiene evidencia de que las ofertas con mayores rendimientos iniciales (más infravaloradas) tienden a comportarse peor a largo plazo. Además, al segmentar las empresas en función de la edad en el momento de realizar la oferta encuentra una fuerte relación monotónica entre la edad y el rendimiento a posteriori, mientras que para el rendimiento inicial, existe una fuerte relación monotónica en dirección contraria, consistente con la idea de que las emisiones arriesgadas requieren mayores rendimientos medios iniciales y que la edad es una medida de dicho riesgo. Así, los escasos rendimientos a largo plazo de las OPIs de empresas más jóvenes, que normalmente tienen mayores ratios valor que las empresas más establecidas, se interpretan como evidencia de la consistencia de la teoría de sobreoptimismo.

b) Ofertas Públicas de Venta y propiedad accionarial

b.1) Discriminación del accionariado a priori

Es importante diseñar la venta de nuevas acciones con la estructura de propiedad final en mente, así la estrategia óptima de propiedad a seguir en la Oferta Pública Inicial debe ser tal que aumente el valor de todos los accionistas de la empresa, siendo ésta distinta en unos estudios y en otros en función de las hipótesis que se realicen sobre la información. Zingales (1995a) en un modelo con información perfecta pero en el que el vendedor tiene mayor poder de negociación con los inversores pasivos que con los inversores que buscan el control, muestra que la venta de una parte de la empresa a los inversores pasivos en principio y la venta de un bloque accionarial después maximiza el beneficio del vendedor. En el modelo de Mello y Parsons (1998) el vendedor obtiene información valiosa de la venta de acciones a los pequeños inversores que es útil en la negociación de las condiciones de la venta a un inversor activo. Por lo tanto, consideran a la OPI como un mecanismo que ofrece al vendedor información valiosa para fijar las condiciones bajo las cuales el bloque de control será vendido. En el modelo de Zingales la etapa de la OPI puede no ser óptima cuando el valor de los derechos de flujos de caja bajo la dirección del nuevo gran inversor es menor que el valor bajo la dirección del propietario inicial. En el caso de Mello y Parsons, la OPI es siempre una buena elección, ya que ayuda a revelar información sobre la demanda de acciones dispersas

y la valoración del mercado de la empresa bajo la nueva dirección del gran inversor. Si este valor es bajo, el propietario actual puede decidir no vender al gran inversor, pero la decisión sólo puede realizarse después de la OPI.

Stoughton y Zechner (1998) enfatizan también la importancia de favorecer a los grandes inversores. Estos autores no consideran el efecto de la asimetría de la información entre los inversores, por lo que su modelo óptimo sugerido es el contrario al sugerido por Mello y Parsons, dando trato preferencial a los grandes inversores, siempre y cuando la ley lo permita, ya que estos inversores tienen una mayor capacidad de supervisión de los directivos que el resto de los inversores. Por lo tanto, el valor de la OPI se determina por la estructura de propiedad resultante, existiendo apenas casos en los que el propietario inicial disperse su control en la OPI (Mikkelsen, Partch y Shah, 1995).

Brennan y Franks (1997) encuentran evidencia también en este sentido, ya que observan cómo los directivos venden un porcentaje reducido de sus acciones en el momento de la oferta y en los siete años posteriores mientras que la participación de los no directores es prácticamente eliminada, vendiéndose la mayor parte de ésta a accionistas externos. Además el prorrateo de la oferta discrimina en contra de los solicitantes de grandes bloques accionariales y la mayor infravaloración se asocia con menores bloques accionariales en manos de nuevos inversores, para una muestra de 69 OPIs inglesas.

b.2) Cambios en el control después de la OPV

Por otro lado, la frecuencia de los cambios en el control después de las Ofertas Públicas de Venta en general es un indicador de que el deseo de maximizar los beneficios a posteriori es un incentivo importante para el desarrollo de la OPV a priori. Rydqvist y Högholm (1994) encuentran cambios en el control en el 36% de las OPVs en los 5 años posteriores a la oferta inicial en Suecia. También encuentran que el 34% de las empresas que llevan a cabo una OPV en el Reino Unido son absorbidas en los 5 años posteriores a que se produce ésta. Aunque estas cifras sugieren una alta rotación en el control, no prueban que la rotación sea anormalmente alta después de la OPV. Evidencia en este sentido es ofrecida por Pagano, Panetta y Zingales (1998) al comparar la rotación del control después de la OPV con la

rotación del control normal que se produce en los mismos años entre las empresas privadas italianas, encontrando que la primera es el doble que la segunda y la diferencia es estadísticamente significativa al 1% de significación.

En resumen, en el cuadro 3.1. recogemos la evidencia empírica a favor y en contra de la hipótesis de supervisión, de la hipótesis de expropiación o de beneficios privados y de la hipótesis de información, cuando se lleva a cabo un cambio en el accionariado de la empresa, que puede estar motivado por diversas cuestiones como la venta pública de títulos, las salidas de bolsa, el mercado de control societario, el mercado de control parcial y las ofertas públicas de venta.

