

Control y propiedad: Límites al desarrollo de la empresa española

Benito Arruñada*

La empresa española es ineficiente porque nuestras sociedades anónimas no han podido alcanzar un desarrollo pleno: al no poder controlar a los directivos, no han separado su propiedad y control. La especialización de estas funciones sólo ha sido posible en empresas protegidas. La regulación les ha permitido sobrevivir, pese a la ineficiencia a que las ha conducido el exceso de discrecionalidad directiva. En los años ochenta, la apertura del mercado nacional ha puesto de relieve la endeblez de nuestras empresas: de las pequeñas, por su dimensión inadecuada; de las grandes, por el descontrol de sus directivos.

1. Resumen

La escasa competencia por el control de las sociedades anónimas españolas ha limitado la posibilidad de especializar eficientemente su propiedad y control. Este freno a la división del trabajo ha favorecido algunas características negativas para el desarrollo espontáneo de la empresa española: pequeño tamaño, baja presencia en bolsa, escasa proyección exterior y, sobre todo, políticas conservadoras de inversión. La intervención estatal de la economía ha corregido parcial y defectuosamente estas limitaciones, favoreciendo una separación artificial de propiedad y control, especialmente en los grupos industriales controlados por los grandes bancos.

Tras una introducción a la teoría y la evidencia empírica, se analizan en este artículo las regulaciones que perjudican la competencia por el control, las consecuencias negativas de la ausencia de ésta y las intervenciones que intentan paliar la situación. Se discuten las características de dos tipos de empresas, definidos respectivamente por su dependencia o autonomía respecto a alguno de los grupos bancarios. Esta dependencia y una mayor protección estatal han permitido una especialización artificial de propiedad y control, que hizo posible el florecimiento de una fórmula organizativa especial: el conglomerado bancario-industrial.

El aumento de la competencia —favorecido por la entrada en la CEE— hace imposible que las empresas sobrevivan con los niveles previos de eficiencia. Ello provoca dos tipos de cambios en la estructura de propiedad. Nuestras empresas tienden a convertirse en filiales de empresas extranjeras, las cuales disfrutan de una ventajosa posición de partida, tanto en términos organizativos —al separar propiedad y control— como por su mejor posición en mercados exteriores. Se asiste así a una venta continuada a grupos extranjeros de empresas pequeñas, en las que coinciden propiedad y control. Por el contrario, en los grandes grupos nacionales con separación de propiedad y control, los directivos se han resistido a perder el control, ayudados en esa tarea por el Estado.

Simultáneamente, la estrategia de crecimiento independiente —tanto si es acometida por empresas pequeñas como por los grandes grupos bancarios— está condenada al fracaso. La separación de propiedad y control tropieza con la inexistencia de mecanismos eficaces de control externo, lo que es imputable en gran parte a las deficiencias de la regu-

* Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Oviedo, 33071-Oviedo. El autor agradece el apoyo prestado por el Programa en Análisis Económico del Derecho de la Universidad de Harvard, la Universidad de Oviedo y la Fundación Banco Herrero. Jorge Roldós ha proporcionado múltiples comentarios a versiones previas del trabajo.

lación estatal. Las nuevas normas en este terreno no permiten albergar grandes esperanzas sobre su adecuación futura.

No obstante, la evolución previsible parece positiva en lo referente a las restricciones externas al propio mercado de control. La liberalización de los mercados financieros — crédito y valores— y de trabajo, así como la equiparación a nuestro entorno del tratamiento fiscal de las plusvalías bursátiles, facilitarían la competencia por el control, compensando quizá el incremento de costes impuesto por la regulación específica de las operaciones de control. El que la empresa española llegue a alcanzar la dimensión y eficiencia necesarias para competir internacionalmente depende, en buena medida, de que se cumplan esas previsiones.

2. El “mercado de control societario”

2.1. Marco teórico

Las ventajas de la división del trabajo alcanzan a los papeles de gerente y accionista. Al especializar sus funciones características —centradas, respectivamente, en la gestión de los recursos y en la asunción de riesgos—, se eliminan límites a la capacidad para obtener capital, y, sobre todo, se favorece la diversificación de riesgos. Consiguientemente, al permitir que el accionista posea participaciones en múltiples empresas, es posible adoptar en cada una de ellas decisiones de inversión óptimas, en cuya evaluación se considera sólo el riesgo no diversificable. Además, se aprovechan las posibilidades de especialización técnica en tareas directivas, evitando la no coincidencia de habilidad directiva y riqueza, y fomentando la eficiencia en la producción y empleo de la información necesaria para tomar decisiones (Fama y Jensen, 1985, 1983a y 1983b).

Como contrapartida, la especialización máxima de tales funciones origina un conflicto de intereses entre directivos y accionistas, ya que los primeros toman decisiones sobre bienes ajenos, actuando como agentes de los accionistas. Esa divergencia de intereses ocasiona costes adicionales de contratación o “agencia”.

La separación de propiedad y control sólo es posible si se limitan tales costes. Para reducir el conflicto de intereses, en las sociedades anónimas se utilizan instrumentos característicos, cuyo funcionamiento se basa en la responsabilidad limitada y la enajenabilidad de las acciones. Estos mecanismos específicos de la sociedad anónima se superponen a los de uso general en todas las organizaciones —sobre todo: jerarquías formales, control mutuo entre agentes de igual rango, consejos de administración u órganos similares, y esquemas contractuales que ligan rendimiento y compensación—.

Este artículo considera especialmente el papel de uno de esos mecanismos específicos de reducción de los costes contractuales entre accionistas y directivos: el “mercado de control societario”, denominación que hace referencia a la competencia entre equipos directivos por el control de las sociedades anónimas y la gestión de sus recursos.¹ En su operación más característica, tras observar que los directivos en control de una sociedad

¹ En inglés, *takeover market* o *market for corporate control*. La denominación “mercado de empresas” es imprecisa, por varios motivos: no todas las empresas son sociedades; sólo en sociedades con separación de propiedad y control tiene sentido hablar de mercado de control; y, por último, lo que se intercambia en este mercado no son empresas, sino el control de las sociedades anónimas. Adicionalmente, entendida como un nexo contractual, la empresa no puede ser objeto de intercambio, aunque sí puede serlo la posición contractual correspondiente al empresario —en el caso de empresas individuales— o a los accionistas y directivos —en el de sociedades con separación de propiedad y control—. También son objeto de intercambio la posición característica del acreedor, y, con mucha menor frecuencia —nula en el caso de los trabajadores—, la de otros partícipes del contrato empresarial.

no maximizan el valor de las acciones, un equipo de dirección ajeno a la sociedad presenta directamente a los accionistas una oferta pública de adquisición de acciones (OPA), ofreciéndoles una prima por encima de la cotización bursátil previa.

El funcionamiento del mercado de control proporciona un servicio fundamental, al facilitar la contratación de administradores no accionistas, y favorecer la especialización de las funciones de gestión y toma de riesgos. En ausencia de la presión exterior que ejerce la posibilidad de su intervención, es más fácil para los administradores en el poder tomar decisiones que les favorezcan personalmente, aunque perjudiquen a los accionistas. Consiguientemente, éstos anticipan esa posibilidad y se cubren contra ella, no delegando el poder de decisión o poniendo en práctica costosos mecanismos de control directo. De este modo, los propios directivos se benefician de la actividad del mercado de control, ya que aumenta sus posibilidades de contratación.

Esta reducción de costes contractuales no afecta sólo al escaso número de sociedades sometidas a la actuación directa del mercado de control. Su funcionamiento constituye una amenaza disciplinaria implícita, que provee un mecanismo gratuito de control para todas las sociedades con separación de propiedad y control. Por ello, se subestima su importancia cuando sólo se tienen en cuenta las situaciones de lucha por el control: La simple existencia de equipos de dirección alternativos pone límite a la discrecionalidad de los directivos en todas las sociedades, no sólo en las afectadas directamente. La reestructuración de las empresas estadounidenses en los años ochenta ilustra este efecto externo de signo positivo: La actividad del mercado de control fue el principal móvil de buena parte de las reorganizaciones; sin embargo, en una mayoría de casos, nunca llegó a ponerse en cuestión el control de los directivos en el poder.

Adicionalmente, el mercado de control aumenta de forma indirecta la competencia en los mercados de productos. Normalmente, los directivos compiten con otros directivos de su sector, al dirigir a sus respectivas empresas en la competencia con sus rivales. Cuando existe un mercado de control activo, es más fácil que la derrota en esta batalla competitiva implique el cese de directivos. Por el contrario, cuando el mercado de control está inactivo, dicho cese ocurre sólo en situaciones límite: cuando se ve comprometida la supervivencia de la empresa. Un mercado de control eficiente, donde se ejerce la competencia directa entre directivos, refuerza así la competencia en los mercados de productos, al tolerar menores desviaciones respecto al empleo óptimo de los recursos.

2.2. La evidencia empírica estadounidense

Se ha reunido un cuerpo sustancial de evidencia empírica sobre tres aspectos principales del mercado de control: sus consecuencias sobre los participantes, el origen de las revaluaciones que produce en las acciones de las sociedades afectadas y el efecto de las maniobras defensivas puestas en práctica por los directivos en el poder.²

La actividad del mercado de control genera incrementos sustanciales en el valor de las empresas implicadas. En promedio, el valor de las acciones de las sociedades adquiridas aumenta entre un 30 %, históricamente, y un 50 % en fechas más recientes; mientras que el de las adquirentes lo hace en un 4 %. El aumento total en el valor de ambos tipos de sociedades es del 7,4 %. Estas estimaciones son promedios de los resultados obtenidos en varios estudios sobre empresas con cotización en la Bolsa de Nueva York.³ Tales trabajos utilizaron la técnica del "estudio de acontecimientos", por lo que las cifras han de interpretarse como el cambio en el precio de las acciones implicadas como consecuencia exclusiva del acontecimiento correspondiente. Ello ha exigido eliminar la influencia distorsionadora de variaciones imputables a movimientos generales del mercado —corregidos por el nivel de riesgo de cada acción— y a factores específicos a cada empresa. Da

² Esta evidencia empírica se analiza con detalle en Arruñada (1990).

³ Calculados por Jensen y Ruback (1983), Jensen (1988), y Bradley *et al.* (1988).

una idea de la importancia absoluta de las operaciones el dato de que las ganancias procedentes de cambios de control entre los años 1977 y 1988 se haya aproximado en cuantía al 50 % de los dividendos pagados por *todas* las sociedades en similar período (Jensen, 1989, p. 65). En las empresas británicas, la revalorización se sitúa —dependiendo del método de estimación utilizado— entre el 25,8 % y el 29,7 % (Franks y Harris, 1989).

Como fuentes del incremento de valor que experimentan las acciones de una sociedad cuando se cuestiona su control, se tienden a descartar, en general, tanto las pérdidas infligidas a acreedores como un aumento futuro del poder monopolístico.⁴ Parecen más verosímiles, por el contrario, la divulgación de información y, sobre todo, el aumento de eficiencia. Por su especial dependencia de la casuística, son discutibles, además, otros efectos redistributivos.

