El mercado para el control de sociedades en España

Características y evolución durante el período 1990-1998

NURIA ALCALDE FRADEJAS*
MANUEL ESPITIA ESCUER**

En este trabajo se analizan la evolución y características más relevantes del incipiente mercado de control societario español durante los años 90. Desde el enfoque de la Teoría de Agencia, el mercado de control societario constituye uno de los mecanismos más útiles para disciplinar a los directivos que no desempeñan correctamente su labor y proteger los intereses de los accionistas de las grandes Sociedades Anónimas. Sin embargo, y pese a la mayor actividad registrada durante los últimos años en el mercado de control societario español, el análisis de las características que, globalmente, presentan las operaciones en él realizadas, sugiere que otros motivos diferentes a los señalados parecen haber gozado de mayor protagonismo en nuestro país.

Palabras clave: fusiones y adquisiciones, sociedades anónimas, accionistas, opas, concentración de empresas.

Clasificación: JEL: G34.

COLABORACIONES

1. Introducción

En la actualidad, la forma organizacional mayoritariamente utilizada es la Sociedad Anónima. La libre enajenabilidad de las acciones en que se divide su capital social, así como el carácter no restringido de las mismas, el cual posibilita que quienes asumen los riesgos —los accionistas— no estén obligados a desempeñar ningún otro papel en la organización, conducen a la denominada separación entre propiedad y control en estas sociedades. Los principales beneficios que conlleva esta separación son la especialización en las funciones de dirección y asunción de riesgos, la posibilidad de diversificar riesgos para los accionistas y el mayor volumen de recursos al que puede acceder la empresa. Sin embargo, y como contrapartida, puede generarse un importante conflicto de intereses entre quienes toman las decisiones y quienes asumen los riesgos, directivos y accionistas, respectivamente.

El gobierno de la empresa o *corporate governance*, se ha asociado tradicionalmente con el conflicto de intereses existente entre accionistas y directivos. Las investigaciones sobre el gobierno de la empresa se ocupan de los distintos mecanismos que permiten lograr una mayor convergencia de intereses entre ambas partes, asegurando que las empresas son dirigidas en beneficio de sus propietarios (Mayer, 1999).

Una clasificación tradicional de estos mecanis-

* Profesora asociada del Departamento de Economía y Dirección de Empresas. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Zaragoza.
** Catedrático de Organización de Empresas. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad de Zaragoza.

mos es la que distingue entre internos y externos. Como mecanismos de *control interno* actúan los accionistas y el Consejo de Administración. Como mecanismos de *control externo,* se consideran los mercados de factores y productos, los mercados de capitales, el mercado de directivos y el mercado para el control de sociedades. Cada uno de estos mecanismos tiene sus propias ventajas e inconvenientes y, además, goza de una importancia diferente según el país considerado. Así, habitualmente se distinguen dos modelos de gobierno en el mundo, el anglo-americano, en el que el mercado para el control de empresas juega un papel determinante, y el de los países de Europa Continental y Japón, donde prevalecen los mecanismos de control interno (Fanjul, 1998, ofrece una revisión de las diferencias entre ambos).

Diversos factores como la importancia del mercado bursátil, la eficiencia de los mercados de capitales, la propiedad de las empresas e incluso la filosofía de economía política y la tradición, influyen en la prevalencia de uno u otro mecanismo en los distintos países o grupos de países. Sin embargo, y tal como indica Bengoechea (1996), la duda reside en saber si ante los cambios introducidos por la revolución tecnológica, la globalización de los mercados financieros y la incorporación de nuevos países al comercio mundial, alguno de los dos modelos tiene más probabilidades de prevalecer. Según este autor, el mayor protagonismo que están alcanzando los mercados en el gobierno de la empresa en aquellos países basados en mecanismos de control interno, parece constituir un indicio de cuál es el sistema que tiene más posibilidades de prevalecer en el futuro. También Fanjul (1998) se manifiesta en esta misma línea, indicando que *«el modelo anglosajón de mercado tiende a imponerse por haber triunfado ideológicamente y como esquema teórico»*.

Por el contrario, otros autores consideran arriesgado hacer afirmaciones sobre la superioridad y prevalencia en el futuro de un modelo de gobierno u otro dado que ambos presentan ventajas e inconvenientes. De la Dehesa (1995) apunta hacia una futura convergencia de ambos modelos. Kaplan (1997) y Salas (1998) consideran que en economías con mercados de productos competitivos y mercados de capitales eficientes ambos modelos pueden sobrevivir dando lugar a resultados agregados similares.

En cualquier caso, la idoneidad de cada uno de estos modelos, así como la posible prevalencia de alguno de ellos en el futuro son cuestiones de creciente interés que han hecho surgir en la actualidad un interesante debate sobre el gobierno de la empresa en el que, como acabamos de señalar, algunos autores apuestan por un papel cada vez más activo de los mercados de control.

En este trabajo se revisan, en primer lugar, la teoría y evidencia empírica existentes en relación al papel disciplinario ejercido por el mercado de control societario en aquellos países donde mayor relevancia ha tenido tradicionalmente, para, posteriormente, pasar a describir la evolución y características más relevantes del incipiente mercado de control español durante los últimos años.

2. El mercado para el control de sociedades como mecanismo de control del conflicto de agencia entre accionistas y directivos

En 1932, Berle y Means ya advertían que la creciente dispersión del accionariado en las grandes sociedades anónimas estaba generando una separación entre propiedad y control con un potencial impacto negativo sobre el valor de dichas sociedades. En 1976, el argumento de Berle y Means fue traducido a una formulación más rigurosa por Jensen y Meckling en la denominada *Teoría de los Costes de Agencia.*

El conflicto de agencia que surge entre accionistas y directivos en las grandes sociedades anónimas se enmarca dentro de la teoría que considera a la empresa como un nexo de contratos entre diferentes agentes, cada uno motivado por su propio interés. Cuando la propiedad del capital está dispersa, los accionistas delegan autoridad en los directivos. Sin embargo, resulta difícil asegurar que los directivos utilizarán siempre esta capacidad de decisión en beneficio de los propietarios de la empresa y no en el suyo propio. Los costes de agencia constituyen la reducción de valor derivada de la separación entre la propiedad y el control.

En organizaciones complejas se han desarrollado diversos mecanismos que tratan de mitigar

este problema y que pasan fundamentalmente por asignar las diferentes etapas del proceso de toma de decisiones entre los agentes con conocimientos adecuados, separando la gestión de las decisiones de su control. Estos mecanismos son, según Fama y Jensen (1983), la jerarquía, el control mutuo y el control colegiado.

En el caso de las grandes Sociedades Anónimas, fundamentalmente Sociedades Anónimas con cotización, en las que la separación entre propiedad y control suele ser máxima, su especial forma de financiación permite la existencia, aparte de los mecanismos de control convencionales, de mecanismos de control específicos.

