

## Mercado de control corporativo: dos modelos a examen. España vs Irlanda

Nuria Alcalde Fradejas<sup>1</sup>

Fecha de recepción: 13 de abril 2021 / fecha de aceptación: 7 de noviembre 2021

**Resumen.** En el presente trabajo se realiza un estudio comparativo de las operaciones de fusión y adquisición sobre empresas cotizadas en dos países, España e Irlanda, pertenecientes a sendos modelos de gobierno corporativo existentes en Europa. El análisis realizado a partir de la información correspondiente a las operaciones anunciadas durante el periodo 1993-2016, revela una mayor actividad e internacionalización del mercado de control irlandés, una mayor importancia de las tomas de control minoritario en España, mayores primas pagadas a los accionistas en Irlanda y diferencias entre el perfil de las empresas adquiridas en ambos países. Estas diferencias no parecen haberse visto suavizadas en el tiempo como consecuencia del mayor proceso de integración económica y armonización legislativa en la Unión Europea.

**Palabras clave:** Fusiones y adquisiciones, gobierno corporativo, Europa

### [en] The market for corporate control: two models under review. Spain vs Ireland

**Abstract.** In this paper, we present a comparative study of merger and acquisitions of listed companies in two countries, Spain and Ireland, representatives of the two different corporate governance models that coexist in Europe. The analysis carried out using the information on deals announced during the 1993-2016 period, reveals greater activity and internationalization of the Irish market for corporate control, a greater importance of minority acquisitions in Spain, higher premiums paid to shareholders in Ireland, and differences between the profiles of the companies acquired in both countries. These differences do not seem to have been reduced over time as a consequence of the greater process of economic integration and legislative harmonization in the European Union.

**Keywords:** Mergers and acquisitions, corporate governance, Europe

**Sumario.** 1. Introducción. 2. Modelos de gobierno corporativo anglosajón y europeo continental. 3. Análisis empírico. 3.1. Actividad de M&A y características de las operaciones. 3.2. Rentabilidad para los accionistas. 3.3. Características de las empresas objetivo y motivos disciplinarios de las tomas de control. 4. Conclusiones. 5. Bibliografía. Agradecimientos.

**Cómo citar:** Alcalde Fradejas, N. (2020). Mercado de control corporativo: dos modelos a examen. España vs Irlanda, en *Papeles de Europa* 33(2), 69-77.

**JEL:** classifications: G34; N20

### 1. Introducción

El volumen de fusiones y adquisiciones empresariales (M&A) ha crecido de forma muy importante en el mundo durante las últimas décadas. Según datos del Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA), en 1990, se realizaron 10.814 operaciones con un valor de 540 billones de dólares. En 2019 el número de operaciones fue de 49.327, y su valor, 3.370 billones de dólares.

La creciente globalización de la economía, la necesaria reestructuración de muchos sectores y el desarrollo de los mercados de capitales son hechos que han contribuido de forma importante al crecimiento de las M&A a nivel mundial.

La frecuencia de estas operaciones no es, sin embargo, homogénea en todos los países, ni siquiera entre aquéllos de similar grado de desarrollo económico, y pertenecientes a un espacio común, como puede ser la Unión Europea. Ciertos elementos institucionales, como la legislación aplicable, la cultura empresarial o la filosofía de economía política contribuyen a explicar que la importancia de las M&A difiera entre países. Así, Rossi y Volpin (2004) observaron que el nivel de actividad en el mercado de M&A es significativamente mayor en países donde los estándares de información contable son más elevados y la legislación ofrece mayor protección a los pequeños accionistas, como

<sup>1</sup> Departamento de Dirección y Organización de Empresas. Facultad de Economía y Empresa. Universidad de Zaragoza.  
[nuria.alcalde@unizar.es](mailto:nuria.alcalde@unizar.es)

ocurre en los países anglosajones. Más recientemente, Drobetz y Momtaz (2020) indican que el entorno legal e institucional no solo afecta al volumen de M&A, sino a las características de las operaciones realizadas.