La hipótesis más fiable se basa en que las operaciones de cambio en el control de las sociedades generan mayor eficiencia, bien por efectos sinérgicos de tipo tecnológico u organizativo, o por un mejor control de la discrecionalidad directiva. Esta segunda posibilidad es más verosímil cuando la empresa genera fondos en exceso de sus oportunidades de inversión rentable (Jensen, 1986). Si los directivos no distribuyen estos fondos a los accionistas, consiguen varios fines: (a) independizarse de la mayor disciplina que impone el mercado de capitales para financiar nuevos proyectos de inversión; (b) facilitar una mayor dimensión de la empresa, incrementando su retribución y prestigio personales, y creando oportunidades para el ascenso de directivos intermedios (Jensen, 1989, p. 66); y (c) diversificar riesgos, lo que protege el valor de aquella parte de su capital humano que sea específico a la empresa en la que trabajan. Esta hipótesis de la "tesorería discrecional" encuentra apoyo en diversos estudios empíricos (por ejemplo: Lehn y Poulsen [1989], y Kaplan [1989b]).

Si bien hay alguna evidencia de que los aumentos de valor son demasiado grandes como para ser el producto de una infravaloración previa por el mercado (Bhagat *et al.*, 1987), existe la posibilidad de que el proceso de lucha por el control disemine información adicional acerca de un mayor valor de la empresa, información que sería independiente en su origen de la propia operación. El mercado de control contribuiría así a la eficiencia del mercado de valores, y, consiguientemente, a una mejor asignación de recursos. No obstante, la revaluación observada sería un mero ajuste de los precios a las nuevas condiciones descubiertas, que no causadas, por el mercado de control.

Las acciones defensivas de los directivos en el poder suelen perjudicar a los accionistas, dando lugar, en promedio, a una caída de la cotización de las acciones. El efecto más negativo se produce cuando las defensas son adoptadas por los directivos sin consultar a la junta de accionistas,⁵ mientras que es menor el de la mayoría de los cambios estatutarios, que sí requieren aprobación en junta.⁶ Por el contrario, la adquisición de paquetes de acciones por "tiburones" resulta generalmente beneficiosa, incluso cuando la sociedad termina recomprando tales acciones a un precio superior.⁷ Así mismo, otras

⁴ Véanse: Asquith y Kim (1982), Dennis y McConnell (1986), Lehn y Poulsen (1988), y Marais *et al.* (1989) sobre las consecuencias para los acreedores; y Eckbo (1983), Stullman (1983), Eckbo y Wier (1985), y Eckbo (1985) respecto a la hipótesis de un mayor poder de monopolio.

⁵ Frecuentemente, se trata de "píldoras venenosas" (*poison pills*): emisiones de derechos diseñadas para encarecer prohibitivamente la adquisición por un tercero; de la compra con prima de las acciones en poder de los rivales (*greenmail*); o de acuerdos limitativos o de *statu-quo* respecto al nivel de la participación en el capital (*standstill agreements*).

⁶ Jarrell y Poulsen (1987 y 1988), Dann y DeAngelo (1983), Malatesta y Walkling (1988), y Ryngaert (1988).

⁷ Mikkelson y Ruback (1985), y Holderness y Sheehan (1985).

estrategias empresariales permiten mantener el control y, a la vez, maximizar el valor de la empresa: la reducción de capital, el aumento del endeudamiento y la compra de la empresa por sus directivos (*leveraged buy-out*).⁸

La discusión sobre cómo evaluar la eficiencia de los cambios en el control es un caso particular de la existente sobre cómo evaluar la eficiencia de la empresa. Los argumentos sobre transferencias de riqueza sirven para destacar que la valoración bursátil no incluye todas las repercusiones de los cambios de control. El rendimiento bursátil es un indicador imperfecto de eficiencia, pero su validez ha de ser considerada en relación con las posibilidades disponibles, que rara vez son explicitadas. Hacerlo en abstracto equivale a realizar una comparación implícita con un ideal inexistente. Como tal indicador de eficiencia, se encuentra más o menos sesgado según los casos concretos, debido tanto a efectos externos, de naturaleza productiva, como a redistribuciones de riqueza con posibles repercusiones en la eficiencia a través de un encarecimiento de la contratación. Sin embargo, las demás consecuencias no son necesariamente negativas, ni está claro que aumenten los costes contractuales.

La actuación del mercado de control —como la de todo mercado— tiene efectos externos de signo opuesto. Entre los positivos, destaca el hecho de que facilita la contratación entre accionistas y directivos: al reducirse la discrecionalidad de éstos, se hace posible una mayor especialización de funciones, lo que beneficia a ambos grupos, que pueden contratar a un coste menor. En el lado negativo, se alega —el razonamiento es cuestionable y la evidencia al respecto circunstancial— un encarecimiento de la contratación implícita con, sobre todo, trabajadores y acreedores, al quebrantarse, supuestamente, tales contratos implícitos tras los cambios en el control.⁹

Por otra parte, la evaluación de las transferencias de riqueza no puede ignorar la posible existencia de transferencias previas en sentido opuesto; ni su carácter inevitable, si la empresa ha de continuar en el ámbito competitivo de la economía. Aunque se produjeran reducciones salariales y de plantilla tras las operaciones del mercado de control (las escasas observaciones al respecto muestran aumentos en el empleo y los salarios, o no detectan variaciones significativas¹⁰), la conclusión no habría de ser necesariamente negativa: Esta evolución aparente no debe conducir al error de comparar los niveles salariales “antes y después” del cambio de control. Sería preciso, estimar la repercusión retributiva sobre los trabajadores comparando salarios “con y sin” dicho cambio.¹¹ Ello se debe a que la continuidad de los directivos antiguos no garantiza el mantenimiento del empleo ni de los salarios. Por el contrario, las reducciones salariales son con frecuencia condición necesaria para que la empresa sobreviva. En suma, la actuación del mercado de control ha de compararse con sus alternativas reales, frecuentemente la quiebra y cierre de la empresa; o bien, cuando el Estado asegura su continuidad, la subversión del criterio de supervivencia competitiva.

⁸ Dann (1981), DeAngelo *et al.* (1984), y Lehn y Poulsen (1989).

⁹ Principalmente, Shleifer y Summers (1988).

¹⁰ Brown y Medoff (1988) encuentran que el empleo y los salarios aumentaron en una muestra de empresas relacionadas con cambios en el control. Por tratarse de empresas de ámbito local y pequeño tamaño, la representatividad de la evidencia que aportan es cuestionable. En una muestra de grandes LBOs, Kaplan no observa variaciones estadísticamente significativas en el empleo, tras ajustar los datos por las compraventas de divisiones (1989, pp. 240-242).

¹¹ Cfr. Shleifer y Summers (1988).

3. Oligopolio e inexistencia del mercado de control societario

El mercado de control está sujeto a las mismas leyes que todos los mercados. Por un lado, los recursos fluyen a quien los valora en mayor medida: aquellos directivos que pueden hacer máximos el valor y la eficiencia de la empresa. Por otro, su eficiencia depende del coste de efectuar transacciones, determinado en buena medida por el marco regulatorio.

En el caso español, la regulación ha ocasionado costes prohibitivos de transacción, favoreciendo un oligopolio en el control de las grandes empresas. Consiguientemente, existen motivos para sospechar que muchos cambios de control que hubieran sido socialmente deseables no se realizaron, debido a lo costoso que hubiera resultado acometerlos.

La escasez de operaciones de control puede deberse a que no son rentables, por ser prohibitivamente costosa la lucha por el control, a que las ganancias potenciales son muy reducidas, o a que ambos factores dificultan la competencia por el control. Por varios motivos, esta última posibilidad parece la más plausible en el caso español:

Por un lado, la regulación laboral reduce sustancialmente las oportunidades para efectuar operaciones de control, al descartar a los mejores candidatos potenciales. Ello ocurre cuando es imposible reestructurar empresas en dificultades sin la cobertura de alguno de los procesos planificados de reorganización empresarial. Estos planes de *reconversión* y asimilados son el único medio para que el Estado cargue con el coste de las rigideces que él mismo impone sobre el mercado de trabajo. Por otra parte, las operaciones resultan muy caras para el iniciador de hostilidades, siendo causa principal de ello un conjunto de regulaciones que favorecen la defensa de los directivos instalados en el poder. El marco normativo dificulta adicionalmente las operaciones, al penalizar fiscalmente las plusvalías que producen, determinar la ineficiencia del mercado de valores y limitar la entrada de operadores extranjeros especializados.

Estas circunstancias institucionales, junto con el reducido tamaño de la economía española, que favorece el control de sus mercados cuando el Estado los protege de competidores externos, han configurado un mercado de control societario de naturaleza oligopolística y, por tanto, prácticamente inactivo: en lugar de competencia, se ha hablado tradicionalmente de "pacto de caballeros". Esta situación tenía su paralelo en elevadas barreras protectoras que, reservando los mercados de productos para las empresas nacionales, les permitían sobrevivir con una eficiencia inadecuada.

Las transformaciones de la economía española en los años ochenta, sobre todo tras la entrada en la Comunidad Económica Europea (CEE), han trastocado el equilibrio de ese oligopolio. La irrupción de nuevos inversores y empresarios extranjeros, junto con la perspectiva de integración en el mercado europeo, han forzado a las empresas nacionales a replantear sus estructuras de control. Las primeras operaciones hostiles no significaron la pérdida de los buenos modales financieros, sino el inicio de la competencia en el mercado español de control societario; lo que, dada su especial naturaleza, equivale a su nacimiento.

En estas circunstancias, la venta continuada de empresas españolas a empresarios extranjeros desde la segunda mitad de los años ochenta ha puesto en evidencia que los recursos transferidos valen más cuando son gestionados por directivos foráneos. El motivo ha de buscarse no sólo en las dificultades de las empresas españolas competitivas para separar propiedad y control —materia central de este artículo—, sino también en la capacidad de adaptación a mercados exteriores.

El desarrollo económico se orientó en su día a sustituir importaciones; como consecuencia, buena parte de las empresas no pueden competir en el exterior, ya que su nacimiento y supervivencia se basaron en disponer del mercado interno en exclusiva. El desmantelamiento de las barreras a productos extranjeros, tras la entrada en la CEE, ha sometido a los equipos directivos españoles a un examen de competencia e idoneidad para

muchos insuperable. La entrada en la CEE ha reducido también las barreras que encontraban las exportaciones españolas a países comunitarios. Estas empresas potencialmente exportadoras son más valiosas para aquellos grupos empresariales que están en condiciones, gracias a su implantación europea, de aprovechar al máximo y con rapidez tales reducciones.

El empresario, como todo recurso productivo, se traslada con arreglo a la misma lógica de mercado que cualquier otro recurso. En general, sería preferible interpretar el fenómeno como "importación" o "alquiler" de servicios empresariales, más que como "venta de empresas", con el fin de destacar la presencia de contrapartidas. La discusión sobre su conveniencia social se puede plantear así en los mismos términos que la antigua polémica sobre el grado adecuado de autonomía en el desarrollo económico, intercambiando "sustitución de importaciones" por "gestión a cargo de nativos".

