

El Mercado de Control Empresarial: Una Doble Perspectiva

M^a Belen Lozano Garcia

(Facultad de Economía y Empresa - Universidad de Salamanca, beloga@usal.es)

Resumo

El presente artículo reflexiona acerca de las tomas de control de empresas desde dos puntos de vista. De una parte, desde un enfoque gerencial, como una manifestación clara de los intereses directivos. De otra parte, nos referimos a las principales líneas de actuación en la reducción del conflicto de agencia destacando, entre ellas, la actuación eficiente de las tomas de control empresariales. En este sentido, las fusiones pueden ser, más que una solución, una manifestación de los problemas de agencia. En consecuencia, destacamos la doble vertiente de las tomas de control empresarial como solución frente a creación de los costes de agencia.

Palabras clave: mercado de control corporativo, teoría de la agencia.

En el ámbito del mercado de control empresarial se analizan, por una parte, los motivos de la realización de las operaciones que se desarrollan en el mismo y los beneficios que ello supone. Pero también se estudian las operaciones de tomas de control de empresas desde la perspectiva que nos proporciona la teoría de la agencia y los conflictos de intereses existentes entre los agentes empresariales. En concreto, desde la diferencia de intereses que pueden existir entre los accionistas y los directivos en la empresa, analizaremos el papel que juega el mercado de control corporativo en este contexto.

Para ello, nos centraremos primeramente en los aspectos básicos relacionados con el mercado de control empresarial y, en segundo lugar, analizaremos las nuevas perspectivas que nos ofrece la teoría financiera de manera que, desde este punto de vista, podamos defender el doble enfoque del mercado de control empresarial al que aludimos en el título.

No cabe duda de la gran proliferación de fusiones empresariales a la que atendemos en la actualidad. Sin embargo, cuando estudiamos el mercado de control empresarial, no nos referimos sólo a los cambios de control que se producen por fusiones. Se puede modificar también el control de los accionistas de la empresa a través de los mecanismos de OPA (Oferta Pública de Adquisición) o, simplemente, por la colocación o venta en los mercados de capitales de la posición de control.

Analizaremos, por consiguiente, el mercado de control en un sentido amplio y sin distinguir entre las diferentes operaciones que se desarrollan en su seno. Por eso, utilizamos el término *toma de control* y hablamos indistintamente tanto de las fusiones como de las OPA. Obsérvese que, aunque la operativa es diferente, en ambas se producen cambios sustanciales en la empresa objetivo. En la fusión ésta desaparece o se adapta a la nueva cultura de la oferente. En la OPA, se cede el control de la empresa objetivo. Incluso aunque la oferta fracase, es posible que se modifique la estrategia de la empresa objetivo en orden a mejorar su gestión.

Emprender una toma de control empresarial no es sino llevar a cabo operaciones de inversión en crecimiento externo (frente a una operación de crecimiento interno). Si partimos de la ley de la conservación del valor, observamos que sólo tiene sentido emprender estas operaciones si se crea riqueza en la empresa, es decir, si se rompe el principio de aditividad del valor, de manera que

$$V_a + V_b < V_{ab}$$

Por tanto, es necesario considerar las sinergias que se obtienen en el proceso, sin olvidar naturalmente los costes en los que se incurre. Señalemos, a continuación, las principales sinergias, beneficios o las motivaciones por los que se justifica una operación en el mercado de control:

En primer lugar, se puede emprender una operación en el mercado de control porque con ella se obtienen sinergias operativas (por ejemplo, se obtienen economías de escala, empleando los mismos costes fijos independientemente del nivel de producción). Las oportunidades para la consecución de economías de escala son aplicables a los costes de I+D, los costes logísticos o la actividad de marketing y publicidad. También se pueden obtener economías de alcance o complementariedad de recursos de una empresa a otra. Esto sucede, por ejemplo, cuando la empresa oferente necesita de lo que produce la empresa objetivo.

Las sinergias de tipo financiero son las que provienen de transacciones financieras que no se consiguen por ninguna transacción de inversores particulares en el mercado (por ejemplo, las transacciones inter-empresas). También se arguye como

sinergia financiera la utilización eficiente de la liquidez que genera la empresa compradora, o la utilización de fondos que le sobran a la empresa objetivo.