En cuanto a los motivos que conducen a la realización de las M&A, estos pueden ser muy diversos (Fernández y Ramírez, 2021), citándose entre ellos: el aprovechamiento de sinergias, el aumento de poder de mercado, la entrada en nuevos mercados o sectores de manera más rápida que a través del crecimiento interno, motivaciones fiscales, etc. Además, cuando se trata de empresas que cotizan en Bolsa, las M&A pueden desempeñar un papel disciplinario, corrigiendo ineficiencias en la gestión, ya que si una empresa no se gestiona de forma eficiente, la cotización de sus acciones disminuye en relación a las de otras empresas de la misma industria o del mercado, lo que provocará que equipos directivos de otras empresas decidan hacerse con su control (mediante una fusión o adquisición) para reconducir la empresa hacia una gestión adecuada. Se habla así del mercado para el control de empresas (término acuñado por Manne) (1965) para referirse a las M&A como mecanismo de control de la gestión directiva.

Aunque las motivaciones pueden ser muy diferentes en cada caso concreto e incluso presentarse varias de ellas conjuntamente, a nivel agregado también pueden existir diferencias entre países. Así, las M&A como mecanismo de control corporativo resultan más frecuentes en los países de origen anglosajón como EEUU, UK o Irlanda que en los países de Europa continental (Forcadell et al., 2020). Mientras que en estos últimos países el control de la gestión directiva es ejercido habitualmente por los grandes accionistas, en los países anglosajones, el control de la gestión recae en mayor medida en el mercado ya que es frecuente la ausencia de accionistas significativos en las grandes empresas.

Con objeto de comparar la importancia, características y diferente papel que las M&A de empresas pueden jugar en dos países pertenecientes a sendos entornos (anglosajón y europeo continental), en este trabajo se compara el mercado de M&A de empresas cotizadas en dos países escasamente analizados en la literatura, Irlanda y España, a lo largo de más de dos décadas (1993-2016). Utilizando información extraída de las bases de datos Securities Data Company y Datastream, se ha analizado, para cada uno de estos países, la evolución del número de operaciones durante el periodo analizado, sus principales características, los resultados obtenidos por los accionistas de las empresas implicadas y el perfil económico financiero de las empresas adquiridas.

El análisis realizado revela la existencia de diferencias significativas entre ambos países que no se han visto suavizadas o aminoradas como consecuencia del mayor proceso de integración económica y armonización legislativa en la Unión Europea.

## 2. Modelos de gobierno corporativo anglosajón y europeo continental

La Teoría Institucional permite entender las diferencias entre países en lo que a sus respectivos modelos económico-empresariales se refiere (Jackson and Deeg, 2019). En materia de gobierno corporativo, el entorno institucional define el marco que organiza la coexistencia de diferentes *stakeholders* dentro de la empresa (James and McGuire, 2016). Atendiendo a ello, en Europa conviven dos modelos de gobierno corporativo diferentes: el anglosajón (en UK e Irlanda) y el modelo continental europeo. El primero se caracteriza por la existencia de mercados de capitales eficientes y muy líquidos, con un elevado número de empresas cotizadas, estructura de propiedad dispersa de estas empresas y frecuentes operaciones de cambio de control en los mercados (fusiones y adquisiciones). Por el contrario, en los países de Europa continental existen mercados de capitales menos desarrollados, la estructura de propiedad de las empresas es concentrada y las operaciones de cambio de control son poco frecuentes (La Porta et al., 1998).