Hipótesis	Contexto	Evidencia empírica
Hip. de supervisión	Venta pública vs. Venta privada de acciones	<ul style="list-style-type: none"> La colocación privada (más concentración) se realiza con un descuento sobre el precio de mercado debido al servicio de supervisión esperado. El rendimiento anormal positivo que se observa en la colocación privada refleja el beneficio esperado de la supervisión. (Smith, 1986; Wruck, 1989; Hertz y Smith, 1993)
	Salidas de bolsa	<ul style="list-style-type: none"> A favor: La prima que se paga por la salida de bolsa (que da lugar a una mayor concentración de propiedad) depende de los flujos de caja libres (mayores costes de agencia), por lo que la concentración es vista como un mecanismo de supervisión que permite reducir los costes de agencia. (Lehn y Poulsen, 1989) En contra: Kieschnick (1998)
	Mercado de control societario	<ul style="list-style-type: none"> A favor: Las tomas de control se producen en empresas de gestión ineficiente, observándose un incremento en las ganancias asociadas a la adquisición. (Jensen y Ruback, 1983; Gómez Ansón, 1997) En contra: La función disciplinaria de las tomas de control llevaría a pagar una prima superior por aquellas empresas en las que se produce un cambio de los directivos ineficientes después de la adquisición. No se observan diferencias en las primas pagadas si se lleva a cabo cambio o no. (Martin y McConnell, 1991; Franks y Mayer, 1996). Otros consideran las tomas de control como respuesta a shocks industriales (Mitchell y Mulherim, 1996).
	Mercado de control parcial	<ul style="list-style-type: none"> A favor: el precio de las acciones se eleva después de adquisición de un bloque accionario porque se reducen los costes de agencia asociados a la estructura de propiedad previa. (Barclay y Holderness, 1992; Bethel, Porter y Opler, 1998) En contra: Shome y Singh (1995)
	Ofertas Públicas Iniciales	<ul style="list-style-type: none"> A favor: la infravaloración en las OPIs se produce con la finalidad de lograr una mayor dispersión del accionariado de manera que los directivos sigan manteniendo el control observándose generalmente que los directivos y propietarios iniciales venden un porcentaje reducido en la OPI. (Brennan y Franks, 1997; Stoughton y Zechner, 1998). El valor de la OPI está en función de la estructura de propiedad resultante En contra: los menores rendimientos de la OPI a L/P se producen por el deseo de los directivos de vender a priori y no por la mayor dispersión accionarial y disminución de la propiedad directiva que se produzca a posteriori. (Mikkelsen, Partch y Shah, 1997)
Hipótesis de expropiación o de beneficios privados	Mercado de control parcial	<ul style="list-style-type: none"> A favor: La prima que se paga en la adquisición de un bloque accionario indica no sólo la posible mejora en la gestión de la empresa que puede conseguirse sino también los mayores beneficios privados que el inversor puede recibir. (Barclay y Holdereness, 1989 y 1992) En contra: El rendimiento anormal positivo que se observa después de la adquisición de un bloque accionario que beneficia a todos los accionistas rechaza la hipótesis de que se produzca una expropiación de riqueza de los accionistas minoritarios. (Holderness y Sheehan, 1988b)
Hipótesis de información	Venta pública vs. Venta privada de acciones	<ul style="list-style-type: none"> La colocación privada (más concentración) se realiza con un descuento sobre el precio de mercado debido al coste asociado a la valoración de la empresa. El rendimiento anormal positivo que se observa en la colocación privada refleja la información interna favorable. (Hertz y Smith, 1993)
	Mercado de control parcial	<ul style="list-style-type: none"> Si las transacciones con bloques accionariales se basan en la existencia de una información superior debería observarse un rápido ajuste de los precios a dicha información. (Rechazada por Barclay y Hoderness, 1991 y por Bethel, Porter y Opler, 1998).

Cuadro 3.1. Evidencia a favor y en contra de la hipótesis de supervisión, de la hipótesis de expropiación o de beneficios privados y de la hipótesis de información, en diferentes contextos de cambios directos en la propiedad accionarial.

3.3. OTROS CAMBIOS DIRECTOS EN LA PROPIEDAD: LAS PRIVATIZACIONES Y LAS OPERACIONES DE REESTRUCTURACIÓN

3.3.1. La Privatización

La privatización debe verse como la respuesta a los problemas de ineficiencia de la empresa pública, y no como una simple transferencia de propiedad del sector público al privado. En realidad, el propio estudio sobre la empresa pública y las razones que justifican su aparición se ha visto sometido a cambios, en la medida en que se dedica ahora más atención al análisis de los problemas de ineficiencia derivados de su estructura de propiedad que a los fallos del mercado que justificarían su aparición (Fernández, 1997b).

En relación con el Gobierno Corporativo, la empresa pública se caracteriza por la ausencia de controles externos a través del mercado de bienes y servicios, dado que no quiebran; la ausencia de disciplina financiera del mercado de capitales, al no cotizar en el mismo, o hacerlo con un paquete no significativo; y por la no exigencia de responsabilidad sobre los resultados, lo que reduce los incentivos para maximizar el valor de la empresa y afecta al comportamiento de todos sus miembros. La diferencia entre la empresa pública y privada es consecuencia de las singulares relaciones de agencia que surgen en la empresa pública, en la que los encargados de controlar a los directivos son el Gobierno y la Administración que a su vez son agentes de los auténticos propietarios, los electores, que tienen el control último de la empresa pública (Cuervo, 1995).

Sin embargo, la venta de una empresa pública al sector privado supone el traspaso a ésta del control residual, pero con ello no se resuelve el problema de agencia anterior sino que cambian sus parámetros, por lo que puede que no se mejore la eficiencia de la empresa privatizada, ya que existe la posibilidad de que los directivos busquen objetivos distintos a la maximización de la riqueza de los accionistas. Por tanto, la privatización puede tener objetivos distintos al de la mejora de eficiencia como la reducción del déficit o la "promoción del accionariado popular". Sin embargo, aunque en principio se produce una dispersión del accionariado y con ello dificultades para controlar a los directivos, la experiencia

confirma que los nuevos accionistas suelen vender con rapidez los títulos, lo que permite concentrar la propiedad aunque se pierde la idea de capitalismo popular y lo único que se consigue es una discutible redistribución de la riqueza (Fernández, 1995). Sin embargo, Megginson et al. (1994) y Lopez-de-Silanes (1994) afirman que el cambio hacia esta forma de estructura de la propiedad más eficiente supone una mejora en el rendimiento de las empresas privatizadas.

La privatización no puede entenderse como una mera venta de activos al sector privado. Los problemas de eficiencia que sufre la empresa pública obedecen a su peculiar estructura de propiedad, pero no se resuelven sólo por su cesión al sector privado, ya que la nueva propiedad puede mostrarse más activa en la búsqueda de poder de mercado, sin por ello mejorar sustancialmente la eficiencia interna. Por tanto, todo proceso privatizador debe analizar con detalle la forma en la que la empresa va a ser vendida, con objeto de identificar la estructura de control más adecuada así como a posibles compradores que aporten capacidades técnicas y de gestión.

Los principales mecanismos de privatización son los siguientes: a) la cesión de un paquete significativo a grandes empresas o un grupo de accionistas fijos para que mantengan el plan de empresa. Así, tras la oportuna preselección de los potenciales compradores, normalmente productores de la misma rama de actividad, la operación se cierra con aquel interesado que ofrezca mejores condiciones o garantías, a juicio de los responsables públicos. La experiencia a nivel internacional alerta sobre dos posibles riesgos: la infravaloración de los activos y el favoritismo en la selección del comprador; b) La venta de acciones en el mercado de valores suele emplearse cuando la magnitud de la operación es relativamente modesta. En este caso no se selecciona previamente al comprador sino que se ofertan en Bolsa los títulos, comunicándose posteriormente la operación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores; c) Oferta pública de venta de acciones mediante la colocación atomizada de porciones relevantes del capital social de las empresas privatizadas. La oferta global suele dividirse en un tramo nacional y en varios tramos internacionales, distinguiéndose en el tramo nacional un subtramo general (destinado al público en general) y un subtramo institucional (reservado a inversores institucionales); d) Las ampliaciones de capital no abiertas a la suscripción para los accionistas públicos, que

sirve para diluir el control público de la gestión empresarial y no genera ingresos para el sector público, si bien evita a éste la aportación de recursos que financian nuevas y necesarias inversiones; e) Los bonos staff (management buy-out) que consiste en la venta reservada exclusivamente a empleados y jubilados de una empresa pública.