Entre ellos, cabe destacar como un mecanismo de control externo muy estudiado en países como EEUU y Reino Unido, el mercado para el control de empresas, el cual puede definirse como aquél en el que equipos directivos alternativos compiten por el control de los recursos empresariales (Fama y Jensen, 1983). *La Teoría del mercado para el control de empresas* se basa en la hipótesis de mercados de valores eficientes, según la cual la cotización de las acciones refleja toda la información disponible. Se asume que existe una correlación positiva entre la eficiencia de la dirección de una compañía y el precio de sus acciones. Si una empresa no se gestiona de forma eficiente, la cotización de sus acciones disminuye en relación a las de otras empresas de la misma industria o del mercado. Llegará un momento en que otros equipos directivos, que se consideren capaces de gestionar esa empresa de forma más eficiente, creerán adecuado hacerse con el control de la misma. Si tienen éxito, el valor de la compañía será mucho mayor con el tiempo y obtendrán una notable ganancia de capital.

Contrariamente a lo que pudiera parecer a simple vista, el mercado para el control de empresas no sólo disciplina a los directivos y administradores de las empresas sobre las que actúa directamente. La existencia de un mercado de control activo constituye una presión suficiente para que los administradores de cualquier sociedad se esfuercen por desempeñar correctamente su labor puesto que son conscientes de que si no realizan una gestión eficiente de sus empresas, éstas serán probablemente objeto de toma de control y ello perjudicará su prestigio en el mercado laboral, exponiéndose incluso a perder sus empleos.

El mercado para el control de empresas cuenta con defensores acérrimos como Jensen (1995), quien considera que los sistemas de control internos de las grandes Sociedades Anónimas han fracasado en su tarea de hacer que los directivos maximicen el valor de las empresas. Indica que la escasez de ocasiones en las que las empresas grandes se reestructuran o reorientan sus políticas por indicación exclusiva de sus mecanismos de control internos, es decir, en ausencia de intervención de los mercados de capital o por una crisis en los mercados de productos, es un testimonio elocuente de su falta de utilidad. El mercado para el control de empresas, bien a través de su actuación directa sobre algunas empresas o simplemente mediante la presión que ejerce su existencia sobre los administradores, acelera los cambios y reestructuraciones que han de realizar las empresas para ser más competitivas y facilita la movilidad de los recursos hacia sus usos más eficientes.

El conflicto de agencia entre accionistas y directivos suele presentarse de forma muy acusada en empresas situadas en sectores en declive y con un exceso de flujos de caja libres. *La Teoría del flujo de caja libre* de Jensen (1986) —*free cash flow theory*— indica que en empresas con flujos de caja en exceso sobre los necesarios para financiar los proyectos empresariales con un valor actual neto positivo se agrava el conflicto de intereses entre accionistas y directivos, ya que estos últimos son reticentes a repartir los flujos de caja sobrantes entre los accionistas (1). Los directivos prefieren retener estos fondos y gozar de una mayor discrecionalidad que, en ocasiones, puede materializarse en la realización de proyectos de inversión que teniendo un valor actual neto negativo, les reporten algún beneficio personal. Un ejemplo de ello sería la adquisición de empre-

(1) En esta teoría se considera que la deuda puede desempeñar un papel fundamental como elemento de motivación de los directivos. Cuando una empresa utiliza deuda, se compromete a pagar los intereses y devolver el principal en unas fechas estipuladas de antemano. Este compromiso, mucho más fuerte que una promesa de reparto de dividendos a los accionistas, motiva a los directivos a ser más eficientes, reduce el *cash flow* libre y los problemas de agencia que genera su existencia. Algunas críticas a esta teoría pueden hallarse en BALLARIN, CANALS y FERNANDEZ (1994), páginas 53 y 54.

sas con el único fin de lograr un incremento en el tamaño de la organización. Sin embargo, la Teoría del flujo de caja libre de Jensen también predice todo lo contrario, es decir, que empresas con escasas oportunidades de inversión y flujos de caja libres en exceso no repartidos entre los accionistas son candidatas firmes a sufrir una toma de control dado que el conflicto de agencia que se plantea entre accionistas y directivos sobre la utilización de los recursos generados se traducirá en un descenso de la cotización (2).

Aparte de Jensen, existen muchos otros autores que consideran que el mercado para el control de empresas es el mecanismo más útil para disciplinar a los directivos y proteger los intereses de los accionistas. Marris (1964) y Manne (1965) ya comentaban el papel desempeñado por el mercado para el control de empresas y principalmente por las ofertas públicas de adquisición (OPAs) para asegurar que los directivos de las empresas servían correctamente los intereses de los accionistas. Mandelker (1974) y Halpern (1983) indican que el principal motivo que impulsa una toma de control es la posibilidad de ejecutar mejores políticas en la empresa objetivo, destituyendo a los directivos con comportamiento ineficiente. Shleifer y Vishny (1988) también señalan que los mecanismos de control interno no son efectivos para evitar comportamientos de los directivos alejados del objetivo de maximización de valor para el accionista. Consideran que las OPAs hostiles son el medio más efectivo con el que cuentan los accionistas para librarse de los directivos ineficientes.

Desde un punto de vista empírico también se ha tratado de demostrar el papel disciplinario que desempeña el mercado para el control de empresas. Algunos estudios (Walsh y Ellwood, 1991; Martin y McConnell, 1991; Kennedy y Limmack, 1996) constatan mayor rotación en los puestos directivos de las empresas objetivo tras la toma de control. Los trabajos de Martin y McConnell (1991), Hambrick y Cannella (1993) y Kennedy y Limmack (1996) sugieren que existe una relación inversa entre el *performance* de las empresas objetivo antes de la toma de control y cambios posteriores en la alta dirección. Sin embargo, Franks y Mayer (1996) observan que las empresas objeto de tomas de control hostiles no presentan un *performance* previo significativamente inferior al de otras empresas, por lo que cuestionan el papel disciplinario atribuido generalmente a las OPAs hostiles.

Las operaciones más habituales en el mercado para el control de sociedades son las fusiones, las compras directas de acciones (instrumentadas en muchos casos a través de una OPA) para alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad que permita su control y las denominadas *proxy fights* o *proxy contests*. Estas últimas se producen cuando un accionista o grupo de accionistas disidentes trata de conseguir del resto las delegaciones de voto suficientes para poder cambiar el actual Consejo de Administración de la sociedad.

Las ofertas públicas de adquisición de acciones y las fusiones son tratadas a menudo como operaciones similares. Sin embargo, presentan diferencias importantes que dada su repercusión sobre el tema que nos ocupa, la resolución del conflicto de intereses entre accionistas y directivos, es conveniente señalar (García-Pita y Lastres, 1991):

• En primer lugar, la toma de control de una sociedad por adquisición de sus acciones presenta, frente a la fusión, la diferencia esencial de dejar intacta la individualidad jurídica de cada una de las dos sociedades, en lugar de fundirlas en una entidad jurídica única.