3.1. Regulaciones externas al mercado de control

3.1.1. Mercado de trabajo

La regulación del mercado de trabajo hace inviable reorganizar empresas en crisis al margen de la protección estatal, ya que los costes de reducción de plantilla serían prohibitivos. Cuando la reestructuración habría de pasar necesariamente por la reducción de empleo, se pospone hasta que el Estado reglamenta la crisis y, sobre todo, los conductos a través de los cuales asume el coste de reducir o mantener el empleo.

Adicionalmente, en la medida en que el incremento de valor relacionado con cambios en el control de la empresa tenga su origen último en subsiguientes reducciones de plantilla o de salarios, la actividad del mercado de control es menor cuanto más restrictiva sea la legislación laboral,¹² por ser menores los ahorros de costes que proporciona la reorganización posterior a la absorción. En alguna medida, es éste el caso de todos los países de la CEE, como consecuencia de la Directiva comunitaria que garantiza el mantenimiento de los derechos de los trabajadores en caso de cesión o fusión de empresas o centros de actividad. La situación española es peculiar, pues la legislación laboral impone limitaciones aun mayores con carácter general.

3.1.2. Tratamiento fiscal

Las plusvalías bursátiles tributan en el impuesto sobre la renta de las personas físicas, sean o no reinvertidas. Ello encarece las ofertas públicas de adquisición (OPAs), ya que la entrega de las acciones da lugar en ese caso a una plusvalía fiscal, tanto si la contrapartida consiste en dinero como en valores.¹³ Esta anticipación de los costes que ocasiona la realización de plusvalías desincentiva la movilidad de los recursos y encarece las

¹² Soltwedel comenta la situación de la República Federal Alemana (1987, p. 34). Véase también Schwartz (1981, p. 188).

¹³ La evidencia empírica rechaza, para el caso estadounidense, que la reducción de impuestos sea el factor decisivo en la realización de fusiones de empresas, si bien la complejidad de las normas fiscales dificulta las estimaciones (Auerbach y Reishus, 1988a y 1988b). La persistente preocupación de los especialistas en fusiones por las consecuencias tributarias de éstas sólo se explica entonces por la posibilidad de que, si bien los beneficios fiscales de una fusión no son significativos, las pérdidas que ocasionaría descuidar el aspecto impositivo serían sustanciales (Poterba, 1988, p. 186). Para operaciones en que son los propios directivos quienes adquieren la sociedad —MBOs—, Kaplan (1989a) estima que los beneficios fiscales se sitúan entre el 21,0 y el 142,6 % de la prima pagada para hacerse con el control, pese a que el factor fiscal no explica toda la revalorización observada. Por su parte, Jensen *et al.* (1989) estiman que, considerando todos sus efectos fiscales sobre empresas y particulares, los MBOs producen un aumento de los impuestos cobrados por la Hacienda pública.

operaciones. Adicionalmente, condiciona a quien presenta la oferta a ofrecer una compensación mixta o totalmente en metálico, con el fin de evitar el rechazo que provocaría en muchos accionistas el tener que financiar la consiguiente deuda tributaria mediante fondos propios, ajenos o vendiendo parte de los títulos.

Tiene menor importancia la carga fiscal que pesa sobre la revaluación de activos originada por la fusión de sociedades —precedida o no de una OPA—, ya que estas plusvalías, en principio gravadas por el impuesto de sociedades, suelen calificar como exenciones cuya concesión decide el Ministerio de Economía y Hacienda. Esta discrecionalidad administrativa añade incertidumbre a los procesos de fusión, lo que perjudica su desarrollo.

3.1.3. *Proteccionismo jurídico e ineficiencia judicial*

La legislación sobre sociedades anónimas se atribuye —especialmente tras la reforma de 1989— funciones protectoras ajenas a la búsqueda de la eficiencia contractual. Este ingenuo proteccionismo atenta contra la realización a coste mínimo de las transacciones económicas. Por el contrario, dentro de una concepción opuesta a la simple misión protectora, a la que integra, la libre contratación y el desarrollo de la tecnología contractual que de ella resulta son los mecanismos fundamentales para resolver conflictos de intereses entre las partes. Para que la acción reguladora del Estado reduzca el coste de las transacciones económicas, la Ley ha de limitarse a definir reglas generales de contratación, tales que hagan innecesaria una explicitación prolija, y por tanto costosa, de cláusulas en cada contrato social. Su existencia ha de reducir los costes de las transacciones, incluyendo los de naturaleza implícita, y evitar incrementarlos mediante regulaciones prohibitivas, que obligan a las partes a despilfarrar recursos con el solo fin de evitar la regulación y contratar de modo similar al que voluntariamente desean.¹⁴

Así mismo, la regulación ha de ser lo suficientemente flexible para no impedir la experimentación de nuevas pautas contractuales. La experimentación —mediante prueba y error, y en un entorno competitivo, en el que la anticipación de posibilidades expropiatorias hace que sólo perduren las soluciones satisfactorias para *todas* las partes— es tan fundamental para la innovación contractual como lo es para la innovación tecnológica. Este proceso de descubrimiento colectivo es la vía más eficaz para inventar fórmulas contractuales capaces, por sí solas, de eliminar los conflictos de intereses que, tras un análisis superficial, parecen hacer necesaria una intervención protectora, cuyas consecuencias son impredecibles.

Similarmente, la ineficacia del sistema judicial priva a las partes de un mecanismo eficaz de ejecución de los contratos, lo que encarece aquellas formas de contratación en las que, en caso de incumplimiento, se habría de entrar en un proceso legal que resultaría prohibitivamente costoso.

En general, todos los problemas referidos a la protección de la “parte débil”, que en nuestro país suelen abordarse con legislaciones detalladas e ingenuamente proteccionistas, tendrían una solución más económica, y posiblemente más eficaz, dentro de un marco legal reducido, que facilite la administración de justicia. No existe, sin embargo, una disyuntiva entre soluciones jurídicas y judiciales, ya que es escasa la protección efectiva que proporcionan leyes de intención proteccionista cuando son administradas por un sistema judicial ineficaz. Pese a su nulo efecto protector, ese tipo de legislación sí ocasiona costes elevados, en los que se incurre para evitar prohibiciones innecesarias. Adicionalmente, sirve, con frecuencia, para introducir restricciones anticompetitivas.

3.2. La regulación financiera

La regulación de la actividad bancaria ha impedido que se desarrollasen instrumentos y especialistas apropiados para suministrar recursos a los posibles agentes del mercado de

¹⁴ Véase Arruñada ([1988] y [1990, págs. 213-277]).

control. La falta de financiación competitiva ha favorecido el establecimiento de pactos de no agresión, de naturaleza más o menos implícita. En tales condiciones, apenas se ha controlado a los directivos desde fuera de sus sociedades, existiendo sólo competencia interna dentro del propio equipo de administradores. Es de interés observar cómo, aun en un mercado tan competitivo como el estadounidense, fue esencial la actuación de un banco de inversiones que, en principio, era de segunda fila y relativamente ajeno a los centros de poder financiero, para modificar las reglas de juego de los intermediarios financieros en el área de las fusiones y adquisiciones de empresas. El destino último de la banca Drexell Burnham Lambert, Inc. no empaña su enorme impacto innovador y competitivo.

En el terreno bancario, la permisividad para que los bancos comerciales actuaran como bancos de inversión, el fomento de prácticas de oligopolio por la regulación estatal, y las restricciones impuestas a la entrada, tanto de intermediarios extranjeros como de nuevos bancos, facilitaron durante varias décadas el control de grandes grupos de empresas por los bancos. Cada banco ha actuado como cabeza de su respectivo grupo industrial y el control ha sido ejercido por pequeños núcleos directivos, con muy escasa participación accionaria, mediante el voto de las acciones depositadas por la clientela, y el empleo de participaciones recíprocas y piramidales.¹⁵ Dada esa situación central de la banca, resulta lógico que las entidades de crédito hayan sido protagonistas de las primeras manifestaciones importantes del mercado de control.

La mayoría de los principales bancos ha experimentado al menos un tipo de competencia por el control. Los bancos Hispano Americano y Banesto sufrieron en su día cambios directivos por mandato o sugerencia de las autoridades regulatorias. Popular y Vizcaya recompraron paquetes importantes de acciones, que habían sido adquiridos por inversores indeseados, tanto para los directivos como —al menos en el segundo caso— para los reguladores. Alcanzaron notoriedad pública el intento de absorción de Banesto y las fusiones que le sucedieron (una de ellas, realizada, entre los bancos Bilbao y Vizcaya, y la otra, frustrada, entre Banesto y Central), así como la batalla electoral por el control de este último banco. Así mismo, los estatutos sociales fueron modificados en los últimos años ochenta para introducir una batería de medidas defensivas, a la vez que, con el mismo objetivo, se elevaban a su máximo legal los límites para la ampliación del capital social. En el ámbito regulatorio, la Ley de disciplina bancaria introdujo en julio de 1988 nuevas restricciones regulatorias para acceder a posiciones accionarias significativas en el sector bancario, y dio mayores poderes al Banco de España para excluir participaciones accionarias indeseadas.

Acumulación de autocartera y garantía de los depósitos bancarios

Parece haber sido general —aunque es escasa la información pública existente sobre este punto— la intervención continuada de la cotización bursátil con ánimo defensivo. La compra de acciones propias para mantener inflada la cotización cobró mayor auge desde la crisis bursátil de octubre de 1987, y de la mayor tolerancia que, por parte de las autorida-

¹⁵ Las participaciones recíprocas utilizan dos o más sociedades que son accionistas las unas de las otras, de tal modo que, por ejemplo, con la propiedad del 1 % de la sociedad A se pueden controlar ésta y otra sociedad B, si A posee el 51 % de B y ésta el 50 % de A. Normalmente, será necesario contar con el apoyo de una mayor participación en el capital para alcanzar el control, pero éste puede mantenerse en su integridad, aun si se reduce posteriormente de forma sustancial el porcentaje de votos controlado directamente —evitando también las dificultades, no insalvables, que imponen, en su caso, las normas de representación de minorías en el consejo—. Las participaciones piramidales se forman mediante varias sociedades con participaciones sucesivas. Por ejemplo, la propiedad del 51 % de las acciones de la sociedad A, la cual posee el 51 % de B, que, a su vez, posee el 51 % de C, permite controlar esta última con sólo el 13,27 % —igual a $[0,51]^3$ — de sus acciones.

des regulatorias, pareció generar dicha crisis hacia tales prácticas. El mantenimiento artificial de la cotización ayuda por varias vías a mantener el control: cuanto más elevada sea la cotización, se encarece la adquisición de las acciones y el accionista puede tener una impresión inmerecidamente buena de la gestión realizada por los directivos en el poder.

El mantenimiento artificial de la cotización de las acciones por encima de su verdadero valor equivale a una recompra de acciones. Al igual que suele suceder en éstas, el precio pagado a los accionistas es superior a la cotización en ausencia de intervención. La diferencia es que, en la recompra, se conoce este precio; en la acumulación de acciones propias, no.

Hasta 1990, la acumulación de autocartera había ido acompañada por la colocación de paquetes de acciones en manos amigas a precios de hecho inferiores a la cotización. Los grandes bancos han vendido así gran número de acciones a precio reducido a sus clientes y empleados, y a inversores presuntamente amistosos con los directivos al mando.