En los países del Este, una forma muy empleada de privatización consiste en el reparto de certificados de privatización (vouchers) entre todos los ciudadanos, que después pueden vender o utilizar para comprar acciones de las empresas privatizadas. Este sistema se ha aplicado en Rumania, la República Checa y Eslovaca y Rusia y sus resultados muestran que no ha creado valor para los accionistas originales ni los ciudadanos, sino que de una forma rápida y arbitraria, favoreció la concentración de la propiedad entre los banqueros y los directivos de las empresas. Otra posibilidad consiste en colocar las acciones de las empresas en manos de holdings o fondos de inversión, cuyas acciones podrán intercambiarse por certificados. Así se está haciendo en Polonia, donde alrededor de 500 empresas públicas están en manos de unos 15 fondos de inversión que deben actuar como accionistas exigentes, introduciendo mejoras en la gestión.

Sin embargo, la utilización de instrumentos como los núcleos duros franceses y las acciones de oro británicas evidencian cómo los gobiernos se resisten a perder todo control sobre sus empresas. Los núcleos duros son una creación francesa, copiada por España, con el propósito de alcanzar varios objetivos. Primero, se pretende evitar las tomas de control indeseadas, principalmente provenientes de capitales extranjeros. Segundo, se busca contrarrestar los efectos de la dispersión accionarial, producida por una colocación masiva de acciones en los mercados. Tercero, es una forma de resolver el problema de escasez de capital, provocado cuando el mercado de capitales es estrecho. Las empresas que configuran el núcleo duro se erigen en accionistas activos, con el papel de mantener el control sobre los directivos de las empresas privatizadas. Por lo tanto, para evitar los problemas de agencia con los gerentes provocados por la dispersión del accionariado, se asigna un porcentaje del capital fuera del mercado, que oscila entre un 5 y un 15%, a un bloque de accionistas fijos elegidos por la Administración y que se comprometen a mantener su participación durante un número mínimo de años y a revenderla a la empresa en

caso de querer desprenderse de ella. El precio es superior al de la oferta pública, puesto que el paquete vendido incluye la posibilidad de ejercer el control. Sin embargo, la creación de un núcleo duro puede imposibilitar que nuevos grupos inversores puedan sustituir a los gestores ineficientes, lo que ocurre cuando el mercado de capitales está globalizado, lo que facilita la colocación de títulos. Por su parte, las acciones de oro o "golden shares" confieren derechos especiales a su poseedor, la Administración, que puede ejercer en condiciones extraordinarias y por un tiempo limitado, generalmente cinco años, como el veto sobre algunas decisiones o aprobación de cambios en la estructura de propiedad¹⁵.

Sin embargo, a pesar de los distintos mecanismos de privatización y las medidas del gobierno para mantener el control, la evolución bursátil de muchos de los títulos vendidos en el proceso privatizador ha empeorado¹⁶, lo que ha provocado un cierto escepticismo entre inversores y analistas. Sin embargo, y aunque los estudios realizados no son del todo concluyentes, parece confirmarse una mejora en el comportamiento y resultados de las empresas¹⁷.

Según Cuervo (1997), la evolución posterior al proceso privatizador dependerá, entre otros factores, de: a) el correcto funcionamiento de los sistemas de control de los directivos, en concreto de los mercados de capitales, en el caso de que haya una gran dispersión del accionariado, para que aquellos tengan estímulos para un comportamiento eficiente. De ahí que el gobierno incentive una reforma del sistema de supervisión de las empresas, b) el funcionamiento eficiente de los mecanismos reguladores de las suspensiones de pagos y quiebras, que deben servir como estímulo que afecte al comportamiento de los miembros de la empresa y eviten toda operación de renacionalización.

La evidencia empírica y los trabajos teóricos que recogemos a continuación muestran que el resultado final derivado de la privatización de la empresa se verá condicionado por la señal transmitida al mercado por la retención de propiedad accionarial por parte del estado o la infravaloración que acompaña al proceso, así

¹⁵ Véase Álvarez y Calleja (1995)

¹⁶ Del mismo modo que ocurría con los rendimientos a largo plazo de la Ofertas Públicas de Venta en general.

¹⁷ Véase Eckel, Eckel y Singal (1997).

como por la estructura de propiedad resultante que condiciona el precio pagado en la privatización. Asimismo, se observa cómo el éxito de la privatización depende de la utilización de mecanismos de gobierno o de supervisión como la competencia del mercado, los planes de incentivos de directivos y la probabilidad de reemplazo de los directivos no eficientes.

Estudio	Privatización y supervisión
Goodman y Loveman (1992)	La privatización sólo será eficaz si los directivos tienen incentivos para actuar en interés del público, y como mejor coinciden los beneficios y el interés del público es cuando el servicio o el bien privatizado está en un mercado libre en el que la competencia de otras empresas disciplina el comportamiento de los directivos.
Filatotchev (1997)	La privatización debería ser considerada como el comienzo de un proceso de evolución de la empresa a largo plazo en el que la empresa se reestructura y cambia con los sistemas emergentes de gobierno societario
Perotti y Guney (1993)	Las ventas en la privatización se producen de manera gradual y generalmente infravaloradas. Se basan en la confianza que desea transmitir el gobierno, mediante el deseo a retener una participación accionarial (así como a infravalorar) lo que señala una política de futuro más creíble y tranquiliza a los inversores, lo que se convierte en un elemento crucial para el éxito de los programas de privatización.
Cornelli y Li (1997)	Analizan los esquemas óptimos de privatización cuando los inversores extranjeros son los compradores potenciales. El gobierno se enfrenta a un trade-off entre intentar conseguir el mayor beneficio posible (objetivo de "beneficio") e identificar a la empresa que operará mejor en el futuro (objetivo de "eficiencia"). Por tanto, estos autores consideran que las subastas ordinarias no son un mecanismo apropiado, sino que en algunos casos será necesario vender un número de acciones para atraer a los inversores más eficientes .
Dyck (1997)	Para que la privatización tenga éxito, sugiere la importancia del reemplazo de los directivos . (Alemania)
Wolfram (1995)	Cuando las empresas se privatizan sin que existan grandes inversores, los costes de agencia del control directivo aumentarán, lo que hace necesario un plan de incentivos para los directivos , observándose un incremento en los salarios de los directivos de las empresas privatizadas en el Reino Unido.
Claessens (1997)	Cuanto más concentrada resulte la propiedad en el proceso privatizador, mayor será el precio pagado por las acciones (se reducen costes de agencia), sobre todo cuando se trata de un inversor único nacional. (República Checa y Eslovaca)
Hingorani, Lehn y Makhija (1997)	Cuanto mayor es la propiedad interna y extranjera que resulte en el proceso privatizador mayor es el precio pagado por las acciones (se reducen costes de agencia). La demanda de acciones está relacionada con el porcentaje de acciones en manos de los internos. (República Checa)

Cuadro 3.2. Relación entre el proceso de privatización y los mecanismos de supervisión y gobierno de la empresa.