• En segundo lugar, los destinatarios de una OPA son los accionistas de otra sociedad, a quienes se ofrece un precio fijo por acción. Cada uno de ellos, de forma individual, y sin que sea necesario previo acuerdo en Junta General, decide si le interesa o no aceptar la oferta. En el caso de una fusión, existe una negociación previa entre los administradores respectivos de las sociedades

(2) Diversos trabajos empíricos respaldan la teoría de Jensen. STEVENS (1973) y SINGH (1971) observan que las empresas objetivo de fusiones mantienen tasas de retención de beneficios superiores a las de otras empresas. PALEPU (1986) observa que las empresas objetivo presentan desequilibrios entre sus recursos y posibilidades de crecimiento. POWELL (1997) indica que las empresas objetivo tienen un exceso de *cash flow* libre. MITCHELL y LEHN (1990) comprueban que la probabilidad de que una empresa sea objetivo de una toma de control está inversamente relacionada con las ganancias obtenidas por ella misma en sus propias adquisiciones. Es decir, empresas que realizan adquisiciones no generadoras de valor tienen más probabilidad de ser disciplinadas por el mercado de control.

interesadas que se materializa en un proyecto de fusión, el cual ha de ser ratificado posteriormente en Junta General por los accionistas de las sociedades implicadas.

Es precisamente esta segunda diferencia, es decir, la configuración de la oferta pública de adquisición de acciones como instrumento jurídico que permite al oferente dirigirse directamente a la base accionarial de la sociedad afectada, prescindiendo de todo acuerdo con las instancias gestoras de ésta, la que otorga mayor carácter disciplinario a la OPA que a la fusión (García, 1992).

Se considera así que las operaciones típicas del mercado para el control de empresas son las OPAs, fundamentalmente OPAs hostiles, es decir, aquéllas que cuentan con la oposición manifiesta de los gestores de la empresa objetivo. Las fusiones y ofertas de adquisición amistosas suelen tener un menor carácter disciplinario sobre los directivos de la empresa objetivo, si bien, en algunas ocasiones, esta supuesta amistosidad puede ser ficticia, encubriendo una absorción forzada (Palacín, 1997).

3. El mercado de control societario en España

Como ya se ha señalado, el gran desarrollo del mercado para el control de sociedades en los países anglosajones contrasta con la limitada importancia de este mercado en los países de Europa continental y Japón.

La estructura de propiedad de las empresas españolas y las características del mercado bursátil son aspectos que frenan el desarrollo de un mercado de control activo en nuestro país (Fanjul, 1998).

Con relación al primer aspecto, Galve y Salas (1994) y Crespí (1998) señalan que frente a una gran dispersión del accionariado en los países anglosajones, la estructura de propiedad de la empresa española responde en mayor medida al modelo continental, con una elevada concentración de la propiedad y una alta incidencia de participaciones cruzadas entre empresas. La actuación espontánea del mercado de control es más difícil en esta situación al requerirse, casi obligatoriamente, la aceptación previa de los grupos de control. Además, un 45 por 100 de las empresas cotizadas tiene algún tipo de protección estatutaria o administrativa frente a cambios de control no deseados (Eguidazu, 1995), lo que constituye una limitación adicional a las operaciones del mercado de control.

Por lo que respecta a nuestro mercado bursátil, éste se caracteriza por su estrechez, con pocas empresas cotizadas y escasa o nula representación de algunos sectores de la economía, y también por la existencia de problemas de liquidez que afectan a un buen número de sociedades cotizadas. En estas condiciones, resulta difícil que los precios reflejen el valor real de las empresas, ofreciendo, por tanto, poca información a los inversores.

Además de estas cuestiones, diversos condicionantes normativos han favorecido, según Arruñada (1990) la tradicional inactividad del mercado para el control de empresas en España. La regulación bancaria impidió que se desarrollasen especialistas e instrumentos apropiados para suministrar recursos a los agentes del mercado de control. Las rigideces del mercado laboral también supusieron un obstáculo importante pues limitaban la posibilidad de crear valor, fundamentalmente en aquellas operaciones en las que resulta necesaria una reducción de plantilla tras la absorción. Por último, un tratamiento fiscal poco favorable y un excesivo proteccionismo jurídico han sido también, según Arruñada, factores inhibidores del mercado para el control de empresas.

Pese a todos estos condicionantes, Palacín (1997) constata un incremento importante en el número de fusiones y adquisiciones durante la primera mitad de los años 90 que viene a reafirmar una tendencia iniciada ya durante la segunda mitad de los años 80. Diversos factores están motivando esta mayor actividad del mercado de control, registrada no sólo en España sino también en otros países de la Europa continental. Por un lado, la creciente importancia de los activos intangibles en las empresas dificulta el acceso al crédito y motiva una mayor dependencia de las empresas de los mercados de capitales en los que tienen que competir por captar los recursos necesarios. Por otro, el incremento de la competencia en el mundo provoca una mayor orientación de

las empresas hacia el beneficio, un mayor desarrollo de los mercados de capitales y la transmisión a nuestro mercado de las tendencias internacionales en materia financiera y de creación de valor para el accionista. Asimismo, las tendencias ya constatadas en el mercado de valores español hacia un incremento de la inversión extranjera e institucional, la transformación del modelo de participación de la banca en las empresas y la privatización de empresas públicas, provocarán según Eguidazu (1996) un cambio en la estructura de propiedad y control de las empresas españolas y favorecerán una mayor orientación en la gestión de la empresa hacia la satisfacción de los accionistas (enfoque *shareholder*) y un gobierno más eficiente de la empresa.

En definitiva, y de acuerdo con los cambios que se están produciendo, es posible que el mercado para el control de empresas adquiera un mayor protagonismo en el gobierno de la empresa en nuestro país y que su actividad se intensifique en las próximas décadas.

Para analizar las características del incipiente mercado para el control de sociedades en España durante los últimos años, nos centraremos en las operaciones más típicas de este mercado, las ofertas públicas de adquisición.

Aunque las fusiones también pueden considerarse operaciones del mercado de control puesto que, teóricamente, y al igual que las ofertas públicas de adquisición, permiten lograr cambios en el control de las sociedades implicadas, su importancia en España ha quedado relegada a un segundo plano, según se desprende de algunos trabajos previos.

Martínez y Sanchis (1990) presentan información sobre el número de fusiones y adquisiciones realizadas durante la segunda mitad de los años 80 en España y en las que participó alguna empresa cotizada en la Bolsa de Madrid, bien como compradora o como adquirida. Según sus datos, durante el período 1985-1989 se produjeron 27 fusiones y 49 adquisiciones, lo que supone un claro predominio de las adquisiciones realizadas mediante tomas de participación frente a las fusiones durante dicho período en nuestro país.