Desde su creación, el Fondo de Garantía de Depósitos bancarios (FGD) y, en especial, la forma de cobro de sus primas, independientes del nivel de riesgo y de la capitalización efectiva de los bancos, han favorecido involuntariamente el mantenimiento del control mediante pirámides accionarias, participaciones recíprocas con empresas filiales y operaciones de autocartera.¹⁶ Estas políticas se han realizado a costa, en última instancia, del seguro proporcionado por el FGD y respaldado por el Estado. Al asegurar el FGD el pago de los depósitos —de hecho, al cien por cien—, se elimina la barrera natural para que un banco acumule autocartera y reduzca el capital efectivo: el encarecimiento y/o retirada de los depósitos, tras reconocer los depositantes que el banco se ha descapitalizado. Por el contrario, un banco maximiza el valor efectivo de la garantía que le proporciona el FGD, y que tiene para la entidad un coste independiente de su grado de riesgo, incrementando su autocartera y reduciendo el capital. Los incentivos creados por la regulación fomentan así crisis bancarias recurrentes, cuya gravedad ha de reducir la propia regulación, diseñada para eliminar algunos de sus efectos externos.

La importancia de la autocartera queda de relieve por las políticas de amortización de acciones, iniciadas tras entrar en vigor las nuevas regulaciones de bolsa y sociedades. Por un lado, la nueva Ley de sociedades ha venido a limitar las posibilidades de acumular acciones propias. Por otro, el nuevo sistema de contratación bursátil dificulta las intervenciones de la cotización. Consiguientemente, numerosas sociedades decidieron durante 1990 amortizar las acciones propias que tenían en autocartera, y reducir consiguientemente su capital social.

Estas reducciones de capital apuntan hacia un mayor peso del endeudamiento en la estructura de capital —en algunos casos, se emitieron obligaciones a la vez que se reducía el capital—. Esta sustitución de recursos propios por deuda pierde ahora el carácter transitorio y/o incierto que tenía antes, debido a la posibilidad de una recolocación posterior de las acciones. Semejante modificación de la estructura financiera es una de las estrategias típicas de revalorización, que, al distribuir los recursos excedentarios entre los accionistas, evita a los directivos la tentación de invertirlos en proyectos de valor neto negativo.¹⁷ Por lo demás, no parece responder únicamente a la necesidad de cumplir el imperativo legal, sino también a la imposibilidad de colocar esas acciones sin poner en peligro el mantenimiento del control.

¹⁶ La compra de acciones propias socava los principios democráticos de gobierno de las sociedades anónimas implicadas, sobre todo cuando esa autocartera se pone en juego a favor del equipo directivo al mando (burlando el artículo 79 de la Ley de sociedades anónimas).

¹⁷ Véase Arruñada (1990, pp. 133-149).

4. Regulación específica del mercado de control

Para el especialista, los costes de las operaciones de lucha por el control difieren sustancialmente según qué normas legales estén en juego. Dos regulaciones tienen una importancia capital: la obligación de dar publicidad a las participaciones accionarias significativas y la de seguir unas pautas reglamentadas en las ofertas públicas de adquisición (OPAs).

Ambas obligaciones han estado vigentes en los Estados Unidos desde 1968, lo que ha permitido contrastar sus efectos.¹⁸ La consecuencia de la regulación parece haber sido el restringir la actividad de quienes buscan adquirir el control, elevando sus costes. Las operaciones realizadas con posterioridad a la promulgación de la normativa presentan rendimientos más elevados, ya que únicamente las operaciones muy rentables permiten incurrir en unos costes inflados artificialmente.

Esta evidencia empírica contradice en lo sustancial las justificaciones alegadas para introducir la regulación, como la de proporcionar tiempo a los accionistas para que se informen y reflexionen sobre la conveniencia de entregar o no sus acciones. Las observaciones apoyan, por el contrario, el argumento de Fischel de que estas regulaciones eliminan incentivos a las actividades de control y de producción de información, al expropiar el derecho de propiedad sobre la información producida por la empresa oferente (1978).

4.1. La regulación de las OPAs

En España, las OPAs han estado reguladas desde 1980, promulgándose en 1984 una nueva norma (el Real Decreto 279/1984), que ha sido modificada parcialmente, a su vez, por el artículo 60 de la Ley 24/1988 del mercado de valores. Por otra parte, se está a la espera de una regulación comunitaria, ya que la Comisión Europea presentó a finales de 1988 una propuesta de directiva, con el fin de armonizar las legislaciones de los Estados miembros.

Se comentan seguidamente estos marcos regulatorios, tomando como base el Real Decreto 279/1984. El análisis es, en buena medida, generalizable, ya que las tres normas tienen una orientación similar y coinciden en muchos puntos.¹⁹ Adicionalmente, la Ley de mercado de valores carece de desarrollo reglamentario cuando esto se escribe y la directiva comunitaria tiene aún carácter de propuesta.

Los aspectos más importantes de la regulación serán analizados por este orden: la obligatoriedad de realizar una OPA para hacerse con el control; la de ofrecer la adquisición, también mediante OPA, de participaciones minoritarias; la sobrecarga de los oferentes potenciales; la falsa protección que proporciona al accionista contra ofertas abusivas; la supeditación administrativa; y los impedimentos a la modificación de las ofertas.

Uso obligatorio de la OPA para acceder al control

La obligación de presentar una OPA para lograr una participación significativa fuerza a utilizar un procedimiento específico, sin dejar elegir entre la OPA, la adquisición paulatina en bolsa o la compra de paquetes de acciones. En el límite, se prohíbe la compraventa de grandes bloques de acciones, debido a la obligatoriedad de presentar una OPA y de

¹⁸ Véanse, sobre todo, Jarrell y Bradley (1980), y Bradley *et al.* (1988). En el caso francés, la norma sobre divulgación de participaciones ha estado vigente desde 1970. Eckbo y Langohr (1989) han estudiado su impacto, obteniendo resultados que apoyan también el argumento expresado en el texto.

¹⁹ Para un comentario más detallado, véase Arruñada (1990, pp. 182-202). Cuando esto se escribe, la Comisión Europea parece haber cambiado su opinión y va a proponer una regulación menos restrictiva (*Europe Documents*, n.º 1619, 17 de mayo, 1990).

prorratar entre sus aceptantes. El coste de esta obligación normativa será especialmente elevado si la futura reglamentación insiste en establecer un marco igualmente restrictivo, pero más eficaz, que el del Real Decreto 279/1984 (fácil de escamotear por diversas vías, aunque rozando el fraude de ley).

Obligación de liquidar a los accionistas minoritarios

Las obligaciones de ampliar la OPA al total de las acciones y la de efectuar una segunda OPA por la totalidad (cuando se pretende traspasar determinado porcentaje de votos) distorsionan de modo sustancial el proceso de toma de control. La igualdad de condiciones no sólo impide las OPAs en dos tramos,²⁰ privando al mercado de las consecuencias favorables que tienen para la lucha competitiva por el control (Comment y Jarrell, 1987), sino que fomenta la pasividad del accionista, quien recibirá lo mismo entregue o no sus acciones a la oferta inicial. Ello pone en peligro el éxito de la oferta y, por tanto, su propia presentación. El precepto legal —por lo demás, de constitucionalidad discutible— encarece el funcionamiento del mercado de control, al forzar a sus protagonistas activos a culminar la toma de control presentando una oferta a precio mínimo a los accionistas minoritarios. Este encarecimiento redunda en un menor número de operaciones y, consiguientemente, perjudica, en primera instancia, a los accionistas a quien la norma pretende proteger.

Sobrecarga del oferente y falsa protección del pequeño accionista

Una de las intenciones del legislador es proporcionar un mismo trato a las participaciones accionarias de diferente cuantía. El que, en alguna medida, lo consiga no debe considerarse un éxito de la norma, ya que, de acuerdo con la evidencia disponible, esa igualdad reduce la compensación total esperada respecto a la que recibiría el accionista en ausencia de regulación. Ello es así porque disminuye el número de potenciales oferentes, al encarecerse su acceso al control societario mediante ofertas públicas. No parece gran mérito de la regulación lograr la igualdad entre pequeños y grandes accionistas si lo hace, no ya igualando a la baja, sino haciendo que ambos grupos perciban menos de lo que hubieran obtenido en ausencia de normas al respecto.

Un segundo motivo para cuestionar la filosofía inspiradora de la regulación es la propia consideración del accionista como parte débil, ya que el pequeño accionista se beneficia gratuitamente de que otros accionistas concentren la propiedad o sustituyan el equipo directivo.

Protección del receptor contra cláusulas abusivas

La regulación restringe sustancialmente la libertad del oferente para establecer los términos de la oferta. En su defensa, se alega que dejar libertad al oferente para fijar las condiciones entraña riesgos: Por ejemplo, el que pueda establecer condiciones de prioridad en la adquisición de los títulos a los primeros accionistas en aceptar la oferta, o primarlos diferenciadamente según la fecha de entrega (Zurita, 1988, p. 120).

Esta justificación es intuitivamente atractiva; sin embargo, su solidez es sólo aparente. Poniendo dificultades a los oferentes potenciales se logra elevar el precio de adquisición, pero a costa de reducir el número de ofertas. Esta conclusión es coherente con la evidencia empírica —comentada anteriormente— y con un análisis global del problema, que vaya más allá de operaciones aisladas y preste atención al funcionamiento del mercado de control en su conjunto y a largo plazo. Así, por ejemplo, la obligatoriedad del prorrato y la anulación de las aceptaciones previas a la presentación de una oferta

²⁰ Las OPAs en dos tramos (*front-loaded* o *two-tiered-bid*) son aquellas ofertas de compra de valores en las que se ofrece una prima mayor por el porcentaje de acciones que permite ejercer el control (primer tramo, *front-end*) que por el resto (segundo tramo, *back-end*).

competidora desincentivan la entrega rápida de los títulos, lo que también compromete el éxito de la oferta inicial.

Supeditación administrativa de las operaciones

La subordinación de la validez de la OPA a la decisión de un órgano administrativo aumenta las posibilidades de defensa de los administradores de la sociedad que recibe la oferta. Fundamentalmente, pueden utilizar su influencia para que tal órgano impida la presentación de la oferta a los accionistas, amparándose en que ésta no reúne todos los requisitos necesarios, o la retrase, lo que facilita sus maniobras defensivas. El conocimiento anticipado de la OPA por los administradores de la sociedad afectada tiene un efecto similar, y es probable que se produzca en el curso de semejantes procedimientos administrativos.

Impedimentos a la modificación de las ofertas

La regulación restrictiva de la modificación de las ofertas dificulta el regateo entre los directivos de las compañías oferente y receptora. Los oferentes quedan atados a su primera oferta, que no pueden mejorar, ni replantear hasta un año más tarde. (Esta segunda posibilidad suele ser inviable si otro equipo directivo ha ganado el control, aunque lo haya hecho a un precio inferior al que hubiera estado dispuesto a pagar el perdedor).²¹

Es ambiciosa esta pretensión legislativa de inaugurar un mercado en el que —en contraste con todos los comparables en cuanto al tamaño de las transacciones— el precio no se fije por regateo, sino por una decisión unilateral, realizada por una de las partes (el oferente) varios meses antes de que la otra parte (los accionistas) decidan si aceptan o no el precio. Cuando se consideran los riesgos que tales reglas acumulan en el oferente, no es extraño que haya sido escaso el número de operaciones efectuadas bajo su tutela.