3.3.2. Operaciones de Reestructuración

Las "operaciones de reestructuración", considerando como tales las compras apalancadas, las MBO (Management Buy-Out¹⁸) y MBI (Management Buy-In¹⁹) pueden tener fuertes implicaciones sobre el gobierno corporativo. En primer lugar, se produce una reconcentración del capital en manos de los directivos o de las instituciones con una asociación con la nueva empresa. Por otra parte, no sólo las instituciones están más motivadas para actuar como supervisores, sino que en el proceso de reestructuración los individuos involucrados adquieren un conocimiento sobre la nueva empresa (Jensen, 1993) y por lo tanto tienen capacidad para supervisar. Además, la sustitución de fondos propios por deuda en la estructura financiera de la nueva empresa, reduce la discrecionalidad directiva y la somete a cumplir con unos determinados pagos en determinadas fechas. Por último, la mayoría de los procesos de MBO van acompañados de una serie de incentivos. En concreto, Thompson y Wright (1995) obtienen evidencia de que las operaciones de reestructuración mejoran el valor de las acciones e incrementan el rendimiento de la empresa, observándose un efecto neto de crecimiento de valor y no de mera transferencia de valor. Lo que sería cuestionable es la durabilidad de estas nuevas formas organizativas creadas a partir de la reestructuración.

Asimismo, otras operaciones de reestructuración empresarial que ocasionan no sólo cambios en la propiedad accionarial sino también rendimientos positivos para la empresa controladora son las escisiones ("spin-offs") y la inversión en capital ("carve-outs")²⁰.

¹⁸ Adquisición de una filial por una nueva compañía en la que el directivo posee una parte importante del capital.

¹⁹ Adquisición de una filial por una nueva compañía en la que los miembros que lideran el equipo directivo son externos a la empresa.

²⁰ En las "carve-outs" se venden al público las acciones comunes de la subsidiaria mediante una Oferta Pública Inicial, siendo común que la empresa matriz siga teniendo el control de la filial. En las "spin-offs" o escisiones, las acciones comunes que corresponden a la filial se distribuyen entre los accionistas de la empresa controladora, dividiéndose éstas en dos (o más) empresas con idéntico conjunto de accionistas. Las ventas de activos son ventas de subsidiarias a terceras partes que normalmente se negocian de manera privada y suponen poca transmisión pública de información.

La evidencia empírica encuentra un incremento en el valor de mercado de la empresa parental cuando se anuncian estas transacciones que permiten transferir la propiedad y el control de las filiales a nuevos adquirentes que puedan utilizar de manera más eficiente los activos (Slovin, Sushka y Ferraro, 1995 y Nanda, 1991).

3.4. CAMBIOS INDIRECTOS EN LA PROPIEDAD

Existen determinadas operaciones en el mercado que pueden provocar un cambio en el accionariado de las empresas que las llevan a cabo, así como shocks del entorno que pudieran también contribuir a dicho cambio. Sin embargo, sus efectos sobre la propiedad accionarial no son una consecuencia directa de la operación en cuestión, sino que se convierte en una cuestión empírica en cada caso, pudiéndose explicar el resultado final de la operación a través de su influencia sobre el accionariado de la empresa. En concreto, hemos distinguido tres maneras indirectas de cambio de control:

a) Cambios de propiedad después de un split.

El desdoblamiento de acciones aumenta la base accionarial de la compañía, al provocar un aumento de los títulos en circulación y, paralelamente, un abaratamiento de su precio. Crece, por tanto, la liquidez bursátil de la empresa, al tiempo que se incrementa el precio de control de la compañía, ya que cuanto más amplia sea la base accionarial, más caro es tomar un porcentaje de control.

El aumento de la base de pequeños accionistas puede ser favorable por tres razones. La primera es el prestigio y la confianza que da una compañía respaldada por miles de inversores. La segunda razón estriba en la estabilidad que da la gran masa de pequeños inversores que mantienen sus títulos durante años, lo que ofrece a los gestores un respaldo importante de una parte significativa del capital. Finalmente, la contención de precios ante movimientos especulativos del mercado, ya que si la salida de un accionista con una participación significativa puede provocar un retroceso importante en la cotización, ésta será menor cuanto mayor sea la base de accionistas estables de la compañía (García Machado, 1998).

En concreto, al analizar los efectos de los splits de acciones sobre la estructura de propiedad de las empresa, Mukherji, Kim y Walker (1997) muestran que los splits incrementan el número de acciones individuales e institucionales, pero no afecta a la proporción de fondos propios que poseen los inversores institucionales, ni a la concentración de la propiedad, no existiendo tampoco un efecto claro sobre la propiedad directiva (Szewczyk y Tsetsekos, 1993).

Estos resultados apoyan la *hipótesis de señales*, que sostiene que las empresas que realizan splits disponen de expectativas positivas todavía no reconocidas por los accionistas, que pretenden transmitir con la operación, al atraer el interés sobre la empresa de analistas e inversores. Así, la señal positiva suministrada por el split debería atraer nuevos inversores a la empresa, incrementando el número de accionistas institucionales e individuales, sin que exista una razón a priori para esperar algún cambio en la proporción de acciones que tienen los inversores institucionales. Este porcentaje cambiará sólo significativamente si los accionistas individuales e institucionales no responden de manera similar a las señales positivas derivadas del split, lo que es una cuestión empírica²¹. Asimismo, el rendimiento anormal ante anuncios de desdoblamiento de acciones, asociado con esta hipótesis de señales, está relacionado positivamente con el nivel de propiedad interna, ya que la señal del split debería ser más creíble y debería tener un mayor efecto en el mercado en aquellas empresas con mayor propiedad interna y mayor asimetría de información entre los internos y los externos (Han y Suk, 1998).

Por otro lado, la *hipótesis de atrincheramiento directivo* (o lo que es lo mismo, la hipótesis de supervisión en sentido negativo) considera el split como una estrategia directiva para dificultar las tomas de control mediante la formación de una base accionarial amplia y heterogénea. Así, esta hipótesis predice un aumento en el número de accionistas individuales, un descenso en el número de accionistas institucionales y una disminución en la proporción de fondos propios que tienen los inversores institucionales. Sin embargo, no se ha encontrado evidencia en este sentido.