Con respecto a la primera mitad de los años 90, Palacín (1997) observa una mayor similitud entre el número de fusiones y de adquisiciones realizadas en este período. Sin embargo, al analizar el perfil de las fusiones realizadas, destaca que un elevado número de ellas no puede considerarse operaciones del mercado de control, puesto que se trata de fusiones impropias (3) cuyo principal fin es la reordenación de grupos ya existentes.

CUADRO 1
OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICION EN ESPAÑA (1990-1998)

	Número de operaciones tramitadas* en el ejercicio	Importe potencial (en millones de ptas.)	Importe efectivo (en millones de ptas.)
1990	19	178.255	99.173
1991	30	600.000	450.000
1992	24	271.000	224.000
1993	29	137.292	97.232
1994	17	136.676	71.068
1995	22	285.442	212.231
1996	20	292.457	268.604
1997	14	107.829	95.663
1998	18	779.249	733.911
Total	193		

*** Ofertas presentadas y autorizadas en el ejercicio**
Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Teniendo en cuenta estas circunstancias y también la mayor fiabilidad y accesibilidad a la información relativa a las OPAs realizadas en nuestro país, puesto que de las mismas existe un Registro Oficial en la Comisión Nacional del Mercado de Valores desde mediados de 1989, circunstancia que no se da en relación a las operaciones de fusión, las consideraciones que se presentan a continuación sobre el mercado para el control de sociedades en España hacen referencia únicamente a las ofertas públicas de adquisición (4).

3.1. Evolución reciente del número de ofertas públicas de adquisición

El análisis relativo a la mayor o menor actividad del mercado de control puede realizarse atendiendo tanto al número de operaciones registradas en cada ejercicio como al importe monetario que las mismas representan.

(3) Una de las empresas posee el 100 por 100 de las otras sociedades con las que se fusiona.

(4) Además, en el caso español, la OPA constituye el único mecanismo que puede utilizarse para alcanzar una participación significativa (mayor o igual al 25 por 100) en el capital de una sociedad cotizada, según se desprende de la normativa vigente en esta materia (RD 1197/1991).

Durante los nueve años comprendidos entre enero de 1990 y diciembre de 1998, se han registrado 193 ofertas públicas de adquisición sobre sociedades españolas. La distribución temporal de dichas operaciones, así como su importe potencial y efectivo en cada año, aparecen recogidos en el Cuadro 1.

Atendiendo en primer lugar al número de operaciones tramitadas en cada ejercicio, se observa cómo durante los cuatro primeros años (y, fundamentalmente en el período 1991-1993) se registró un importante número de OPAs, superior al de los años posteriores. Una coyuntura bursátil bajista que permitió la toma de posiciones a precios ventajosos, así como la reordenación de los sectores eléctrico y cementero, fueron los principales motivos del auge en el número de OPAs.

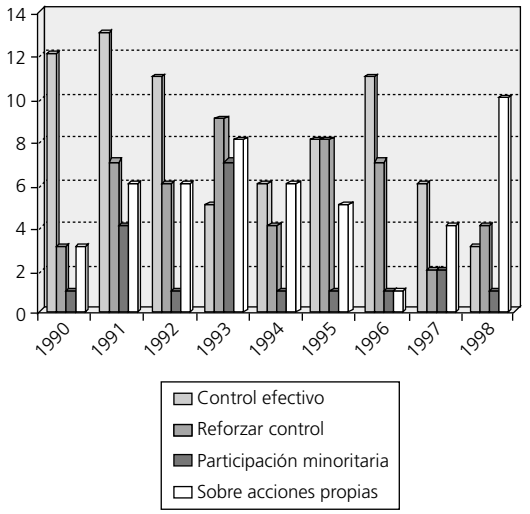
Considerando el importe de las operaciones realizadas, la actividad del mercado de control fue especialmente destacada en los años 1991 y 1998. La justificación a este hecho hay que buscarla en dos operaciones de gran transcendencia económica realizadas en dichos años. En el primer caso, se trata de la OPA lanzada por Iberduero sobre Hidrola, que significó por sí sola una propuesta de adquisición de valores de aproximadamente 300.000 millones de pesetas. En 1998, el elevado importe de las OPAs tramitadas se debe a otra operación de gran magnitud, la OPA realizada por el Banco Santander sobre Banesto, por un importe potencial cercano a los 628.000 millones.

3.2. Finalidad de las ofertas formuladas

La legislación española, con objeto de no hacer excesivamente gravosas las ofertas para la parte adquiriente dificultando así la actuación del mercado de control, permite la realización de OPAs parciales, es decir, ofertas cuya finalidad es conseguir una participación en el capital de la sociedad objetivo inferior al 100 por 100. Por tanto, teniendo en cuenta el porcentaje de participación que pretende alcanzar el oferente en el capital de la sociedad afectada, las OPAs realizadas pueden clasificarse en tres grupos:

a) Ofertas cuya finalidad es conseguir el control mayoritario de la sociedad afectada, es decir, ofertas en las que sumando el porcentaje de capital que se pretende adquirir al ya poseído por el oferente, la participación final resultante sería superior al 50 por 100.

GRAFICO 1
OPAs SEGUN EL OBJETIVO PERSEGUIDO



Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valoress.

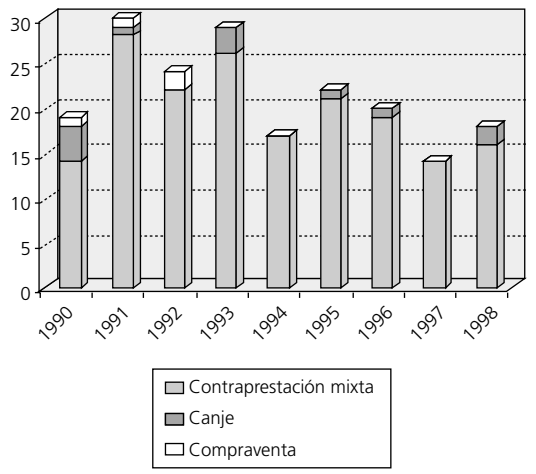
b) *Ofertas cuya finalidad es reforzar el control mayoritario que ya posee el oferente.*

c) *Ofertas destinadas a alcanzar una participación final inferior al 50 por 100 en el capital de la sociedad afectada.*

Para realizar esta clasificación se ha tenido en cuenta la información que aparece en los Informes Anuales de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y en el Registro Público de Ofertas Públicas de Adquisición, relativa al porcentaje de participación previa de la sociedad oferente en el capital de la sociedad afectada, y al porcentaje de capital al que se extiende la oferta. No obstante, en aquellos supuestos en los que el objetivo manifestado por el adquiriente es distinto del que resulta de considerar la información antes señalada, la clasificación se ha realizado atendiendo al primer aspecto, presuponiendo la existencia de algún tipo de acuerdo con otros accionistas de la sociedad afectada o de reestructuración financiera de la misma (5). Además, en aquellos casos en los

(5) Como ejemplo se puede citar la OPA lanzada en 1993 por Monte Dei Paschi di Siena sobre el Sindicato de Banqueros de Barcelona. El objetivo señalado por el oferente es alcanzar un porcentaje de participación superior al 50 por 100. Sin embargo, como porcentaje de participación previa se señala un 24,9 por 100 y como porcentaje del capital al que se dirige la oferta, un 9 por 100.