Resumen

En general, la regulación española tiene similares efectos perniciosos que la estadounidense, aunque, por ser extremadamente intervencionista, su consecuencia ha sido, más que reducir el funcionamiento del mercado de control, impedir la presentación de OPAs hostiles sobre sociedades de cierto tamaño. El Real Decreto sobre OPAs de 1984 es un ejemplo de cómo un exceso de pretensiones normativas por parte del regulador pone en peligro la existencia del hecho regulado. Ese resultado hubiera sido evitable si, abandonando una intencionalidad directamente protectora de las partes, se hubiese buscado la protección del mercado, cuyo funcionamiento competitivo proporciona, a su vez, la protección más eficaz de las partes.

La regulación, pretendiendo equilibrar una situación de partida que supone desigual, perjudica aparentemente al oferente. Sin embargo, cuando se amplía el horizonte de análisis, el accionista es quien aparece como principal perjudicado en el corto plazo: ante unas reglas de juego que ponen en peligro el éxito de las ofertas, menos agentes económicos están dispuestos a invertir recursos para detectar sociedades deficientemente gestionadas. En el largo plazo, los accionistas anticipan correctamente la discrecionalidad de que van a gozar los directivos, lo que encarece la propia relación contractual entre directivos y accionistas, y compromete la especialización de sus respectivas funciones.

Por lo demás, la regulación es selectiva, perjudicando en mayor medida la realización de las operaciones más características del mercado de control: aquellas en las que se pretende desplazar a equipos directivos "descontrolados" o incompetentes. Por el contrario, se ven menos perjudicadas las absorciones y fusiones cuya razón de ser

²¹ La prohibición de que los oferentes mejoren su oferta, excepto el inicial y por una sola vez, obliga a que expliciten en su primera propuesta el precio máximo que están dispuestos a pagar. La propuesta de directiva sobre OPAs de la Comisión Europea permitiría revisar las ofertas.

consiste en sinergias operativas, ya que requieren un menor uso de instrumentos hostiles para con el equipo directivo al mando.

4.2. Divulgación pública de participaciones

Diversas disposiciones normativas han establecido la obligación de divulgar la adquisición o cesión de participaciones accionarias significativas: (a) las participaciones superiores al 10 % del capital de una sociedad anónima, así como las adquisiciones sucesivas que superen el 5 %, por el artículo 86 de la Ley de sociedades; (b) las superiores al 5 % (y todos los múltiplos de esa cifra hasta el 100 inclusive) en las sociedades con cotización bursátil, en virtud de la Ley 24/1988 del mercado de valores;²² y (c) las que excedan del 5 % en el capital de las entidades de crédito, por la Ley 26/1988 de disciplina e intervención de las entidades financieras. Adicionalmente, una directiva armonizadora de la CEE establece obligaciones similares, aunque menos restrictivas.

Análisis general

La divulgación pública de las tomas de participaciones significativas —las cuales no dan por sí mismas acceso al control, aunque constituyan una base para iniciar su conquista— tiene varias consecuencias negativas para el funcionamiento del mercado de control. Por un lado, reduce directamente la retribución de los participantes, al obligarles a compartir sus beneficios con accionistas no informados. Por otro, facilita la defensa de los directivos en el poder: sin factor sorpresa, pueden disponer mejor sus armas defensivas.

La reducción de la retribución de las operaciones es fundamental. Así, para los Estados Unidos, se ha estimado que los especialistas consiguen apropiarse el 13,9 % de los beneficios totales,²³ lo que puede producir un grado de actividad del mercado de control inferior al que sería óptimo, tanto desde el punto de vista social como del de los propios accionistas. Este factor es más importante para bolsas como las españolas, en las que el volumen de contratación es bajo, por lo que la adquisición rápida de un paquete mínimamente significativo provoca una subida acusada de la cotización. Por este motivo, un inversor que intente completar de modo notable su paquete de acciones durante el margen legal de siete días (plazo máximo que puede mediar entre la consecución del 5 % y la declaración pública de la participación), habrá de pagar a precio más alto estas compras de última hora.

En suma, cuando la compra de las acciones está relacionada con la puesta en tela de juicio del control, la norma expropia la información en manos del comprador. Al hacer partícipes de las ganancias a los accionistas que no incurrieron en ningún coste para descubrir o motivar tales ganancias, reduce la retribución de los sujetos económicos que sí hubieron de invertir tiempo y recursos en hacerlo, con lo que desincentiva su actividad y la producción de tal información. (Una crítica similar merece la obligación de mantener abiertas las ofertas públicas de adquisición por un período mínimo de tiempo, lo que facilita la presentación de ofertas competidoras, cuyos oferentes aprovechan el descubrimiento realizado por el primer oferente).

Por el contrario, la información pública sobre quién y en qué proporción tiene la propiedad pudiera facilitar el funcionamiento del mercado de control. Si los competidores potenciales conocen de antemano la fuerza de los directivos en el poder, se reduce el riesgo de las operaciones. En este sentido, la divulgación de la participación accionaria del consejo de administración, establecida en el artículo 53 de la Ley del mercado de valores, puede tener un efecto positivo, al clarificar la propiedad de las sociedades.

²² Desarrollado por la disposición adicional segunda del Real Decreto 276/1989 sobre sociedades y agencias de valores, que preceptúa también un plazo de información de siete días hábiles.

²³ Jensen (1988), basándose en Mikkelson y Ruback (1985).

Caben al respecto varias salvedades. Por un lado, está por demostrar la eficacia práctica de la Ley contra operaciones de camuflaje, así como su capacidad para poner de manifiesto estructuras de control mediante pirámides accionarias y participaciones recíprocas. Por otro, en la práctica, es de esperar cierta asimetría en el funcionamiento del régimen sancionador, según se aplique a directivos en el poder o a sus rivales. La ausencia, en el primer caso, de una parte directamente interesada pudiera hacer más eficaz la normativa para el segundo supuesto.

La consecuencia fundamental de estas normas es, pues, negativa para las operaciones de control. Quienes resultan más directamente perjudicados son los accionistas que las normas intenta proteger, pues éstas permiten a los directivos despreocuparse de sus intereses. Bien entendido que esta consecuencia redistributiva será única, manifestándose sólo a través de los contratos preexistentes, ya que los posteriores a la norma incorporarán la nueva circunstancia regulatoria.

En última instancia, se daña el bien común, ya que, al privar de incentivos la producción de información y la competencia por el control de los recursos empresariales, se condena al mercado de capitales a ser ineficiente en la asignación de los recursos. La causa fundamental es que se dificulta el control de los conflictos de intereses que origina la especialización plena de las funciones de gestión y asunción de riesgos.

La Ley de disciplina bancaria

La Ley de disciplina e intervención de las entidades de crédito introdujo un régimen especial para las tomas de posiciones en el capital de los bancos, exigiendo autorización administrativa previa para participaciones superiores al 15 por 100. Este régimen de autorización previa dificulta especialmente posibles operaciones hostiles. A las críticas generales, se une en este caso el que la Ley concede discrecionalidad al Banco de España para decidir quién puede ejercer algún grado de control en un banco español.

No parece muy útil confiar en que esos poderes discrecionales serán usados en pro del bien común, ya que, aun sin dudar de la buena voluntad general de los servidores públicos, conviene que las leyes estén redactadas a prueba de malas voluntades. Existe el riesgo de que puedan utilizarse, llegado el caso, para proteger a aquellos administradores favorables a los intereses del regulador. Como pauta general, es probable que esto favorezca a los de nacionalidad española. En este sentido, la finalidad declarada por la Exposición de Motivos de la Ley, consistente en garantizar "mediante la publicidad y la comunicación a las autoridades supervisoras, la transparencia en sus relaciones de dominio", parece relacionada con el propósito de, mediante fusiones entre bancos nacionales, "mantener bajo control de capital español el núcleo básico de nuestro sistema crediticio, evitando que la banca española se convierta en filial de los grandes grupos extranjeros".²⁴

Dentro del marco regulatorio en que se desenvuelve el negocio bancario, especialmente por la existencia del seguro de depósitos y la presencia del Banco de España y del Estado garantizando de hecho la solvencia de las entidades, pudiera argumentarse que la selección del equipo directivo facilita la necesaria vigilancia regulatoria. Sin embargo, un análisis circunstancial de la casuística da pie a dudar de que sea ésa la preocupación real de los reguladores, quienes han impedido o retrasado tomas de control por grupos bancarios sin poner en duda su solvencia.

Su actitud contrasta especialmente con la pasividad mostrada ante el hecho de que los grupos de control de los bancos españoles fuesen propietarios de porcentajes minúsculos del capital, y, lo que es más grave, hiciesen uso de participaciones recíprocas para mantener el control, a sabiendas de que ello posiblemente aumentaba su incentivo a comportarse de forma perversa, dentro del marco de intereses definido por un seguro de

²⁴ Declaraciones del, a la sazón, Gobernador del Banco de España, ante el Consejo General de éste, recogidas por el diario *El País* (1 de junio, 1988).

depósitos de prima fija, que estimula la asunción "gratuita" de riesgos a cuenta del erario público.

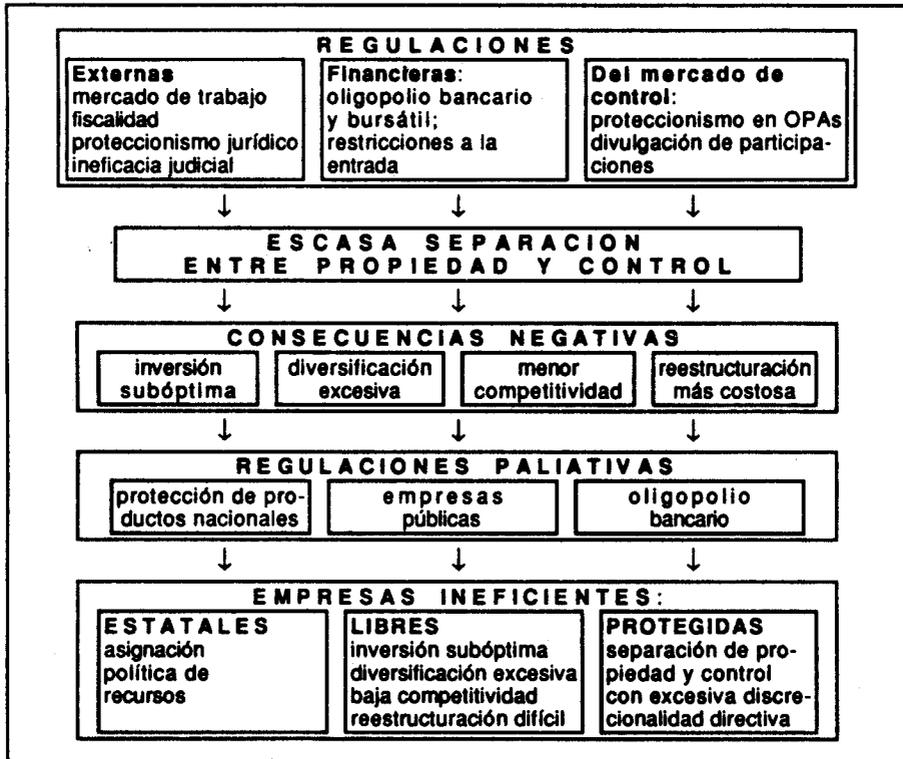
Adicionalmente, esta selectividad en la elección de accionistas bancarios contrasta con la estructura de control diseñada para las cajas de ahorros. Nótese que de sus órganos de gobierno forman parte fundamental los representantes políticos de instituciones públicas, que son deudoras, en buena medida, de esas mismas entidades financieras.