²¹ Véase Mukherji, Kim y Walker (1997).

b) Recompra de acciones

Del mismo modo, la compra de acciones propias puede dar lugar a un aumento del valor de la empresa o a una disminución en el mismo según que la recompra se utilice como mecanismo para señalar la calidad de la empresa al mercado o como instrumento para impedir las OPAs. Es decir, la operación de recompra y el consiguiente efecto sobre la propiedad de la empresa, puede dar lugar a diferentes efectos sobre el valor de la empresa en función de que se apoye la hipótesis de señales o la hipótesis de atrincheramiento directivo, al igual que señalamos para el caso de los splits.

Según la *hipótesis de señales*, los directivos recompran las acciones con una prima sobre el valor de la acción con posterioridad a la recompra, transfiriendo riqueza de aquellos accionistas que no venden a aquellos que sí lo hacen, de manera que se señalice que la empresa está infravalorada. Dann (1981) y Vermaelen (1981) establecen que el precio de recompra es el 22-23% superior al precio anterior al anuncio de la recompra, y el 13% superior al precio después de la recompra (60 días).

Por su parte, la *hipótesis de atrincheramiento* directivo considera que un aumento de la autocartera reduce el porcentaje del capital poseído por los externos y aumenta la participación directiva, incrementándose por tanto el atrincheramiento de la dirección, lo que puede dar lugar a un efecto negativo sobre la cotización. Dittmar (1995) no encuentra relación entre las recompras y la propiedad en manos de los internos. Sin embargo, otros autores como Bagnoli y Gordon (1989) y Sinha (1991) señalan que las empresas compran sus acciones para impedir OPAs. En el caso español, Roper (1997) señala que las compras a corto plazo persiguen defender a las empresas frente a las OPAs, mientras que las compras a largo plazo tratarían de resolver problemas de agencia²².

²² La compra de acciones propias puede considerarse como un mecanismo de distribución del efectivo de la sociedad alternativo al pago de dividendos que reduce la discrecionalidad directiva y provoca reacciones positivas en el precio de las acciones (Fenn y Liang, 1998).

c) Shocks del entorno: la desregulación

La proliferación de la desregulación en la mayoría de los países ofrece la oportunidad de analizar la evolución de la estructura de gobierno y de su adaptación a los shocks del entorno.

Puesto que la desregulación incrementa la discrecionalidad directiva y la sensibilidad del valor de la empresa a la calidad de las decisiones directivas, cabe esperar que varios mecanismos de gobierno cambien bajo este contexto. Según señalan Kole y Lehn (1997), la desregulación puede motivar una mayor concentración de la estructura de propiedad de los fondos propios, un incremento de la remuneración ejecutiva con una mayor proporción de la compensación consistente en una paga vinculada al valor de la empresa, y por último es probable que el tamaño del consejo se contraiga y aumente la representación exterior en los consejos.

En este sentido, el análisis de cómo un mecanismo de gobierno se mueve de un equilibrio a otro resulta más interesante que centrarse en las características de un determinado equilibrio, así como observar cómo las empresas se adaptan a los shocks y si existe una selección natural de la forma organizativa.

Hasta aquí hemos querido demostrar la importancia que sobre el valor de la empresa tienen los cambios en la propiedad accionarial de la misma, basándonos principalmente en dos hipótesis: la hipótesis de supervisión y la hipótesis de información. La estructura de propiedad que resulta directamente de una operación de venta pública de títulos, de una oferta pública de adquisición, de una venta de un bloque accionarial, de una oferta pública de venta, o de un proceso de privatización, no sólo condiciona el precio de la operación a priori sino que además influye sobre los rendimientos de los títulos obtenidos a posteriori. Del mismo modo, hemos incluido también otra serie de operaciones (como los splits y la recompra de acciones), que aunque su objetivo inicial no es llevar a cabo un cambio en la propiedad de la empresa, su posible incidencia sobre la estructura accionarial puede condicionar los resultados que estas operaciones ejercen sobre la empresa. En conclusión, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto el efecto positivo que se deriva de las reestructuraciones accionariales cuando se espera una mejor supervisión

y gobierno de la empresa con la nueva estructura accionarial resultante (hipótesis de supervisión). Sin embargo, en algunas ocasiones las consecuencias que los cambios en la propiedad tienen sobre el valor de la empresa se han justificado a partir de la información privilegiada con que cuentan determinados inversores de la misma y que ocasiona no sólo un efecto informativo derivado de la estructura accionarial y del deseo a invertir en la empresa, sino que además la mayor propiedad que poseen aquellos que se considera mejor informados en la empresa se ha mostrado como complemento informativo de otros anuncios que realiza la empresa dando lugar a una mayor credibilidad de éstos. A continuación pasamos a analizar la posible ventaja informativa de determinados inversores y los efectos informativos que se derivan de la estructura accionarial.

3.5. INFORMACIÓN PRIVILEGIADA Y EFECTO INFORMATIVO DE LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD ACCIONARIAL.

Los conflictos generados por las situaciones de información asimétrica mantienen como nota distintiva la existencia de un grupo formado por la propia dirección o por los accionistas internos o fuertemente implicados en la gestión de la empresa - "insiders" - que posee información confidencial sobre las características de la empresa o sobre la calidad de sus oportunidades de inversión de la que carecen el resto de los inversores.

Mientras el derecho norteamericano define el "insider trading" como la compra - venta de acciones por trabajadores, directivos y accionistas que poseen más del 10% de las acciones de una empresa cotizada en una bolsa nacional, haciendo así referencia al sujeto que posee la información, la ley española utilizando el equivalente "información privilegiada" en el artículo 81 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, tiende a subrayar el contenido u objeto de la información más que al sujeto que la posee, señalando que toda persona que por razón de su trabajo, profesión, cargo o funciones posea datos o informaciones relativos a los mercados de valores deberá impedir la utilización abusiva o desleal de dichos datos, sin que puedan ejecutar por cuenta propia o ajena operaciones en el mercado sobre los valores a que la información se refiera.

Estos individuos deberán informar de todas las transacciones que realicen con las acciones de sus empresas, las cuales tienen efectos informativos que pueden afectar a los rendimientos de la empresa tanto de forma directa a través de la señal enviada al mercado como de forma indirecta a través de los efectos derivados de la mayor concentración de propiedad en manos de individuos internos a la empresa (mediante la compra de títulos) o de la menor propiedad en manos de dichos individuos (a través de la venta de títulos), propiedad que hemos establecido como uno de los mecanismos de gobierno de la empresa, con el consiguiente efecto sobre los rendimientos de ésta.

En 1934 el Congreso de Estados Unidos decidió que las transacciones realizadas por los miembros de la empresa no eran buenas para los mercados financieros por lo que dichas transacciones fueron reguladas por la SEC²³. Sin embargo, no todos los países han seguido el ejemplo americano. Las ventajas de la negociación por los "insiders" han sido debatidas en una doble vertiente: 1) ¿es justa la transacción cuando los individuos están informados de manera distinta? 2) ¿es económicamente eficiente permitir las transacciones por los "insiders"? Leland (1992) utilizando un modelo de expectativas racionales con un nivel de inversión endógeno muestra los beneficios y costes de las transacciones realizadas por los internos.