GRAFICO 2
CLASIFICACION DE LAS OPAs SEGUN EL TIPO DE CONTRAPRESTACION OFRECIDA



Fuente: Elaboración propia a partir de infoormación proporcionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

que aparece información sobre participaciones en el capital de la sociedad afectada pertenecientes a sociedades (6) o personas (7) que actúan de forma concertada con el oferente o bien sobre la tenencia por parte del oferente de participaciones indirectas en el capital de la sociedad afectada, ésta se ha tenido en cuenta para el cómputo de la participación previa. Asimismo, cuando aparecen como oferentes varias sociedades (8), se considera la suma de sus respectivas participaciones individuales para el cálculo de la participación previa

Como se observa en el Gráfico 1, los objetivos de alcanzar el control mayoritario de la sociedad afectada, o reforzarlo, han predominado sobre la búsqueda de una participación inferior al 50 por 100 en las OPAs realizadas en España durante la década de los 90. Así, sólo en un 9,8 por 100 del total de las OPAs realizadas se pretendía alcanzar una participación inferior al 50 por 100. En el 38,8 por 100 de los casos, el objetivo ha sido alcanzar una participación mayoritaria y, en el 25,9 por 100, reforzar un porcentaje de participación que ya era superior al 50 por 100.

Además, cabe destacar la presencia de un elevado porcentaje de OPAs (25,4 por 100 del total) dirigidas a la adquisición por parte de la sociedad oferente de sus propias acciones con el objetivo, en unos casos, de reducir capital y en otros, la mayoría de ellos, de excluir a la sociedad de su negociación en bolsa.

3.3. Tipo de contraprestación ofrecida

Las ofertas públicas de adquisición pueden clasificarse en función del medio de pago utilizado por el oferente. En España, de acuerdo con la legislación vigente, la contraprestación ofrecida en una OPA puede consistir en:

a) Dinero, expresándose las pesetas a pagar por cada valor unitario.

b) Permuta por:

• Valores admitidos a negociación en Bolsa de Valores española o Bolsa radicada en algún estado miembro de la OCDE.

• Valores a emitir por la propia sociedad oferente, estableciéndose para este caso una serie de requisitos a cumplir, dado el mayor riesgo que puede comportar la operación.

c) Dinero y valores, es decir, contraprestación mixta.

Aunque hay que señalar que en los casos de OPAs realizadas como consecuencia de adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa, OPAs de exclusión, de modificación de Estatutos y OPAs competidoras, el pago en metálico resulta obligatorio, este tipo de contraprestación ha sido la más habitual en las OPAs realizadas en España (Gráfico 2). La utilización de dinero líquido resulta más interesante para el oferente cuando sus acciones están infravaloradas por el mercado. Sin embargo, cuando el pago se hace en dinero, la prima ofrecida suele ser más elevada debido a que es necesario compensar el tratamiento fiscal más desfavorable que soportan los accionistas de la empresa adquirida (Franks, Harris y Mayer, 1988).

(6) Como ejemplo se puede citar la OPA lanzada por Menu sobre Rusticas en 1991. Se señala como porcentaje de participación previa un 8,9 por 100 pero se indica que actúan de forma concertada con la sociedad oferente, las sociedades Vinalo, Turis, Hoteles Jeresa, Imydesa, Cyc y Monduber.

(7) Como ejemplo cabe citar la OPA lanzada por Textil Difusión S.A. en 1995 sobre Dusen, S.A. Como porcentaje de participación previa aparece reflejado un 7,51 por 100, pero se indica la tenencia de participaciones en el capital de la sociedad afectada por parte del administrador único de la sociedad oferente junto con su esposa e hijos y, también, por parte de la madre del administrador.

(8) Entre los casos existentes, puede citarse la OPA lanzada por Petronor, Cepsa, Petromed, Repsol y Ertoil sobre Campsa en 1991.

CUADRO 2
PRIMAS OFRECIDAS EN EL MERCADO DE CONTROL SOCIETARIO ESPAÑOL

Años	Número de OPAs (1)	Prima ofrecida (2)	Prima ofrecida ponderada (3)
1991	4	7,45	7,03
1992	8	31,14	37,35
1993	16	14,41	13,81
1994	9	14,93	12,62
1995	11	4,07	7,2
1996	11	21,64	15,04
1997	6	33,6	33,07
1998	5	26,99	28,92
Media		18,27	19,1

(1) No incluidas OPAs sobre sociedades de cartera, similares, exclusiones y otras no relevantes.
(2) Precio OPA sobre media simple de las 50 sesiones anteriores (en %).
(3) Ponderado por capitalización bursátil (en %).
Fuente: Eguidazu (1999, página 144 y siguientes).

Pese a ello, las primas pagadas en España han sido sensiblemente inferiores a las de otros países. De acuerdo con las estimaciones de Eguidazu (1999), las primas que se han pagado, por término medio, para adquirir el control de las sociedades objetivo en los mercados de valores españoles, han oscilado en torno a un 18 por 100 (Cuadro 2). Estas primas resultan sensiblemente inferiores a las ofrecidas en los países anglosajones (en torno a un 30 por 100). La razón de ello se encuentra, según Eguidazu, en el carácter predominantemente amistoso que presentan las tomas de control de sociedades en España. Cuando el vehículo para adquirir el control es el pacto en lugar de la competencia, el control vale menos.

3.4. Carácter amistoso de las operaciones realizadas

Durante el período 1990-1998, a pesar de que las OPAs han ido deviniendo en un modo habitual de transferir el control de las sociedades cotizadas en España, las operaciones realizadas han sido, en su mayor parte, pactadas. Esta ausencia de hostilidad ha venido motivada por la mayor tendencia hacia el pacto y el respeto mutuo existente en nuestra cultura empresarial y financiera y también por las características de la estructura de propiedad de las sociedades españolas.

Con relación al primer aspecto, hay que señalar que entre los factores que limitan el desarrollo de un mercado de control activo en nuestro país, se sitúan las reticencias culturales hacia la hostilidad que pueden comportar las ofertas públicas de adquisición (Arruñada, 1990 y Palacín, 1997).