5. Consecuencias de la ineficiencia del mercado de control societario

La competencia externa por el gobierno de las sociedades anónimas constituye un instrumento de control que entra en juego cuando fallan los mecanismos internos, como el consejo de administración, la junta de accionistas y el control mutuo entre directivos. El mercado establece así un límite máximo a la desviación de las decisiones directivas respecto al óptimo deseado por las partes. La efectividad e importancia de este control externo dependen del marco regulatorio que define su pautas de actuación y sus costes, y de la existencia de "tecnologías" adecuadas en los ámbitos contractual y financiero; en especial, de sendos mercados de valores y de crédito suficientemente desarrollados.

Figura 1

La influencia de la regulación en el desarrollo de la empresa española como sociedad anónima



Los instrumentos de control cobran mayor importancia cuanto más se especializan las funciones de gestión y asunción de riesgos, cuanto más se separan "propiedad" y "control". En las sociedades anónimas más evolucionadas, ambas funciones están especializadas al máximo. Para esos casos, los mecanismos alternativos al mercado de control funcionan peor, por carecer cada pequeño accionista individual de incentivos para vigilar a los directivos. Ello hace más necesario el que, en situaciones límite, pueda intervenir, en última instancia, el mercado de control. Del buen funcionamiento de éste, y de la amenaza de su actuación, depende el que sea posible reducir el conflicto de intereses entre administradores y accionistas, y, por tanto, el desarrollo de la propia forma contractual de sociedad anónima, alcanzando una separación plena de propiedad y control. Ese desarrollo es imprescindible si se ha de competir con formas alternativas de organización económica y, sobre todo, con sociedades anónimas sujetas a marcos normativos y judiciales que favorecen su funcionamiento.

Cuando dicha separación no es alcanzable, las empresas se ven privadas de la forma organizativa más adecuada para afrontar estrategias de inversión de alto riesgo y elevada cuantía. Consiguientemente, han de utilizar formas organizativas subóptimas, sobre todo sociedades gestionadas por sus propietarios y carentes de contratación bursátil. Adicionalmente, la confianza tiende a primar sobre la cualificación profesional, como criterio para elegir cargos de máxima responsabilidad.

5.1. Consecuencias primarias: límites al desarrollo espontáneo de la empresa

Volumen subóptimo de inversión. La inversión y el tamaño de la empresa tienden a ser menores, como consecuencia de la limitación que impone el patrimonio personal de los propietarios-accionistas (Fama y Jensen, 1985, pp. 118-119). Por este mismo motivo, el endeudamiento tenderá a ser mayor; sin embargo, los fondos ajenos no pueden suplir el papel de los fondos propios, por ser creciente el coste de la deuda con el grado de endeudamiento, al exacerbarse los conflictos de intereses entre acreedor y deudor. La menor dimensión de la empresa provoca la pérdida de economías de escala, de lo que se resiente la productividad de la economía; así como un retraso en el aprovechamiento de oportunidades de inversión, que, aun siendo percibidas, no son asumibles debido a limitaciones financieras.

La escasa inversión en investigación y desarrollo puede relacionarse también con las dificultades para obtener fondos propios, que perjudican especialmente la posibilidad de llevar a cabo estrategias de crecimiento basadas en activos intangibles, como es típicamente el desarrollo de nuevos productos. El motivo es que, para los acreedores, es más difícil controlar una empresa deudora cuando la mayor parte de sus activos son intangibles. Es ése especialmente el caso cuando consisten en oportunidades de crecimiento de carácter opcional, cuyo valor depende de la continuidad de la empresa y de decisiones de inversión discrecionales y futuras, que exigirán la emisión de nuevas acciones (Myers, 1977). Estas opciones proporcionan una garantía de muy mala calidad, ya que, en situaciones próximas a la insolvencia, es óptimo no ejercerlas. La empresa decidirá no invertir, incluso en proyectos que presentan un valor actual neto positivo, ya que su inversión beneficiaría sólo o fundamentalmente a los acreedores. El que, en tales casos, las opciones reales no se ejerzan, determina el que tengan, a priori, escaso valor como garantía. Consiguientemente, las empresas en cuyo activo predominan las opciones reales han de financiarse en mayor medida con fondos propios.

El carácter financiero de estas limitaciones es sólo superficial, ya que se derivan de la deficiencia contractual básica que afecta a la separación entre propiedad y control. Para crecer, la empresa necesita otra fórmula contractual: una sociedad anónima que especialice esas dos funciones y que le permitiría dotarse de recursos propios, elevar el endeudamiento y acometer las inversiones. Sin embargo, no puede hacerlo mientras no sea capaz de resolver adecuadamente el conflicto de intereses entre accionistas y directivos.

Excesiva diversificación. La necesidad de reunir en las mismas manos la toma de decisiones y la cualidad de receptor de la renta residual reduce las posibilidades de diversificar riesgos mediante la participación en múltiples sociedades. La diversificación ha de realizarse en el seno de la empresa o del grupo de empresas que permite controlar el patrimonio familiar —evitando toda estrategia que concentre riesgos—, en lugar de efectuarse en el mercado de valores —a través de la adquisición de acciones en diversas sociedades que presenten riesgos correlacionados de modo imperfecto—. En la empresa española, es de esperar, por ello, el predominio de estrategias de diversificación, que conducen a la formación de sectores industriales fragmentados en explotaciones de pequeña dimensión.

Menor competitividad exterior. Los factores anteriores conducen a que las empresas, privadas de la posibilidad de configurarse como sociedades anónimas en un sentido pleno, vean mermada su capacidad competitiva frente a empresas extranjeras dotadas de especialización de funciones entre propiedad y control. La supervivencia de las empresas españolas se ve comprometida en la medida en que, estando sujetas a tales limitaciones, hayan de competir con empresas extranjeras organizadas más eficientemente.

Mayores costes de reestructuración. Cuando las decisiones directivas no pueden ser corregidas con rapidez por la disciplina del mercado de control, las crisis en las sociedades anónimas que separen propiedad y control serán más frecuentes y graves, con mayor propensión a ocasionar la muerte de la empresa. Esto eleva el coste del proceso selectivo que efectúa la competencia en el mercado, y también incrementa las demandas y oportunidades para la intervención gubernamental, dirigida a rescatar empresas con problemas.

Para garantizar la eficiencia económica, es preciso que sólo sobrevivan las unidades productivas más eficientes. Sin embargo, la correspondiente desaparición de empresas ineficientes acarrea costes, en términos de infrautilización, destrucción y transferencia de recursos productivos. Es deseable minimizar estos costes; ello requiere reducir el número de crisis, y poner en práctica mecanismos capaces de anticiparse a ellas y forzar correcciones en la estrategia empresarial. El funcionamiento del mercado de control realiza automáticamente esa función, provocando modificaciones en el rumbo empresarial. Algunas de estas alteraciones de la estrategia van precedidas por cambios en el control, pero, con frecuencia, son adoptadas voluntariamente por los directivos en el poder, para evitar ser sustituidos. Así mismo, están relacionadas, tanto con la estrategia de negocio (en el caso de simples errores directivos), como con decisiones distributivas que pongan en peligro la supervivencia de la empresa o excedan la retribución a precios de mercado de los agentes empresariales que no sean perceptores de renta residual.

Adicionalmente, en un mercado libre, son las partes implicadas en la empresa que desaparece quienes sufren principalmente los costes de cierre. Es comprensible que presionen al Estado para que interfiera en la decisión del mercado, incluso cuando fueron sus decisiones la causa de la crisis. El Estado interviene de dos maneras. Por un lado, alivia el ajuste, mediante mecanismos de seguro público obligatorio, como son la protección por desempleo y la garantía de los depósitos bancarios. Por otro, mantiene artificialmente la empresa. Para ello, tradicionalmente, se limitaba a establecer barreras a la entrada. En las últimas décadas, han cobrado mayor importancia las nacionalizaciones y los planes de "reconversión". Por su trascendencia en la economía española, se les dedica un tratamiento más detallado en la sección 6.

El mercado de control provoca la reorganización de las empresas en que actúa, prolongando su vida y haciendo innecesaria la intervención salvadora del Estado. Cuando actúan sobre empresas en crisis, el mercado de control y el Estado llevan a cabo funciones similares y en parte sustitutivas. En cierta medida, cuando la regulación encarece la existencia y funcionamiento del mercado de control, sus funciones tienden a ser asumidas por el Estado. Por su diferente grado de desarrollo, los mercados de control de Europa continental y los Estados Unidos ejemplifican en esta línea dos aproximaciones opuestas a la solución de las crisis de supervivencia empresarial.

5.2. Regulación paliativa: subvención del crecimiento y de la separación propiedad-control

Para evitar las consecuencias negativas que entraña la imposibilidad de especialización espontánea de la propiedad o asunción de riesgos y de la dirección o el control, el Estado tiende a poner en práctica diversas políticas correctoras. Teniendo presente que la justificación de esta intervención es de dudosa validez —ya que intenta corregir problemas causados por regulaciones previas, en lugar de eliminar éstas—, pueden distinguirse cuatro tipos de intervenciones.

Protección de los productores nacionales contra la competencia extranjera. Por esta vía, el Estado reserva el mercado nacional para empresas españolas, con lo que protege su supervivencia, pero impone una carga sobre los consumidores, quienes pagan precios superiores. Tradicionalmente, buena parte de las empresas españolas sólo han podido sostenerse gracias a que el Estado impedía la competencia exterior. En la actualidad, tras la entrada en la CEE, la supervivencia empresarial requiere productos capaces de competir, al menos, con los de otras empresas europeas.

Asunción de actividades empresariales por el Estado. Tradicionalmente, se ha alegado como una razón de ser de la empresa pública el que la iniciativa privada no acometiera las inversiones necesarias para el desarrollo económico. Sin entrar aquí a discutir si es o no papel del Estado contrariar el dictamen de los empresarios privados en tal sentido, los argumentos anteriores proporcionan una lógica explicativa: la empresa privada no acomete esas inversiones porque, debido al tamaño o a la naturaleza intangible de éstas, carece de los instrumentos *contractuales* adecuados para hacerlo (Arruñada, 1989). La "solución" del problema pasa así por la empresa pública, o bien por la regulación protectora de la actividad privada. Ello no significa que toda la actuación pública sea sustitutiva de actividades privadas potencialmente viables bajo otro marco contractual: en muchos casos, los proyectos acometidos por la iniciativa empresarial del Estado no hubieran sido rentables bajo ninguna estructura organizativa. No es objeto de este trabajo, no obstante, discutir la habilidad inversora del Estado, sino proveer una explicación de las fuerzas que mueven su actividad empresarial. En este sentido, se alega que las oportunidades de intervención aumentan, debido a las deficiencias del marco contractual que el propio Estado suministra a los agentes privados.