El efecto que produce la diversificación puede ser otro motivo de toma de control en la empresa. Al hacer actividades no relacionadas entre sí, se reduce el coste de quiebra. Se argumenta que cualquier inversor lo puede hacer igual en el mercado, pero, en cambio, esa reducción de riesgo también puede reducir al coste medio de su deuda o aumentar el nivel de endeudamiento.

Por su parte, la sinergia de poder de mercado, busca incrementos de los precios y rentas de monopolio, sobre todo, en el caso de fusiones horizontales. El incremento en el poder de mercado depende fundamentalmente de la permisividad de la legislación vigente y del grado de eficacia de las autoridades al aplicar la legislación.

Las sinergias o las razones fiscales que mueven a la concentración empresarial responden al deseo de disminuir el pago de los impuestos u obtener beneficios fiscales. Por ejemplo, a través de exenciones tributarias en incrementos de patrimonio, de las condiciones fiscales que tenga la pareja o de la compensación de pérdidas con beneficios.

La consecución de nuevas competencias y habilidades es otro de los aspectos fundamentales que se encuentra en el sustrato de las operaciones de adquisición. Se trata, por tanto, de identificar las ventajas competitivas a desarrollar, y que no son accesibles mediante otra forma alternativa que no sea fusión.

Por último, hemos de considerar brevemente los efectos que produce una toma de control empresarial para las empresas involucradas en el proceso. Las tomas de control que obtienen éxito se constituyen como una estrategia doblemente ganadora, tanto para el que adquiere como para el adquirido. Para la empresa adquirente, las fusiones y adquisiciones son una fórmula rápida de obtener capacidades irrenunciables para la apertura de nuevos mercados, la ampliación de la oferta de servicios, etc. Por su parte, la compañía adquirida puede obtener grandes ventajas, como son una dimensión global, el apoyo de un grupo mayor con recursos superiores, etc...

En los estudios empíricos realizados hasta el momento, los principales beneficiados son los accionistas de la empresa objetivo. Los adquirentes, en cambio, ni ganan ni pierden en el proceso y los resultados son mucho menos significativos.

Una vez que hemos visto unas pinceladas acerca del mercado de control empresarial, vamos a ocuparnos de un tema fundamental en finanzas que se estudia desde la perspectiva de la teoría de la agencia, y que consiste en analizar la diferencia de intereses que existe entre dos agentes de suma importancia en la empresa: los accionistas y los directivos.

El estudio de los problemas de agencia viene enmarcado en un contexto en el que se hace imprescindible la comprensión y el análisis del fenómeno de la separación de la propiedad y el control. Según el enfoque clásico de la empresa, el empresario es el encargado de la organización de la producción y también asume los riesgos derivados del entorno, es decir, no se observa una clara especialización de funciones.

La separación propiedad-control, en cambio, propicia la aparición de un nuevo agente en la empresa que detenta el control de los recursos empresariales y que posee un gran peso en la fijación de los objetivos de la empresa. Este es el directivo profesional. Ello conduce a la separación de los agentes que soportan el riesgo y que poseen los derechos residuales, de aquellos que se ocupan de las funciones directivas.

Dicha separación se justifica debido a los beneficios de la especialización de estas dos funciones. En efecto, con la amplia dispersión de la propiedad de la empresa

actual y por mera cuestión operativa, no es posible confiar la dirección de las operaciones empresariales a un número tan elevado de individuos puesto que cualquier intento de organización o de acuerdo será prácticamente inviable. Además, el pequeño inversor carece de los conocimientos y de la experiencia necesaria para la realización de las funciones directivas pues es ajeno a las tareas de dirección.

Fruto de la separación propiedad-control aparece la divergencia de objetivos entre los agentes ya que los directivos y los accionistas internos poseen información privilegiada de la cual no disfruta el simple accionista aportante de capital. El análisis de los objetivos y políticas en los que se basan tanto el equipo directivo de una empresa como su accionariado, puede implicar serias discrepancias que se traducen en costes de agencia y que pueden contribuir negativamente a la valoración de la empresa en el mercado.