Los argumentos más comunes a favor de dichas transacciones son: a) las transacciones por los "insiders" incorporan información nueva y útil a los precios de los títulos. Los que toman las decisiones podrán reducir el riesgo y mejorar el rendimiento cuando los precios reflejan mejor la información. b) Puesto que se reduce el riesgo, el precio de los títulos será mayor y se realizarán mayores inversiones reales. Los argumentos en contra pueden resumirse en tres: a) los inversores externos invertirán menos porque el mercado es "injusto". El precio de los títulos será menor y se incurrirá en una menor inversión real; b) se reducirá la liquidez del mercado; y c) los precios de los títulos serán más volátiles, perjudicando

²³ La sección 16a de la SEA (Securities Exchange Act) requiere que los internos comuniquen sus transacciones a la SEC, y la sección 16b requiere que los internos devuelvan todos los beneficios derivados de la compra y subsiguiente venta (realizada en un periodo de seis meses o inferior), o lo que se ha llamado "short swing", a la empresa. Sin embargo, si los internos esperan 6 meses y un día para realizar sus beneficios por la venta de acciones podrían librarse de esta norma, salvo en el caso de las fusiones (Agrawal y Jaffe, 1995).

a los que tienen necesidad de liquidez. Los resultados de Leland (1992) apoyan algunos de estos argumentos, sin embargo deja abierta la controversia ya que sugiere que el beneficio o coste de las transacciones realizadas por "insiders" dependerá de las características de los mercados.

3.5.1. La información privilegiada de los internos.

En varios trabajos se ha documentado que la información privilegiada permite a los "insiders" obtener un rendimiento superior a la media, sin embargo esta interpretación es incompleta, ya que los internos también soportan el coste del riesgo específico de la empresa. Por lo tanto, el mayor rendimiento obtenido por los "insiders" al negociar en el mercado de capitales no puede ser interpretado como un mayor rendimiento personal que reciben éstos sobre los inversores externos. También es cierto que los internos o accionistas controladores no son los únicos que pueden poseer información privilegiada. Otros, como los trabajadores, bancos y quienes negocien con la empresa, tendrán acceso a dicha información. En este sentido, cabe preguntarse ¿pueden beneficiarse de la información privilegiada sin mejorar las operaciones de la empresa? Por un lado, los trabajadores deben soportar el riesgo de especializar su capital humano en función de las necesidades de la empresa. Por otro lado, los bancos y quienes negocian con la empresa no sólo reciben información de la empresa sino que también dan información a la misma, por lo que la información privilegiada se convierte en un medio de pago por este tipo de servicios que por su naturaleza no pueden recogerse en un contrato explícito.

La posesión de información privilegiada por parte de los internos o de quien detenta el control de la empresa se pone de manifiesto en el estudio de Demsetz (1986) en el que partiendo de la hipótesis de que el acceso a la información privilegiada es mayor para los accionistas que poseen relativamente más acciones, encuentran como en aquellas en las que la concentración de propiedad es mayor el volumen de transacciones realizadas por los internos es hasta 7 mayor que en aquellas empresas en las que ningún accionista posee más del 0,02% de las acciones.

Las transacciones que se realizan con información privilegiada, crean por tanto oportunidades de beneficio a expensas de otros inversores. Esta transferencia de riqueza, dado que afecta a los accionistas minoritarios, es vista como parte del

coste soportado por los accionistas minoritarios para promover una supervisión más efectiva de la empresa (a través de la mayor concentración del accionariado o mayor propiedad interna). Dado que este coste aumenta en mayor cantidad cuando los accionistas minoritarios realizan transacciones más frecuentemente, los accionistas minoritarios deberían mantener sus títulos por periodos más largos de lo que lo harían en ausencia de información privilegiada. Esta estrategia de comprar y mantener los títulos no supone una protección perfecta en contra de la información privilegiada dado que impone costes de iliquidez sobre los inversores.

Una de las razones por las que Manne (1966) permite las transacciones por internos es que mediante éstas, la información poseída por los internos se transmite rápidamente a los precios de los títulos y por tanto aumenta la eficiencia de los mercados de capitales. Esta idea se basa en el hecho de que la compra de valores puede mejorar el alineamiento de intereses entre los externos y los internos permitiendo a los directivos beneficiarse de la apreciación en el valor de la empresa provocada por sus esfuerzos. Fishman y Hagerty (1992) por el contrario, muestran cómo las transacciones de los internos desmotivan la producción de información por parte de los analistas externos y reducen por tanto la eficiencia informativa neta de los mercados de valores. En este sentido, Noe (1997) amplía la literatura sobre riesgo moral e información privilegiada asumiendo que el directivo realiza su decisión entre esfuerzo / compra-venta de títulos una vez que la remuneración ha sido fijada, concluyendo que existe un efecto sustitución entre la remuneración explícita directiva y las oportunidades de transacción de los internos. En otras palabras, cuando los accionistas permiten las transacciones de los internos, ofrecerán paquetes de remuneración menos atractivos. A cualquier nivel fijo de remuneración, permitir la transacción por los internos mejora los incentivos a esforzarse de los directivos. Sin embargo, el efecto sustitución lleva a las empresas a reducir las rentas que ganan los directivos reduciendo la remuneración cuando se les permite la compra-venta de acciones.

Por otro lado, existen dos razones por las cuales lo internos, o quienes poseen información privilegiada en la empresa, están dispuestos a comunicar más información al mercado. En primer lugar, porque las transacciones realizadas por los internos son informativas en sí mismas. Dado que otros participantes del mercado

pueden observar estas transacciones, podrán inferir las implicaciones que sobre el valor tiene la información no pública que se esconde detrás de la decisión de inversión. Segundo, la posibilidad de obtener un beneficio derivado de la mayor información del interno crea incentivos adicionales para que éste comunique nueva información. De acuerdo con el primer argumento, la información privilegiada será comunicada rápidamente y a bajo coste a otros inversores del mercado a través de los precios. Los trabajos teóricos sobre expectativas racionales con ruido sugieren que los precios de los títulos revelan sólo parcialmente la información de los allegados. Esta revelación parcial crea oportunidades de beneficio para los que se encuentren más informados lo que contribuye a compensar sus costes de adquisición de información y sus potenciales costes legales. En cuanto al segundo de los argumentos, ha sido demostrado tanto teórica (Manne, 1966) como empíricamente (Penman, 1982) que un directivo tendrá una mayor probabilidad de comunicar información al mercado (como una previsión de ganancias) si recibe algo a cambio.