Protección de empresas privadas. De modo similar, el Estado, sin asumir directamente la propiedad, pone en práctica varios tipos de políticas para aliviar las deficiencias estructurales de las empresas privadas, principalmente: créditos, garantías y exenciones fiscales. En España, el mecanismo más importante hasta la década de los ochenta fue la asignación coactiva de la mayor parte de los recursos crediticios —mediante circuitos de financiación privilegiada— hacia los sectores que, a juicio de la Administración, merecían tratamiento preferencial.

Oligopolio bancario. Dentro de este marco de economía administrada, los bancos han representado un papel fundamental. En cierto sentido, las barreras a la entrada en el sector bancario —complementadas por la libertad para actuar en la compraventa y propiedad de acciones— han constituido un apoyo implícito a la concentración artificial de la propiedad, haciendo posible que los grupos bancarios especializaran el control y la asunción de riesgos, desarrollándose como sociedades anónimas plenas, aunque con equipos directivos deficientemente controlados. Las crisis bancarias de los años ochenta —sobre todo, las que se mantuvieron más o menos latentes, gracias a la protección pública— pusieron de manifiesto que quien realmente asumía la mayor parte del riesgo de esta especialización sin control de los directivos eran los contribuyentes, y no los accionistas de los grandes grupos bancarios.

5.3. Dos sectores de empresas

El resultado de este sistema de proteccionismo estatal y predominancia bancaria ha sido una economía empresarial privada escindida en dos sectores, compuestos por

empresas conectadas a grupos bancarios —sector “protegido”— y por empresas independientes —sector “libre”—, a los que se suma otro sector protegido: el de las empresas públicas.

Las empresas controladas por los bancos tienden a ser dominantes en industrias que requieren elevadas cifras de inversión, como, por ejemplo, los sectores eléctrico, siderúrgico o químico. Esta especialización sectorial obedece a dos razones: son más fáciles de controlar para la cabeza del grupo industrial y hacen uso de la ventaja comparativa de la banca en la provisión de recursos financieros. Estas empresas tienden a mostrar un endeudamiento elevado, ya que los préstamos son contractualmente más baratos dentro del grupo; así como a tener cotización bursátil, frecuentemente con la mayoría de las acciones en poder de pequeños accionistas. Es notable esta separación de propiedad y control, que se consigue sin existir competencia externa por el control, y con un deficiente aparato jurídico-judicial. Sólo ha sido posible gracias a que la posición oligopolística disfrutada por los bancos y buena parte de sus filiales permitió que estas empresas sobrevivieran, pese al bajo nivel de eficiencia que padecían, producto del insuficiente control de sus directivos.

Las empresas independientes de la banca están constreñidas, no sólo por las limitaciones para separar propiedad y control, como se ha analizado anteriormente, sino también por su posición de inferioridad, una vez que la economía está dominada por oligopolios de grupos bancarios y empresas públicas. Dos tipos de consecuencias se desprenden del desarrollo artificial del sector protegido. Por un lado, la subvención del uso de recursos en este sector encarece los disponibles para las empresas libres. Por otro, es de esperar que las regulaciones subsiguientes provean ventajas adicionales al sector protegido, debido a que su concentración facilita las actividades de “búsqueda de rentas”.

Aparentemente, las empresas dependientes de grupos bancarios sufren un menor número de crisis, debido a su mayor tamaño y a que se subsanan dentro del grupo la mayoría de sus dificultades. (El coste de quiebra disminuye si los mismos inversores poseen acciones y deuda). No obstante, la ausencia de controles externos sobre los equipos directivos que dominan los grupos bancarios origina una tendencia a un mayor número de crisis a nivel de grupo, que son frecuentemente provocadas —aparentemente— por la quiebra de filiales no financieras, observándose una transformación de las crisis empresariales en crisis bancarias, aunque, si existe unidad de control, carece de sentido discutir una dirección causal de la crisis.

Las empresas independientes que intentaron configurarse como sociedades anónimas plenas lo hicieron, frecuentemente, mediante su entrada en el sector bancario, protagonizando gran parte de las crisis bancarias posteriores. Por otro lado, es de esperar que aquellas otras que mantuvieron unidos control y propiedad no hayan experimentado un nivel mayor de crisis, si se descuenta el efecto que tiene el que sean menores su dimensión y su capacidad para obtener protección estatal. Antes al contrario, la necesidad de diversificar riesgos tiende a salvaguardar su supervivencia, siempre que no hayan de competir —como ahora ocurre— con empresas extranjeras dotadas de economías de escala inaccesibles en España para este tipo de empresas.

6. Mercado de control como alternativa a la política industrial

Las políticas de las Administraciones Públicas españolas respecto a las crisis empresariales han tenido consecuencias diferentes, pero en general favorables, para los equipos directivos en el poder. Las vías principales de actuación, en buena medida superpuestas, han sido el establecimiento de barreras a la entrada de productos extranjeros, la nacionalización de empresas o grupos de empresas, los planes de

reconversión aplicados a todo un sector industrial, y la transformación de empresas privadas en cooperativas.²⁵

Ultimamente, el Estado ha venido utilizando, sobre todo, mecanismos indirectos de reestructuración. Comparadas con las operaciones del mercado de control, estas políticas disfrutan de una ventaja: a su través, el Estado asume los costes de despido y subsana la rigidez del mercado de trabajo. Desde este punto de vista, cabe distinguir dos tipos de actuaciones, si bien ambas se mueven dentro de un espacio continuo, del que constituyen situaciones extremas: (a) los planes de reconversión, dirigidos a sectores enteros de actividad que se encuentran en crisis por la imposibilidad de reducir sus plantillas o salarios; y (b) aquellas soluciones ocasionales prestadas a empresas que entran en crisis por su incapacidad para competir. En el primer caso, la actuación del Estado tiene cierta lógica económica, aunque sólo sea para corregir los perjuicios que provocan sus actuaciones previas, y con alguna probabilidad de que ayude a restaurar un equilibrio próximo al de mercado. En el segundo, por el contrario, constituye una intervención puramente política, que ha de ser evaluada como tal.

Además de gozar de esta ventaja en el terreno laboral, la política del Estado perjudica indirectamente la actuación del mercado de control, y, en general, la continuidad de las empresas en crisis, al crear expectativas de intervención y subsiguiente mantenimiento del empleo y los salarios. Tales expectativas dificultan las negociaciones salariales a la baja, que son a veces imprescindibles para la supervivencia de la empresa. Es ése el caso cuando ésta pierde el dominio del mercado, a causa de la desregulación o la pérdida de otras ventajas competitivas, dominio que, previamente, había permitido a los empleados percibir salarios superiores a su coste de oportunidad y apropiar parte de las rentas de monopolio.

Cabe pensar en el mercado de control y en la reconversión industrial dirigida por el Estado como dos aproximaciones alternativas para adaptar las estructuras productivas a las modificaciones del entorno. En cierta medida, se plantea una disyuntiva entre planificación y mercado, con la salvedad de que los objetos de discusión no son productos, sino empresas. Es necesario decidir si se permite el mercado o, por el contrario, se reincide en políticas intervencionistas. En esta discusión, sobre si las empresas han de ser o no sustraídas a su tratamiento como mercancía, no han de olvidarse los intereses en juego. Con frecuencia, tras la animadversión que suscitan las operaciones del mercado de control, se esconden los intereses de quienes resultan favorecidos por decisiones administradas o políticas respecto a esos bienes escasos que son las empresas.

7. Conclusiones

La sociedad anónima permite, en su máximo desarrollo, que los accionistas asuman el riesgo y los directivos se ocupen sólo de la gestión. Esta división de funciones proporciona diversas ventajas; entre ellas: ilimitada capacidad financiera, diversificación de riesgos, optinidad de las decisiones de inversión, y eficiente producción y uso de la información. En contrapartida, el que los decisores no sean propietarios origina un conflicto de intereses entre ambas partes, ocasionando costes de contratación o agencia que dificultan dicha separación de funciones.

La actividad del "mercado de control societario", en el que los equipos directivos compiten por el control de las sociedades anónimas, reduce este conflicto de intereses, y favorece la especialización de funciones en todas las sociedades, al amenazar la continuidad de los equipos directivos que no maximicen el valor de su empresa. Coherentemente, la evidencia empírica muestra que los cambios en el control provocan incrementos sustanciales en el valor de las acciones.

²⁵ Véase Arruñada (1990, pp. 333-334).

En España, apenas ha existido competencia externa por el control. Ello se ha debido a que la especialización de funciones entre directivos y accionistas ha sido innecesaria o inviable: innecesaria fuera del sector protegido por el Estado, donde las empresas no separan propiedad y control; e inviable en el sector protegido.

Esta imposibilidad dentro del ámbito con elevada protección estatal es consecuencia de regulaciones restrictivas, tanto ajenas al mercado de control como propias del mismo, que han impedido la competencia externa por el control de las grandes sociedades anónimas. Dos regulaciones recientes representan papeles importantes, limitando adicionalmente el desarrollo del mercado de control: la garantía de los depósitos bancarios y la regulación específica del mercado de control. El cobro por el Fondo de Garantía de Depósitos de primas independientes del riesgo y la capitalización efectiva posibilita la defensa del control mediante participaciones recíprocas y operaciones de autocartera que reducen el capital de los bancos, ya que la garantía estatal evita que el coste del pasivo aumente al hacerlo el riesgo. Por su parte, la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores y la divulgación obligatoria de participaciones accionarias favorecen la defensa de los directivos instalados en el poder, elevando los costes y restringiendo la actividad de quienes podrían competir con ellos.

La especialización de propiedad y control sólo ha sido alcanzada por empresas protegidas por el Estado para paliar las consecuencias negativas impuestas en última instancia por la imposibilidad de controlar el conflicto de intereses entre accionistas y directivos. En la práctica, ello se ha traducido en la formación de conglomerados industriales encabezados por las principales entidades bancarias. Las barreras a la entrada en el negocio bancario, junto con el intervencionismo generalizado de la economía, han facilitado el control de estos grupos bancarios por un oligopolio de equipos directivos, cuyo comportamiento se regía por un "pacto de caballeros".

El crecimiento de las empresas independientes de los núcleos financieros se ha visto limitado por la mencionada restricción contractual. Estas empresas han utilizado formas organizativas subóptimas, manteniendo unidos control y propiedad, lo que ha frenado su desarrollo, y las ha condenado a operar con una dimensión no competitiva, con escasa o nula contratación en bolsa, y a llevar a cabo políticas conservadoras de inversión.

En el pasado, la reserva de los mercados de productos permitía sobrevivir a empresas nacionales ineficientes. Consiguientemente, se podían emplear formas organizativas poco desarrolladas, sin separar el control y la propiedad, o mantener una escasa competencia por el control de las grandes empresas en que sí se separaban ambas funciones. Las transformaciones de la economía española en los últimos años, sobre todo tras la integración en la CEE, han trastocado la situación, forzando cambios en las pautas de control, y desencadenando la irrupción de inversores y empresarios extranjeros.