La actuación del directivo y la eficiencia de sus decisiones se han venido estudiadas tradicionalmente bajo el supuesto de que el accionista ejerce un alto control sobre la dirección aunque compatible con la necesaria autonomía de acción. Sin embargo, para ciertos accionistas, ejercitar ese control puede suponerles un coste de oportunidad grande ya que su interés por participar en la financiación de la empresa reside únicamente en el atractivo de la inversión.

Si a este coste se le añade la responsabilidad limitada que posee el accionista respondiendo únicamente con el valor de su participación, puede surgir un deseo por parte de los accionistas de comportarse como free-riders, lo que traerá como consecuencia su desinterés por llevar a cabo el control. Asimismo la elevada dispersión del capital puede agudizar el hecho de que los propietarios no tengan suficiente incentivo para dedicar recursos sustanciales necesarios para controlar el comportamiento directivo.

Cuando los intereses de los accionistas y los directivos entran en conflicto, es cuando surgen los costes de agencia que, en el contexto del mercado de control, se manifestarían mediante los problemas que veremos a continuación.

En primer lugar, la dirección puede perseguir otros objetivos distintos a los de los accionistas, y puede poner menos empeño en su trabajo de lo que el accionista espera de él. En el fondo esto sucede porque el directivo pone más empeño en realizar actividades dirigidas a incrementar el tamaño empresarial, los beneficios, su prestigio, sus contactos personales, etc.

Este hecho unido al alto grado de libertad que poseen los directivos en la formulación de la política de gestión de la empresa, conduce a que sus objetivos muchas veces se vean guiados por el crecimiento empresarial, concretamente por operaciones de crecimiento externo, como una fusión o una toma de control.

Otro aspecto primordial que enfrenta a la dirección con los propietarios es el uso que hace la gerencia del *cash flow* libre generado en la empresa. El problema se debe a que la dirección está incentivada a emplear inadecuadamente los activos de la empresa. De esta manera, el conflicto entre accionistas y directivos da lugar a un problema de sobreinversión, enfatizado por Jensen 1986 con su teoría del *cash flow* libre. Según ésta el conflicto entre accionistas y directivos surge cuando la empresa genera una cantidad sustancial de *cash flow* superior al necesitado para financiar todos los proyectos de inversión con valor capital positivo.

Este es el caldo de cultivo que conduce en ocasiones a emprender procesos de crecimiento como fusiones en las que la tendencia de los altos directivos es la de invertir el *cash flow* libre en procesos de diversificación, en inversiones específicas, en expansión y, en definitiva, en su afán de crecimiento.

Un tercer conflicto que se plantea entre el accionista y el directivo es el de la miopía directiva, debido a que ambos agentes empresariales poseen diferentes horizontes temporales de actuación. El accionista tiene un concepto, respecto a la generación

de *cash flow* en la empresa, mucho más enfocado al largo plazo que la gerencia (ésta está guiada por el plazo temporal de su mandato). De ahí que el directivo prefiera emprender proyectos cuyo coste sea reducido y cuyos beneficios se realicen lo antes posible, frente a inversiones más costosas y beneficiosas en un largo plazo.

Por ello, el ímpetu de la fusión y la rapidez que conlleva el desarrollo de las inversiones en crecimiento externo frente a las de crecimiento interno, causa en los directivos un comportamiento miope en el sentido de que sacrifican los beneficios a largo plazo para incrementar los del corto plazo.

Un cuarto factor que agudiza la diferente concepción de objetivos que tienen los accionistas y los directivos es la distinta asunción del riesgo que poseen ambos agentes y, por tanto, el deseo o no de emprender fusiones bajo determinadas hipótesis.

La gerencia tiene muy en cuenta esta consideración del riesgo de la empresa porque verá directamente reflejado en él sus intereses. El accionista, en cambio, independientemente de su propensión al riesgo, deseará siempre emprender proyectos más arriesgados que los que desearían los directivos porque ellos pueden diversificar a través de su propia cartera.

En este contexto, el directivo puede, por ejemplo, diversificar la cartera de negocios de la empresa con procesos de fusión y reducir así el riesgo total aún en el caso de que ello no reporte ningún beneficio para los propietarios. Es por ello que a veces las tomas de control motivadas por procesos de diversificación no se basan en la búsqueda de una mayor eficiencia, sino en los intereses de los directivos.