Aunque resulta difícil que estas operaciones puedan considerarse hostiles para los accionistas, a quienes a través de la OPA se les propone la posibilidad de vender sus títulos por un precio superior al del mercado, dejándoles libertad para que juzguen el interés de la operación y en función de ello, acepten o rechacen la oferta que se les formula, el hecho habitual de que los administradores de las sociedades afectadas por OPAs no negociadas suelan proceder a descalificarlas ante los accionistas por su supuesta hostilidad, refleja la importancia del factor emocional que rodea estas operaciones (García, 1992).

Por otro lado, la estructura de propiedad de las sociedades españolas también influye de forma importante en la ausencia, prácticamente total, de operaciones hostiles en nuestro mercado de control. La escasa dispersión del accionariado lleva a los oferentes a pactar, previamente al lanzamiento de la oferta, con los accionistas más significativos de la sociedad para poder evaluar así sus posibilidades de culminar con éxito la operación.

Por tanto, aunque en España han existido algunas OPAs hostiles de gran resonancia, en concreto la formulada por el Banco Bilbao sobre Banesto y la de Torras Kio sobre la compañía Ebro, en los años 1987 y 1988, respectivamente, el «pacto entre caballeros» ha sido la norma predominante en nuestro mercado de control.

Así, durante el período considerado, los únicos casos de OPAs en los que, según nuestro conocimiento, el Consejo de Administración de la sociedad afectada ha manifestado abiertamente su oposición, son los siguientes:

— En el año 1991, la OPA de Compañía Vinícola del Norte de España sobre Bodegas Bilbaínas y la OPA de Societé des Papeteries d'Ivry sobre Corporación Comercial Kanguros. La primera de ellas no culminó con éxito al no alcanzarse la aceptación del número mínimo de valores al que se había condicionado la oferta. En la segunda de las OPAs mencionadas, las reticencias iniciales fueron superadas mediante una mejora de la oferta inicial.

— En 1992, la OPA del grupo Barlow Rand, a través de su sociedad instrumental Bibby Ibérica,

CUADRO 3
DISTRIBUCION DEL NUMERO DE OPERACIONES SEGUN EL PORCENTAJE DE ACEPTACION ALCANZADO

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
0-25%	3	4	1	1	3	1	3	1	0
25-50%	4	5	4	1	1	2	1	0	0
50-75%	3	2	3	5	1	1	3	2	2
75-100%	6	13	10	14	6	13	12	7	6
Mediana	56,8%	75,6%	82,7%	85,7%	76,1%	94,2%	86,6%	84,8%	94,4%

Notas: Se han incluido únicamente OPAs destinadas a alcanzar una participación significativa en el capital de la sociedad afectada. No aparecen, por tanto, las OPAs sobre acciones propias.
El porcentaje de aceptación se calcula como: Número de títulos que han aceptado la OPA/Número de títulos a los que se dirigía la OPA
Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

sobre Finanzauto. En este caso, la posición del Consejo de Administración de la sociedad afectada también varió tras la modificación al alza de la oferta inicial.

— En 1996, la OPA de Fertiberia sobre Sefanitro. En este caso, la posición del Consejo de Administración no fue unánime. Dos de los administradores junto con otros inversores lanzaron una oferta competidora que, sin embargo, fracasó. Esta constituyó la primera ocasión en que, desde la entrada en vigor de la actual normativa sobre OPAs, se aplicaba el régimen de ofertas competidoras (artículos 31 a 36 del RD 1197/1991).

— En 1997 la OPA de Caja Rural Vasca sobre Bankoa y la de NH sobre Eurobuilding. En el primer caso Caja Rural Vasca desistió de su oferta ante la formulación por parte de una entidad del grupo francés Crédit Agricole de una oferta competidora que la mejoraba sensiblemente y que contaba con el beneplácito del Consejo de Administración de la sociedad afectada. En el segundo caso, aunque el Consejo de Administración de Eurobuilding se pronunció en un primer momento a favor de la oferta de compra que, simultáneamente a NH, le presentó la cadena Hilton, cambió su posición tras la presentación por parte de NH de una OPA por sorpresa que no fue mejorada por su competidor.

Además, por su carácter especialmente controvertido, dada la lucha que se planteó entre los dos accionistas más importantes de la sociedad afectada cuando uno de ellos formuló la oferta pública de adquisición, cabe destacar la OPA del grupo Olazábal sobre El Encinar de los Reyes. Los enfrentamientos fueron reconducidos finalmente a la formulación de una oferta conjunta.

Junto a la ausencia de OPAs hostiles, otra manifestación de la «normalidad» con la que se desarrollan las OPAs en nuestro país, es el elevado porcentaje de aceptación alcanzado en las operaciones realizadas. En el Cuadro 3 aparece la distribución de las ofertas formuladas en cada año, según el porcentaje de aceptación alcanzado. No obstante y, según Botella (1992), este porcentaje de aceptación puede estar infravalorado puesto que es relativamente habitual el que, aprobada una oferta, el autor de la misma adquiera en el mercado, a precio no superior al fijado en ella, parte de los valores objeto de la operación, sin que estas adquisiciones se computen dentro del resultado final de la OPA.

3.5. Predominio de las operaciones entre empresas pertenecientes al mismo sector

El Cuadro 4 muestra la clasificación sectorial de empresas adquirientes y adquiridas para 140 de las 144 OPAs de control realizadas en el período 1990-1998 (9). En la última fila del Cuadro 4 aparece el número total de OPAs lanzadas por las empresas de cada sector. De forma similar, en la última columna aparece recogido el número de operaciones realizadas sobre las empresas de los diferentes sectores.

Como se observa, existe una alta concentración de las operaciones en torno a la diagonal del Cuadro, lo que indica que, habitualmente, las empresas adquirientes utilizan las ofertas públicas de adquisición para lograr el control de sociedades que desarrollan actividades similares a la suya. Esto ocurre en un 74 por 100 de los casos. En el 26 por 100 restante, el sector de la empresa

(9) Al hablar de OPAs de control, excluimos las OPAs sobre acciones propias.

CUADRO 4 (*)
PARTICIPACION DE LOS DIFERENTES SECTORES EN EL MERCADO DE CONTROL

	Adquirente																
Objetivo	0	1	2	3	4	5	6	8	9	10	11	12	13	71	72	73	Total
1.....												1					1
2.....			14														14
3.....				2								1					3
4.....					15			1				2					18
5.....				1		8						4					13
6.....							7	1					1				9
8.....								1			1						2
9.....									6			1					7
10.....								1		1		1					3
11.....	2						1		1		4	7					15
12.....	2										1	29					32
13.....																	0
71.....												3		13			16
72.....												1			2		3
73.....												2				2	4
Total	4	0	14	3	15	8	8	4	7	1	6	35	1	13	2	2	140

(*) Se utiliza la clasificación sectorial de la CNMV: 0, personas físicas; 1, agricultura y pesca; 2, energía y agua; 3, metálicas básicas; 4, cemento, vidrio y material de construcción; 5, química; 6, transformación de metales; 8, construcción; 9, comercio y otros servicios; 10, transportes y comunicaciones; 11 inmobiliarias; 12, financiación y seguros; 13, Administración Pública; 71, alimentación, bebidas y tabaco; 72, papel y artes gráficas; 73, otras industrias manufactureras.

adquiriente no coincide con el de su correspondiente empresa objetivo.