Sin embargo, John y Narayanan (1997) han demostrado cómo el hecho de que se obligue a los "insiders" a revelar información sobre sus transacciones a posteriori origina incentivos para que los que poseen algún tipo de información privilegiada manipulen el mercado negociando en contra de lo que sería conveniente en función de la información de que disponen. Esto les permite incrementar los beneficios derivados de sus transacciones ya que poseen una ventaja informativa sobre el mercado durante un periodo de tiempo más largo. Muestran como la probabilidad de manipulación depende de su ventaja informativa, el número de otros "insiders", la liquidez del mercado, la velocidad de llegada de la información pública, y la elección del volumen de negociación.

3.5.2. Efectos informativos de la propiedad accionarial vs. Reducción de costes de agencia en función de otros anuncios empresariales.

Los modelos tradicionales de señales han sido utilizados para explicar la reacción de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos, gastos en capital, emisión y recompra de títulos y otros cambios en la estructura de capital, partiendo del supuesto de que los "insiders" no podían realizar transacciones para beneficiarse de tales anuncios. Sin embargo, en trabajos más recientes (John y

Mishra, 1990) se ha empezado a considerar a las propias transacciones de los internos como señales en sí mismas que interactúan con el resto de los anuncios de la empresa.

1. Decisión de inversión.

Las transacciones de títulos realizadas por los internos sirven de complemento de otras señales concediendo una mayor credibilidad a la mismas y un mayor efecto informativo si un determinado anuncio, como puede ser un anuncio de inversión, va acompañado de una compra de acciones por parte de los internos. Asimismo, la contrapartida de este efecto positivo que los internos pueden provocar, se sitúa en el posible comportamiento oportunista que les lleva a apropiarse de parte de los rendimientos de las inversiones que van a emprenderse, dando lugar a que algunos proyectos no lleguen a desarrollarse.

En un equilibrio de señales eficiente, tanto la propiedad de acciones interna como los anuncios de inversión se encuentran estratégicamente determinados para proveer información privada al mínimo coste. Para un nivel fijo de inversión, la señal única de la propiedad interna puede suministrar de manera creíble toda la información privada. Del mismo modo, para un nivel fijo de propiedad interna, los anuncios de inversión han demostrado ser capaces de suministrar información privada. Sin embargo, utilizando ambas señales estratégicamente se alcanza un nivel de señalización más eficiente.

En este sentido, John y Mishra (1990) a partir de la elaboración de un modelo teórico llegan a la conclusión de que la señal enviada por la inversión estará condicionada por las transacciones realizadas por los "insiders". En otras palabras, el que un incremento en la inversión sea una buena o una mala noticia dependerá de la señal enviada por las transacciones realizadas por los "insiders". Para las empresas en que dichas transacciones se traducen en una venta neta, la reacción en el precio de los títulos será negativa, y para las demás positiva. También llegan a la conclusión de que cuando la inversión es fija, incrementos inesperados de la propiedad interna provoca un incremento en el precio de las acciones y de los bonos. Sin embargo, cuando la propiedad interna es fija, el efecto de un anuncio de inversión es negativo para las empresas en declive y positivo para las empresas en crecimiento.

Por su parte, Manove (1989) señala como los miembros de la empresa y otros especuladores con información privada sobre la misma son capaces de apropiarse de parte de los rendimientos derivados de las inversiones empresariales a expensas de otros accionistas. Como resultado, la compra-venta de títulos por parte de los miembros de la empresa tiende a disuadir la realización de inversiones empresariales y a reducir la eficiencia del comportamiento empresarial.

Sin embargo, no son necesarias las compra-ventas de títulos por parte de quien detenta la información privilegiada para provocar una reacción diferente del mercado ante anuncios de inversión, sino que la participación en el accionariado de la empresa por parte de aquellos inversores mejor informados, como son los internos y los inversores institucionales, constituye una señal de la supervisión que se ejerce en la empresa sobre las decisiones directivas concediendo además una mayor credibilidad en las mismas. En concreto, el estudio de Szewczyk, Tsetsekos y Zantout (1996) en el que se analizan 252 anuncios de inversión en I+D realizados entre junio de 1979 y diciembre de 1992 por 121 empresas, hace depender el rendimiento anormal obtenido²⁴ de una serie de variables entre las que se encuentran el endeudamiento, la propiedad directiva, la propiedad institucional y el número de miembros externos en el consejo, con la intención de controlar el impacto que la propiedad y la estructura organizativa tienen sobre la supervisión de los directivos (Jensen y Meckling, 1976) y como señales informativas (Leland y Pyle, 1977). Las variables que resultan estadísticamente significativas y con signo positivo en su modelo son: el ratio de deuda de la empresa y la proporción de propiedad institucional. Este resultado es consistente con la idea de que un mayor ratio de deuda implica un compromiso de asignación de los flujos de caja futuros, y además la mayor propiedad institucional permite ejercer una mayor supervisión por parte de estos inversores, dando lugar a una disminución de los costes esperados de agencia derivados de la existencia de flujos de libre disposición.

²⁴ La respuesta positiva del mercado ante anuncios de inversión ha sido también analizada empíricamente por McConnell y Muscarella (1985), Woolridge (1988), Chan, Martin y Kensinger (1990) y Zantout y Tsetsekos (1994).

2. Anuncios de dividendos.

La señal transmitida por un anuncio de dividendos al mercado puede ser positiva o negativa en función de las oportunidades de inversión rentables que presente la empresa. Así, si la empresa tiene oportunidades de inversión o se trata de una empresa en crecimiento, el efecto de un anuncio de dividendos será menor que si se trata de una empresa en la que no existen oportunidades de inversión o pertenece a un sector maduro. La idea se basa principalmente en asignar eficientemente los recursos de la empresa que en caso de existir proyectos rentables de inversión, los destinará a los mismos, y en caso contrario destinará los recursos excedentes al reparto de dividendos de manera que se evita la inversión en proyectos con valor actual neto negativo o la sobreinversión (Jensen, 1986).

Sin embargo, aparte de esta relación entre la señal de los dividendos y las oportunidades de inversión, se ha observado también una relación entre dicha señal y las compra-ventas que realizan los internos o quienes poseen información privilegiada antes del anuncio. En particular, John y Lang (1991) llegan a la conclusión de que el mercado utiliza la información que transmite un aumento o una disminución de la propiedad de los internos para interpretar si los anuncios de dividendos son una buena o una mala noticia. De hecho, un incremento de los dividendos será una noticia negativa si previamente se ha observado una venta neta de acciones por parte de los internos.