En estrecha relación con el riesgo asumido por la gerencia, está el tema de la seguridad del directivo en su puesto de trabajo. El directivo, muchas veces, en lugar de tomar las decisiones óptimas para la empresa con base en la información de que dispone, se comporta, ante el temor de ser sustituido, en "manada", de manera que toma las decisiones que la mayoría de los directivos están llevando a cabo.

Por otra parte, los directivos también comenten errores de sobrevaloración respecto a las oportunidades de fusión debido al excesivo orgullo o presunción que depositan sobre ellas (valoran excesivamente la empresa objetivo). En concreto, se sugiere el caso en el que un oferente individual puede no aprender de sus errores y permanecer convencido de que la valoración estimada es correcta cuando ésta en realidad no lo es, con lo cual a posteriori los resultados no van a ser los esperados.

Pero además, en el ámbito de las tomas de control empresarial existe un aspecto de singular importancia que afecta directamente a los costes en que incurre la empresa: nos referimos a los costes que provienen de la adaptación de las empresas involucradas a una nueva cultura empresarial.

En resumen, vemos cómo la fusión constituye una forma de crecimiento rápida que facilita la obtención de los objetivos directivos tales como tamaño, compensación, prestigio, etc. De este modo, el primer enfoque del mercado de control al que nos referíamos, sostiene que una operación de toma de control puede estar guiada por motivaciones directivas que pueden contribuir a agudizar el problema de agencia en aspectos relacionados con la actuación directiva, el empleo del *cash flow* libre, el riesgo, la miopía, sobrevaloración, cultura empresarial, etc.

Estos problemas que hemos identificado en la relación accionista-directivo originan unos costes de agencia que en última instancia los soporta el accionista. Por lo tanto, son éstos últimos los que deben de tomar las medidas necesarias para reducir dichos conflictos de agencia.

Para hacer frente a este cometido, la empresa dispone de diversos mecanismos de control interno que se instrumentan o se deciden desde dentro de la misma. Pero

también existen otros mecanismos que ejercen una función supervisora en la empresa, como sucede con el mercado de control empresarial, en donde el control proviene del exterior. He aquí, el segundo enfoque al que hacíamos referencia. Nos detendremos, en consecuencia, en el análisis del papel que juega el mercado de control en este contexto.

El mercado de control proporciona a los inversores una oportunidad de conseguir parte de los beneficios procedentes de la reorganización de sus activos. Se trata, por consiguiente, de un mercado que protege al accionista y que surge cuando otros mecanismos de control empresarial son lentos o han desaparecido. De esta manera, la amenaza de una toma de control proporciona a las empresas un telón de fondo que garantiza la eficiencia de los restantes mecanismos de control, ya que cuando esto no sucede, entraría el mercado de control a ejercer su labor de supervisión.

En el mercado de control los equipos directivos compiten por los derechos de dirigir los recursos de la organización. Los directivos tratan de hacerse con el control de la empresa objetivo. Así se explica el aumento de la probabilidad de una amenaza de fusión cuando los equipos son ineficientes, gracias a la existencia de un control externo.

Por lo tanto, cuando se emprende una toma de control eficiente, las motivaciones pueden provenir, o de un conjunto de factores asociados a la obtención de sinergias, o como forma de controlar los problemas de agencia asociados a la conducta directiva a través de un mecanismo externo. En este sentido, se argumenta que el motivo de realización de una toma de control (sinérgica o disciplinaria), determina su carácter (amistoso u hostil) de manera que las disciplinarias son a menudo hostiles y las tomas de poder sinérgicas tienden a ser amistosas.

El mercado de control societario supone un acicate para que los directivos gestionen de forma eficiente los recursos de los que disponen ya que de no hacerlo así, podrían ser objeto de una compra hostil. Este papel disciplinario de las fusiones implica un control directivo en la búsqueda de la alineación de los intereses de los gerentes con los intereses de los accionistas. Así, podemos decir que el mercado de control proporciona controles externos y además de forma gratuita. También podemos afirmar que es un mecanismo fundamental para conseguir una disminución de la discrecionalidad directiva.

Por otra parte, no debemos olvidar la estrecha relación que posee el mercado de control con el mercado de capitales. En efecto, los valores de mercado y su variabilidad informan sobre las implicaciones y consecuencias de las decisiones tomadas por los directivos.