En las empresas con separación de propiedad y control, y, en particular, en los grupos bancarios, han podido detectarse dos tendencias coherentes con el argumento. Por un lado, se han planteado desde el exterior buen número de batallas por el control de sociedades y grupos bancarios. Por otro, ha aumentado el control por parte de la propiedad, como consecuencia de varios fenómenos: la entrada de un mayor número de accionistas en los consejos de administración; y una hipotética y difícilmente cuantificable concentración de la propiedad, relacionada con la aparición de nuevos especialistas financieros y el afianzamiento de la posición accionaria de los bancos en sus filiales.

Los movimientos en las empresas sin separación entre propiedad y control varían con los cambios en la estructura competitiva del mercado de productos. En la medida en que aumenta la competencia —anteriormente restringida—, estas empresas tienen dificultades para mantener su anterior estructura organizativa. Para romper las limitaciones a su crecimiento y ganar economías de escala, deben convertirse en sociedades anónimas con separación plena de propiedad y control. La solución más inmediata consiste en vender sus activos a empresas dotadas de un control efectivo de sus administradores por la propiedad; especialmente empresas extranjeras, las cuales cuentan como ventaja adicional con su mayor experiencia en mercados internacionales. Alternativamente, pueden intentar

una estrategia de crecimiento, manteniendo su independencia. Ello requiere la separación de propiedad y control, con la contratación en bolsa de la mayoría de las acciones. Esta alteración de la estructura de propiedad ha sido, en general, tradicionalmente inviable, por la imposibilidad de controlar a los directivos.

La respuesta regulatoria a los cambios ocurridos en los años ochenta ha sido ambivalente. Por un lado, en el propio terreno del mercado de control, se ha proporcionado un campo de juego aún menos adecuado que el preexistente, reduciendo la competencia por el control. No obstante, este efecto negativo puede ser contrarrestado por desregulaciones que actúan en sentido opuesto. En especial, la liberalización de los mercados financieros —crédito y valores— y de trabajo, así como la previsible equiparación a nuestro entorno del tratamiento fiscal de las plusvalías bursátiles, pueden facilitar sustancialmente las operaciones de control, compensando el incremento de costes que sobre ellas impone su regulación específica. De su realización depende el que la empresa española llegue a alcanzar la dimensión y eficiencia necesarias para competir en mercados globales.

Referencias

- ARRUÑADA, B., "Market vs. Regulation in the Market for Corporate Control: Interactions Between Takeovers and Industrial Policy in Spain", Harvard Law School Program in Law and Economics, *Discussion Paper Series*, n.º 66, 12/89, Cambridge, Mass., 1989.
- ARRUÑADA, B., "Un análisis económico de la regulación de la sociedad anónima en España", *Anales de Estudios Económicos y Empresariales*, n.º 3, 1988, pp. 191-224.
- ARRUÑADA, B., *Control y regulación de la sociedad anónima*, Alianza, Madrid, 1990.
- ASQUITH, P. y E. H. KIM, "The Impact of Merger Bids on the Participating Firm's Security Holders", *Journal of Finance*, Vol. 37, n.º 5, diciembre, 1982, pp. 1209-1228.
- AUERBACH, A. J. y D. REISHUS, "The Effects of Taxation on the Merger Decision", en A. J. AUERBACH (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, The University of Chicago Press, Chicago, 1988b, pp. 157-183.
- AUERBACH, A. J. y D. REISHUS, "The Impact of Taxation on Mergers and Acquisitions", en A. J. AUERBACH (ed.), *Mergers and Acquisitions*, The University of Chicago Press, Chicago, 1988a, pp. 69-85.
- BHAGAT, S., J. BRICKLEY, y U. LOWENSTEIN, "The Pricing Effects of Inter-Firm Cash Tender Offers", *Journal of Finance*, Vol. 42, 1987, pp. 965-986.
- BRADLEY, M., A. DESAI y E. H. KIM, "Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and their Division between the Stockholders of Target and Acquiring Firms", *Journal of Financial Economics*, Vol. 21, 1988, pp. 3-40.
- BROWN, C., y J. L. MEDOFF, "The Impact of Firm Acquisitions on Labor", en A. J. AUERBACH (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, The University of Chicago Press, Chicago, 1988, pp. 9-25.
- COMMENT, R. y G. A. JARRELL, "Two-Tier and Negotiated Tender Offers: The Imprisonment of the Free-riding Shareholder", *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, 1987, pp. 283-310.
- DANN, L. Y. y H. DeANGELO, "Standstill Agreements, Privately Negotiated Stock Repurchases, and the Market for Corporate Control", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 1983, pp. 275-300.
- DANN, L. Y., "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, 1981, pp. 113-138.
- DeANGELO, H., L. DeANGELO y E. M. RICE, "Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth", *Journal of Law and Economics*, Vol. 27, octubre, 1984, pp. 367-401.
- DENNIS, D. K., y J. J. McCONNELL, "Corporate Mergers and Security Returns", *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, 1986, pp. 143-187.
- DIRECTIVA del Consejo de 12 de diciembre de 1988 sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa, *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 88/627/CEE, n.º L 348, 17 de diciembre, 1988.
- DIRECTIVA del Consejo de 14 de febrero de 1977 sobre la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas al mantenimiento de los derechos de los trabajadores en caso de traspaso de empresas, de centros de actividad o de partes de centros de actividad, *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, 77/187/CEE, n.º L 61, 5 de marzo, 1977.
- ECKBO, B. E., "Horizontal Mergers, Collusion, and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 1983, pp. 241-273.
- ECKBO, B. E., "Mergers and the Market Concentration Doctrine: Evidence from the Capital Market", *Journal of Business*, Vol. 58, n.º 3, 1985, pp. 325-349.

- ECKBO, B. E., y H. LANGOHR, "Information Disclosure, Method of Payment, and Takeover Premiums: Public and Private Tender Offers in France", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, 1989, pp. 363-403.
- ECKBO, B. E., y P. WIER, "Antimerger Policy under the Hart-Scott-Rodino Act: A Re-examination of the Market Power Hypothesis", *Journal of Law and Economics*, Vol. 28, abril, 1985, pp. 119-149.
- FAMA, E. F. y M. C. JENSEN, "Agency Problems and Residual Claims", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, junio, 1983a, pp. 327-349.
- FAMA, E. F. y M. C. JENSEN, "Organizational Forms and Investment Decisions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 1985, pp. 101-119.
- FAMA, E. F. y M. C. JENSEN, "Separation of Ownership and Control", *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, junio, 1983b, pp. 301-325.
- FISCHEL, D. R., "Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of Cash Tender Offers", *Texas Law Review*, Vol. 57, n.º 1, 1978, pp. 1-46.
- FRANKS, J. R., y R. S. HARRIS, "Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The U.K. Experience 1955-1985", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, 1989, pp. 225-249.
- HOLDERNESS, C. G. y D. P. SHEEHAN, "Why Corporate Raiders Are Good News for Stockholders", *Midland Corporate Finance Journal*, Vol. 3, n.º 2, verano, 1985, pp. 6-19.
- JARRELL, G. A. y A. B. POULSEN, "Dual Class Recapitalizations as Antitakeover Mechanisms: The Recent Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 129-152.
- JARRELL, G. A. y A. B. POULSEN, "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980", *Journal of Financial Economics*, Vol. 19, 1987, pp. 127-168.
- JARRELL, G. A. y M. BRADLEY, "The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers", *Journal of Law and Economics*, Vol. 23, octubre, 1980, pp. 371-407.
- JENSEN, M. C. y R. S. RUBACK, "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 1983, pp. 5-50.
- JENSEN, M. C., "Eclipse of the Public Corporation", *Harvard Business Review*, Septiembre-Octubre, 1989, pp. 61-74.
- JENSEN, M. C., "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, invierno, 1988, pp. 21-48.
- JENSEN, M. C., S. KAPLAN, y L. STIGLIN, "Effects of LBOs on Tax Revenues of the U. S. Treasury", *Tax Notes*, Vol. 42, 6 de febrero, 1989, pp. 727-733.
- KAPLAN, S., "Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value", *Journal of Finance*, Vol. 44, n.º 3, julio, 1989a, pp. 611-632.
- KAPLAN, S., "The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value", *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, 1989b, pp. 217-254.
- LEHN, K., y A. POULSEN, "Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions", *Journal of Finance*, Vol. 44, n.º 3, julio, 1989, pp. 771-787.
- LEHN, K., y A. POULSEN, "Leveraged Buyouts: Wealth Created or Wealth Redistributed", en M. WEIDEMABUM y H. CHILTON (eds.), *Public Policy Towards Corporate Takeovers*, Transaction Publishers, New Brunswick, NJ, 1988.
- LEY 8/1980, de 10 de marzo, del Estatuto de los trabajadores, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 64, 14 de marzo, 1980.
- LEY 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 181, 29 de julio, 1988.

- LEY 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 182, 30 de julio, 1988.
- LEY 76/1980, de 26 de diciembre, sobre régimen fiscal de las fusiones de empresas, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 9, 10 de enero, 1981.
- MALATESTA, P. H. y R. A. WALKLING, "Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 347-376.
- MARAIS, L., K. SCHIPPER, y A. SMITH, "Wealth Effects of Going Private for Senior Securities", *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, n.º 1, 1989, pp. 155-191.
- MIKKELSON, W. H. y R. S. RUBACK, "An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process", *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, 1985, pp. 523-553.
- MYERS, S., "Determinants of Corporate Borrowing", *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, 1977, pp. 147-175.
- POTERBA, J. M., "Comment", en A. J. AUERBACH (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, The University of Chicago Press, Chicago, 1988, pp. 183-187.
- PROPUESTA de Decimotercera Directiva del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición, *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*, COM(88) 823 final", n.º C 64, 14 de marzo, 1989.
- REAL DECRETO 279/1984, de 25 de enero, por el que se deroga el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, y se establece una nueva regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 40, 16 de febrero, 1984.
- REAL DECRETO LEGISLATIVO 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, *Boletín Oficial del Estado*, n.º 310, 27 de diciembre, 1989.
- RYNGAERT, M., "The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, pp. 377-417.
- SCHWARTZ, P., *Empresa y libertad*, Unión Editorial, Madrid, 1981.
- SHLEIFER, A. y L. H. SUMMERS, "Breach of Trust in Hostile Takeovers", en A. J. AUERBACH (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, The University of Chicago Press, Chicago, 1988, pp. 33-56.
- SOLTWEDEL, R., "Employment Problems in West Germany - The Role of Institutions, Labor Law, and Government Intervention", *Provisional Paper*, Carnegie-Rochester Conference, Rochester, N.Y., 24-25 de abril, 1987.
- STILLMAN, R., "Examining Antitrust Policy Towards Horizontal Mergers", *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, 1983, pp. 225-240.
- ZURITA, J., "La oferta pública de adquisición. Génesis, alcance, contenido y problemas de la normativa vigente", *Papeles de Economía Española*, n.º 36, 1988, pp. 113-139.