3. Anuncios de ganancias.

Varios estudios han examinado la rentabilidad obtenida por el abuso de la información privilegiada, indicando cómo los internos ganan por término medio más que los inversores externos de la empresa. Ello sugiere que tienen acceso a una gran cantidad de información no pública y que hacen negocio con ella. Por lo tanto, estos "insiders" se constituyen como una importante fuente de información potencial para los participantes en el mercado para hacer predicciones sobre las ganancias futuras. Como resultado, cabe esperar que la información contenida en los anuncios de beneficios de empresas que se encuentran precedidos por la negociación de los "insiders" sea menor que la contenida en aquellos anuncios de beneficios que no se

encuentran precedidos por tal negociación²⁵. Udpa (1996) obtiene evidencia en este sentido.

Sin embargo, el porcentaje de propiedad accionarial que poseen los inversores sofisticados o que poseen un mayor conocimiento de la empresa y que han sido representados según varios autores a través de la propiedad institucional²⁶, condiciona la respuesta que se obtiene ante un anuncio de ganancias. La idea se centra nuevamente en la posible complementariedad informativa de ambas señales (anuncio de ganancias y estructura accionarial). Lee (1992) encuentra una respuesta compradora (vendedora) ante buenas (malas) noticias en empresas en las que existe un alto porcentaje de propiedad en manos de inversores institucionales (sofisticados). En la misma línea, el trabajo de Potter (1992) analiza la relación entre el nivel de propiedad del inversor institucional en la empresa y la reacción de los precios de los títulos ante los anuncios trimestrales de ganancias. Los inversores institucionales suelen seguir de cerca a las grandes empresas y dedican una parte sustancial de sus recursos a la búsqueda de información. Por lo tanto, el lazo de unión entre el tamaño de la empresa y la producción de información puede ser atribuible a la influencia de los inversores institucionales en el proceso de producción de información. Dado que las transacciones institucionales pueden también afectar a los precios de los títulos, el impacto preciso que la propiedad institucional tiene sobre la variabilidad de los precios ante anuncios de ganancias trimestrales no resulta tan obvio. La evidencia obtenida por Potter (1992) a través de una regresión de corte transversal en la que relaciona la variabilidad de los precios de las acciones ante los anuncios de ganancias con el porcentaje de la propiedad institucional, entre otras variables, señala una relación positiva entre ambas. Este resultado sugiere que la información adicional recogida por los inversores institucionales es improbable que anule los efectos de la información suministrada por los anuncios de ganancias. Resultados similares obtienen Elsharkawy y Garrod (1996).

²⁵ Examinando las transacciones por los internos a posteriori, después del anuncio de ganancias, Sivakumar y Waaymire (1994) encuentran que un número sustancial de internos compra (vende) después de anuncios de ganancias desfavorables (favorables), sugiriendo que las acciones de los internos incorporan información que no se revela a través de los anuncios de ganancias.

²⁶ Véase Hand (1990) y Elsharkawy y Garrod (1996).

4. Anuncios de quiebra.

Seyhun y Bradley (1997) documentan cómo los "insiders" realizan ventas significativas de títulos de aquellas empresas que se declaran en quiebra antes de que se produzca la misma. Se ha demostrado cómo las acciones de empresas que llegan a declararse en quiebra sufren pérdidas significativas durante los dos años anteriores a la misma, lo que significa que los "insiders" podrían evitar incurrir en pérdidas significativas de capital vendiendo sus títulos antes de que las condiciones financieras de la empresa sean conocidas por el mercado en general. Parece que los insiders venden dentro de un espacio de 3 meses antes de la revelación de las malas noticias y compran después de que los precios han caído, quizá en respuesta a una sobre-reacción del mercado con respecto a las condiciones financieras de la empresa, por lo que se puede concluir que la negociación de los "insiders" lleva importante información sobre el precio de mercado futuro de las acciones de una empresa.

5. Anuncios de emisión de acciones

Por último, dentro del contexto de emisión de acciones se observa también la influencia de la sofisticación del inversor o de la propiedad institucional sobre los rendimientos anormales que acompañan a una operación de este tipo. En concreto, Brous y Kini (1994), basándose en la hipótesis de "supervisión efectiva" que establece que la mayor propiedad institucional dará a los inversores institucionales mayores incentivos para proteger sus inversiones en la empresa, encuentran una relación positiva entre los rendimientos anormales alrededor del día del anuncio de emisión de acciones y el nivel de propiedad institucional. Dicha relación se explica principalmente en aquellas empresas con baja q de Tobin ($q < 1$), ya que los directivos de estas empresas tienen una mayor probabilidad de infrautilizar los recursos que obtienen de la emisión de acciones, por lo que se convierten en el objetivo de supervisión por parte de los inversores institucionales.

En resumen, la influencia del tipo de inversor sobre la reacción de la empresa ante distintos anuncios la podemos resumir basándonos en dos hipótesis principales:

- La hipótesis de información, que basándose en la asimetría informativa que favorece al inversor sofisticado o controlador, predice un beneficio privado que

puede obtener dicho inversor derivado de la información así como la complementariedad entre la señal transmitida por la estructura accionarial y la señal transmitida por diversos anuncios.

- La hipótesis de supervisión, que establece que el inversor sofisticado o controlador sirve de supervisor de las acciones directivas, por lo que su presencia reduce los costes de agencia, dando lugar a un mayor rendimiento anormal positivo ante los anuncios (Szewczyk, Tsetsekos, Zantout, 1996 y Brous y Kini, 1994).

En conclusión, este capítulo permite extraer dos conclusiones principales:

Por un lado, la evidencia empírica ha puesto de manifiesto el efecto positivo sobre el valor de la empresa que se deriva de las reestructuraciones accionariales cuando se espera una mejor supervisión y gobierno de la empresa con la nueva estructura accionarial resultante (hipótesis de supervisión). Este hecho incrementa el beneficio público que todo accionista puede obtener derivado de la empresa y por tanto no sólo afecta al rendimiento empresarial a posteriori sino que también influye en el precio pagado por las acciones de la empresa a priori, es decir en el momento de la venta pública o en la transmisión de bloques accionariales.

Por otro lado, en algunas ocasiones las consecuencias que los cambios en la propiedad tienen sobre el valor de la empresa se han justificado a partir de la información privilegiada con que cuentan determinados inversores de la misma y que ocasiona, no sólo un efecto informativo derivado de la estructura accionarial y del deseo a invertir en la empresa, sino que además, la mayor propiedad que poseen aquellos que se considera mejor informados en la empresa se ha mostrado como complemento informativo de otros anuncios que realiza la empresa dando lugar a una mayor credibilidad de éstos.

En consecuencia, el deseo a invertir en una determinada empresa puede estar condicionado: por un lado, por las mayores ganancias que se esperan derivadas de un incremento en la supervisión y reducción de los costes de agencia; y por otro, por la ventaja informativa con que cuenta el inversor que le permite valorar la empresa a un menor coste y obtener un beneficio adicional derivado de su inversión.