Por ejemplo, es posible que la existencia de bajos niveles de cotización presione a los directivos en el sentido de cambiar sus preferencias y les anime a compartir las líneas de actuación con los intereses de los accionistas. O que una disminución en los valores de mercado de la empresa atraiga la atención de posibles oferentes que posean expectativas positivas acerca de la gestión de dicha compañía. También, gracias al mercado de valores, si a un propietario no le gusta el modo de gestión de su empresa, puede proceder a la venta de sus títulos.

Asimismo, el mercado de trabajo de los directivos y el mercado de control están íntimamente relacionados. Ambos se complementan especialmente cuando se emprenden procesos en los que además de variar la propiedad de la empresa, el desempeño de la dirección se pone en cuestión. En efecto, ambos mercados están interrelacionados pues uno puede ser causa y consecuencia del otro.

De una parte, si se decide emprender una toma de control, un motivo fundamental que justifica este proceso es, precisamente, la falta de una gestión eficiente de la

dirección, con lo cual es probable que, fruto de la nueva situación, la gerencia sea relevada.

De otra parte, si la gerencia es eficiente, una toma de control empresarial amplía las oportunidades de promoción y ascenso de los directivos más jóvenes ya que éstos no tendrán que competir entre sí por los puestos más altos en un mercado externo. Y si la gestión es deficiente en una empresa, el mercado de directivos entrará en juego, por ejemplo, a través de una toma de control empresarial (como mecanismo externo de control eficiente) cuando desde dentro de la empresa no se promueve el reemplazo directivo (como sucede en el caso de una actuación del consejo ineficiente).

Los estudios referentes a las tomas de control empresariales nos muestran una relación negativa entre el valor previo de la empresa objetivo y la rotación directiva subsiguiente tras la operación, de manera que los mercados de capitales premian de alguna manera la gestión eficiente corrigiendo la discrecionalidad directiva de la empresa objetivo. Además, se observa una relación negativa entre los resultados empresariales previos y la rotación directiva en períodos en los que existe un mercado de control activo y, en cambio, esto no sucede cuando el mercado de control está inactivo.

Por tanto, podemos decir que el mercado de control y la rotación directiva actúan ante ineficiencias previas en la gestión, de manera que los beneficios que tienen su origen en la instalación de nuevos directivos provienen de actuaciones de los oferentes que detectan e identifican la oportunidad de mejorar la gestión de la empresa objetivo.

De todo ello, podemos colegir que la actividad del mercado de control constituye un mecanismo eficiente para mitigar los costes de agencia que emergen en la relación accionista-directivo puesto que corrige las ineficiencias en la gestión empresarial. Además, la simple posibilidad de fusión puede, en determinados casos, ayudar a resolver el problema de agencia entre directivos y accionistas por la amenaza que supone sobre la dirección.

Por su parte, el desarrollo del mercado de control variará sustancialmente dependiendo del marco institucional en el que se encuentre inmersa la organización. En general existen diferencias significativas entre el modelo de concentración accionarial anglosajón y el continental europeo. En concreto, el modelo continental europeo difiere del modelo anglosajón en dos aspectos.

El primero se refiere a la existencia de dos modelos de estructura de propiedad bien diferenciados. De una parte, el modelo anglosajón donde la propiedad de las empresas es muy dispersa y de otra, el modelo continental europeo, donde las empresas tienen una alta concentración de la propiedad. En este último caso se encuentra España, en donde la concentración de la propiedad es muy elevada.

El segundo aspecto, relacionado con el mercado de control, distingue también entre dos modelos, uno en el que éste funciona activamente (países anglosajones), y otro, en el que el funcionamiento no es tan activo (países continentales). En España no existe un mercado de control activo, con lo cual los mecanismos de control son sobre todo internos.

Un tercer modelo es el de Japón, totalmente diferente a los anteriores, debido a la existencia de grandes redes *Keiretsu* de empresas en las que la financiación proviene fundamentalmente de los bancos o de las empresas pertenecientes al grupo. Esta estructura conduce a una elevada concentración de la propiedad y a una gran eficiencia del consejo de administración (que, además, como en Alemania, son independientes de la dirección), con lo cual el reducido control de los inversores externos hace difícil la actividad del mercado de control.