El Cuadro 4 pone de manifiesto que las empresas financieras son muy activas en el mercado de control español, tanto en el papel de adquirientes como de adquiridas. Aunque la mayoría de las operaciones en las que han intervenido han sido de carácter intrasectorial, el elevado número de casillas llenas que aparece en la columna correspondiente a este sector refleja el papel tan activo que han desempeñado las empresas financieras durante los últimos años en la toma de control de empresas pertenecientes a otros sectores.

Las empresas pertenecientes a los sectores cementero, eléctrico y de alimentación han desarrollado también una importante actividad como empresas adquirientes. La totalidad de las OPAs lanzadas por estas empresas han estado dirigidas hacia empresas de su mismo sector.

Los sectores que más destacan por el elevado número de OPAs que han recaído sobre sus empresas, aparte del sector financiero, son el cementero (18 OPAs), el de alimentación (16 OPAs), el inmobiliario (15 OPAs), el eléctrico (14 OPAs) y el químico (13 OPAs). En todos ellos la mayoría de las ofertas han tenido carácter intrasectorial, es decir, han sido formuladas por empresas que también pertenecían al sector, salvo en el caso del sector inmobiliario en el que predominan las ofertas realizadas por empresas pertenecientes a otros sectores, fundamentalmente el financiero.

3.6. Adquirientes extranjeros

Las fusiones y adquisiciones de empresas pueden utilizarse también como un instrumento para lograr la internacionalización de las empresas y el acceso a nuevos mercados.

Según Palacín (1997), en el mercado español ha sido la OPA, frente a la fusión, la fórmula que ha ofrecido más posibilidades para la penetración de grupos extranjeros, ya que las fusiones entre empresas de distintos países resultan más complicadas desde el punto de vista legal.

En el Cuadro 5 aparece recogido el número de OPAs presentado cada año durante el período 1991-1998 por grupos extranjeros sobre sociedades cotizadas en España, así como el importe de las ofertas realizadas. Como se observa, las OPAs presentadas por grupos extranjeros han supuesto entre un 17 y un 36 por 100 del número total de OPAs presentado en cada ejercicio. El importe potencial de estas operaciones ha representado entre el 7 y el 76 por 100 del volumen de oferta total de cada ejercicio. En la mayoría de los años, el porcentaje que sobre el total de OPAs representan las formuladas por adquirentes extranjeros es superior considerando el importe de las operaciones que considerando el número de operaciones. Por tanto, en media, las ofertas formuladas por grupos extranjeros son de mayor cuantía que las formuladas por empresas nacionales. Los sectores hacia los que se ha dirigido la mayor parte de estas

CUADRO 5
OPAs PRESENTADAS POR GRUPOS EXTRANJEROS

Año	Número	Importe potencial (en millones de pesetas)
1991	7 (23%)	108.000 (18%)
1992	6 (25%)	170.000 (63%)
1993	9 (31%)	67.000 (49%)
1994	6 (35%)	104.000 (76%)
1995	7 (32%)	103.000 (36%)
1996	6 (30%)	79.000 (27%)
1997	5 (36%)	82.000 (76%)
1998	3 (17%)	54.000 (7%)

Fuente: Elaboración propia a partir de información proporcionada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores

ofertas han sido el cementero, el sector financiero, transformación de metales y alimentación.

4. Conclusiones

El enfoque de la Teoría de Agencia constituye el marco conceptual predominantemente utilizado en la literatura para analizar la separación entre propiedad y control en la gran Sociedad Anónima y los mecanismos existentes para mitigar los conflictos derivados de dicha separación. Desde este enfoque el mercado de control societario, definido como aquél en el que equipos directivos alternativos compiten por el control de los recursos empresariales, constituye uno de los mecanismos más útiles para disciplinar a los directivos y proteger los intereses de los accionistas.

Pese a que en España, al igual que en el resto de países de Europa continental y Japón, el gobierno de la empresa recae fundamentalmente sobre los mecanismos de control interno, durante las dos últimas décadas se ha constatado un incremento importante en el número de fusiones y adquisiciones de empresas que hace pensar en la posibilidad de que en un futuro próximo, el mercado de control societario adquiera un mayor protagonismo en el gobierno de la empresa española.

En este trabajo se han descrito la evolución y características del incipiente mercado de control de sociedades en España durante los años 90, centrando el análisis en las ofertas públicas de adquisición, al constituir éstas la forma más habitual de tomar el control de las sociedades cotizadas.

El número medio de OPAs realizadas en España durante el período 1990-1998, asciende a 21,4 operaciones por año, siendo el pago en efectivo la forma de contraprestación utilizada habitualmente por el adquiriente. En más de la mitad de las operaciones realizadas, el oferente o bien ya contaba con una participación previa superior al 50 por 100 en la sociedad adquirida, o bien tenía por objeto adquirir acciones propias. Por tanto, y teniendo en cuenta además que el oferente puede ser el accionista mayoritario aunque no posea el 50 por 100 del capital de la sociedad afectada, las OPAs realizadas en España no han llevado en la gran mayoría de los casos a un cambio en el control de la sociedad afectada.

La ausencia de OPAs hostiles es otro de los aspectos más destacables de nuestro mercado de control. Los casos en los que el Consejo de Administración de la sociedad afectada se ha opuesto de forma manifiesta a la operación propuesta han tenido carácter aislado. El carácter mayoritariamente amistoso de las OPAs queda reflejado en el alto porcentaje de éxito alcanzado en las operaciones realizadas, así como en la menor cuantía, en relación a otros países con mercados de control más activos, de las primas recibidas por los accionistas de las sociedades afectadas.

Por último, se ha comprobado que la mayor parte de las ofertas formuladas tienen carácter intrasectorial y que los adquirientes extranjeros desempeñan un papel muy activo en nuestro mercado de control.