Así, las características del mercado de control Español (o Portugués) son totalmente diferentes a las del mercado anglosajón. El subdesarrollo del mercado de control en

España es evidente. Se debe a factores como la estructura de propiedad de las empresas cotizadas, a factores de tipo cultural, a la legislación de OPA (R.D. 1197/91), a las medidas estatutarias de protección o al régimen transitorio en empresas privatizadas, tales como las medidas de *golden share*.

En efecto, es clara la tradicional "no hostilidad" del mercado de control. Las OPA hostiles gozan de muy mala reputación entre la opinión pública y sin embargo, sin ellas, se priva al accionista de un mecanismo de control sobre los gestores de la empresa. Por otra parte, los pactos son claros en el mercado español. Así, por ejemplo, es evidente el elevado número de OPA que ha sido precedido de tenencia previa de participación significativa.

A pesar de que tanto en el mercado español como en el anglosajón existen blindajes, la regulación de OPA se inclina claramente hacia el tipo de oferta amistosa (España) u hostil (mercado anglosajón). Además, en España la OPA tiene en general carácter obligatorio y parcial. Esto no es sino un estado intermedio entre la OPA voluntaria propia de EE.UU. y la OPA obligatoria al 100% del Reino Unido.

En definitiva, hemos analizado, en primer lugar, las tomas de control desde un enfoque gerencial, como una manifestación clara de los intereses directivos. La intención directiva de enfocar sus esfuerzos hacia su propio beneficio personal, la relajación de funciones del personal directivo, la búsqueda insistente del aumento de poder y otras muchas situaciones, constituyen una actitud por parte de la dirección, opuesta, en la generalidad de los casos, a los intereses de los accionistas, que pueden conducir a la realización de tomas de control ineficientes.

Pero en nuestra exposición también nos hemos referido a las principales líneas de actuación en la reducción del conflicto de agencia y, entre ellas, hemos analizado una segunda vertiente de las tomas de control empresariales. Aunque naturalmente existen explicaciones que justifican la existencia de diversos factores (operativos, financieros, fiscales...) de suma importancia que pueden afectar a la realización de una fusión empresarial, desde el momento en que la toma de control empresarial puede contribuir a mejorar la eficiencia directiva, la disminución de los costes de agencia se impone como un concepto que puede explicar la realización de una fusión.

En consecuencia, es necesario destacar la doble vertiente de las tomas de control empresarial como solución frente a creación de los costes de agencia.

Por una parte, dado que las inversiones en crecimiento externo que realizan los directivos van dirigidas principalmente a satisfacer sus objetivos, los problemas de agencia no están resueltos. En este sentido, las fusiones pueden ser, más que una solución, una manifestación de los problemas de agencia.

En cambio, la teoría de la agencia sugiere que la actividad de fusiones constituye un mecanismo para tratar los problemas de agencia y que la simple posibilidad de fusión puede, en determinados casos, ayudar a resolver el problema de agencia entre directivos y accionistas. Por ello, la realización eficiente de una toma de control puede venir de dos vías: de la eliminación de los costes de agencia procedentes de la gestión anterior o de la existencia de posibles sinergias con la empresa objetivo.

Asimismo, hemos destacado cómo el mercado de control para las empresas puede actuar en grado más o menos activo y maximizar en mayor o menor grado el valor de la empresa. Todo ello depende del marco institucional de cada país, de manera que las características en la regulación de las tomas de control serán determinantes de cara a la obtención de consecuencias relevantes. Así, por ejemplo, el mercado español difiere claramente del anglosajón, como se ha observado en relación con las medidas defensivas y la regulación de las tomas de control. De este modo, la regulación de cada país juega un papel fundamental exigiendo el cumplimiento de

las obligaciones legales mínimas necesarias y la divulgación de toda información relativa a operaciones de tomas de control.

Observação do Editor: Com a edição da Revista Estudos do ISCA, agora no novo formato online, também designado **e-isca.ua**, foi decidido manter a aceitação dos artigos aceites pela anterior direcção, pelo que estes artigos podem não respeitar, no seu todo, as normas agora propostas aos autores.