Aunque la determinación exacta de los motivos que han impulsado las OPAs en España exigiría un análisis mucho más exhaustivo y detallado de las operaciones realizadas, e incluso estudiar una por una cada una de ellas puesto que los motivos pueden ser muy diferentes en cada caso, desde un punto de vista general, parece deducirse de las características observadas, que las OPAs realizadas en España han tenido como objetivos fundamentales los defensivos, dado el elevado número de operaciones en las que los oferentes eran accionistas mayoritarios, el logro de sinergias o poder de mercado, dado el carácter mayoritariamente intrasectorial de las ofertas realizadas, o la toma de posiciones en el mercado español o europeo por parte de adquirientes extranjeros. Sin embargo, los motivos disciplinarios han resultado aparentemente menos relevantes dado, por un lado, el reducido número de OPAs en las que se ha producido un cambio de control efectivo de la sociedad

afectada y, por otro, la prácticamente total inexistencia de OPAs hostiles. Parece, por tanto, que, a pesar de la mayor actividad del mercado de control español, habremos de esperar a que nuestro mercado bursátil adquiera las características señaladas por Franks y Mayer (1994) (elevado número de empresas con cotización, alta liquidez, escasas participaciones cruzadas entre empresas y mayoría de acciones en manos de inversores individuales de forma directa o indirectamente, vía inversores institucionales) para constatar un mayor protagonismo del mercado de control societario en el gobierno de la empresa española.

Bibliografía

1. ARRUÑADA, B. (1990): *Control y Regulación de la Sociedad Anónima*, Alianza de Economía y Finanzas, Madrid.
2. BALLARIN, E.; CANALS, J. y FERNANDEZ, P. (1994): *Fusiones y adquisiciones de empresas. Un enfoque integrador*, Alianza Economía.
3. BENGOECHEA, J. (1996): «El Gobierno de Empresas: Características del debate actual», *Situación*, 3, páginas 69-117.
4. BOTELLA, A. (1992): «Descripción General del Procedimiento y Aspectos Financieros de las Ofertas Públicas de Adquisición» en *La Lucha por el Control de las Grandes Sociedades*, Deusto.
5. CRESPI, R. (1998): «Determinantes de la Estructura de Propiedad: Una Aproximación al Caso Español con Datos de Panel», *Moneda y Crédito*, 206, páginas 115-151.
6. DE LA DEHESA, G. (1995): «Corporate Finance, Corporate Ownership, Corporate Control and Corporate Governance», *Artículo presentado en la XX Conference of IOSCO*, París.
7. EGUIDAZU, S. (1996): «El Conflicto entre Propiedad y Gestión en la Gran Empresa Española» en *Gobierno de la Empresa*, AB Asesores, páginas 11-33.
8. EGUIDAZU, S. (1999): *Creación de Valor y Gobierno de la Empresa*, 1.ª Edición, Barcelona, Gestión 2000.
9. FAMA, E. F. y JENSEN, M.C. (1983): «Separation of Ownership and Control», *Journal of Law and Economics*, 26, páginas 301-325.
10. FANJUL, O. (1998): «Mercado de Capitales y Gobierno de las Empresas», *Moneda y Crédito*, volumen 206, páginas 193-231.
11. FRANKS, J. y MAYER, C. (1996): «Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure», *Journal of Financial Economics*, 40, páginas 163-181.
12. FRANKS, J.; HARRIS, R. y MAYER, C. (1988): «Means of Payment in Takeovers: Results for the United Kingdom and the United States» en *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, Chicago, University of Chicago Press, 1988, páginas 221-265.
13. GALVE, C. y SALAS, V. (1994): «Análisis de la Estructura Accionarial de la Gran Empresa», *Revista de Economía Aplicada*, número 4, volumen 2, páginas 75-102.
14. GARCIA DE ENTERRIA, J. (1992): «El Control del Poder Societario en la Gran Empresa y la Función Disciplinar de las OPAs», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 47, páginas 666-689.
15. GARCIA-PITA y LASTRES, J.L. (1991): «Oferta Pública de Adquisición y Procesos de Fusión de Sociedades en la Jurisprudencia del Tribunal Supremo», *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, 41, páginas 147-195.
16. HALPERN, P. (1983): «Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions», *The Journal of Finance*, 38(2), páginas 297-317.
17. HAMBRICK, D.C. y CANNELLA, J. (1993): «Relative Standing: A Framework for Understanding Departures of Acquired Executives», *Academy of Management Journal*, 36, páginas 733-762.
18. JENSEN, M.C. (1986): «Agency Costs of Free Cash-Flow, Corporate, Finance and Takeovers», *American Economic Review*, 76, páginas 321-329.
19. JENSEN, M.C. (1995): «Exito y Fracaso de los Sistemas de Control Interno», *Harvard Deusto Business Review*, 66, páginas 68-85.
20. JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, 3, páginas 305-360.
21. KAPLAN, S.N. (1997): «Corporate Governance and Corporate Performance: A Comparison of Germany, Japan and the U.S.» en Chew (eds.) *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. A Comparison of the U.S., Japan and Europe*, Oxford University Press.
22. KENNEDY, V.A. y LIMMACK, R. J. (1996): «Takeover Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control», *Journal of Business, Finance and Accounting*, 23 (2), páginas 267-285.
23. MANDELKER, G. (1974): «Risk and Return: The Case of Merging Firms», *Journal of Financial Economics*, 1, páginas 303-335.
24. MANNE, H.G. (1965): «Mergers and the Market for Corporate Control», *Journal of Political Economy*, 73, páginas 110-120.
25. MARRIS, R. (1964): *The Economic Theory of «Managerial» Capitalism*, London: Macmillan.
26. MARTIN y MCCONNELL (1991): «Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover», *The Journal of Finance*, 46(2), páginas 671-687.
27. MARTINEZ, J.A. y SANCHIS, A. (1990): «Tendencias Recientes en las Fusiones y Adquisiciones de Empresas Industriales», *Economía Industrial*, marzo-abril 1990, páginas 125-135.

28. MITCHELL, M. L. y LEHN, K. (1990): «Do Bad Bidders Become Good Targets?», *Journal of Political Economy*, 98, páginas 372-398.
29. PALACIN, M.J. (1997): *El Mercado de Control de Empresas: El Caso Español*, Ariel Economía.
30. PALEPU, K.G. (1986): «Predicting Takeover Targets, A Methodological and Empirical Analysis», *Journal of Accounting and Economics*, 8, páginas 3-35.
31. POWELL, R.G. (1997): «Modelling Takeover Likelihood», *Journal of Business Finance and Accounting*, 24 (7), páginas 1009-1035.
32. SALAS, V. (1998): Comentario al trabajo de Fanjul, O.: «Mercado de Capitales y Gobierno de las Empresas», *Moneda y Crédito*, 206, páginas 193-231.
33. SHLEIFER, A. y VISHNY, R. (1988): «Value Maximisation and the Acquisition Process», *Journal of Economic Perspectives*, 2, páginas 7-20.
34. SINGH, A. (1971): *Takeovers: Their Relevance to the Stock Market and the Theory of the Firm.* Cambridge: Cambridge University Press.
35. STEVENS, D. (1973): «Financial Characteristics of Merged Firms: a Multivariate Analysis», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8, páginas 149-158.
36. WALSH, J.P. y ELLWOOD, J.W. (1991): «Mergers, Acquisitions and the Pruning of Managerial Deadwood», *Strategic Management Journal*, 12, páginas 201-217.