Las diferencias entre ambos modelos pueden justificarse en gran medida en base al sistema normativo en el que se sustentan. En esta línea, los trabajos de La Porta et al. (1998, 2000) or Filatotchev et al. (2013), entre otros, muestran como el origen legal (*common vs. civil law*) está ligado al grado de protección a los inversores que, a su vez, influye en la estructura de propiedad de las empresas. El sistema legal *common law* tiene como principal fuente de Derecho la jurisprudencia y es característico de los países anglosajones. El sistema *civil law* considera como principal fuente del Derecho la ley y es característico de los países de Europa continental. Los trabajos realizados argumentan que el sistema *common law* garantiza una mayor protección de los accionistas minoritarios, favoreciendo una estructura de propiedad dispersa y unos mercados de capitales desarrollados. Por el contrario, los países cuyo sistema legal es de origen *civil law*, otorgan una menor protección a los accionistas minoritarios y conducen a una mayor concentración de la propiedad y a mercados de capitales poco desarrollados. Así, por ejemplo, el nivel de concentración de la propiedad en las empresas cotizadas, medido a través del porcentaje de capital controlado por los tres accionistas más importantes, se sitúa en torno al 25% en UK, comparado con valores próximos al 60% en Francia, Alemania o Italia (De La Cruz et al, 2019). En cuanto a España, en un 30% de las sociedades cotizadas españolas, una sola persona (física o jurídica) posee más del 50% del capital (CNMV, 2021).

La diferente estructura de propiedad perfila también los mecanismos de gobierno corporativo prevalentes en cada modelo. En los países de Europa Continental, el control corporativo es ejercido fundamentalmente por los accionistas, en lugar de por el mercado, ya que el tamaño de los bloques accionariales poseídos por los grandes accionistas ofrece a éstos suficientes incentivos y poder para ejercer el control (Faccio and Lang, 2002). En estos países, la utilización mecanismos de control externo (fusiones y adquisiciones) ha sido, tradicionalmente, poco frecuente (Forcadell et al, 2020).

En los países anglosajones, los mecanismos de control externo prevalecen y los directivos son disciplinados a través de las operaciones del mercado para el control de empresas en el que los inversores institucionales desempe-

ñan un papel importante (Forcadell et al, 2020). La existencia de una estructura de propiedad dispersa favorece las operaciones de compra-venta de empresas en los mercados de tal forma que la actividad en el mercado para el control de empresas es muy superior a la observada en los países de Europa continental (Acero y Alcalde, 2021; Martynova y Renneboog, 2006).

En el siguiente apartado se muestran las diferencias entre los mercados de control de dos países (Irlanda y España) representativos de sendos modelos de gobierno corporativo (anglosajón y europeo continental).

### 3. Análisis empírico

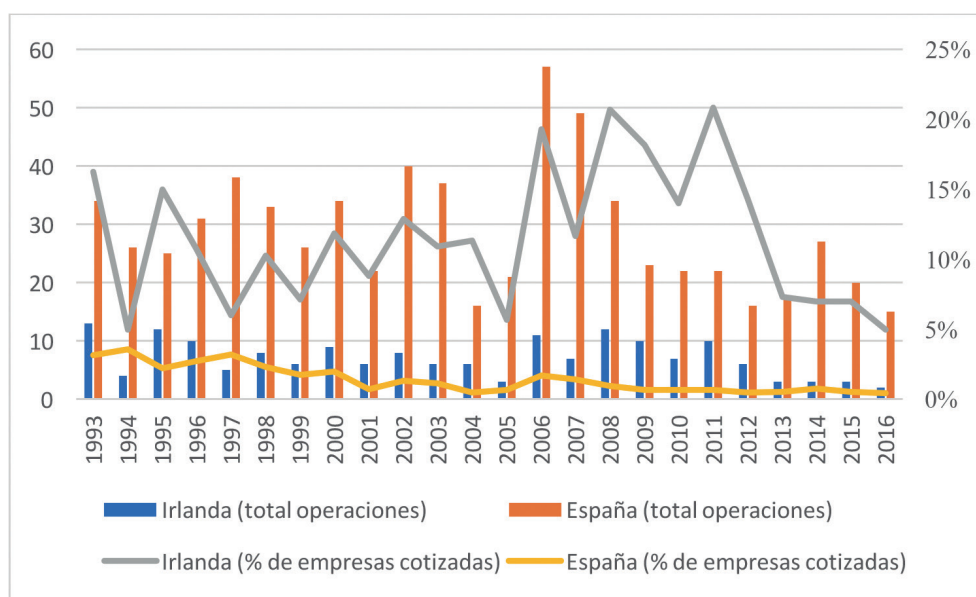
Utilizando la base de datos sobre M&A SDC (Securities Data Company) de Thomson Reuters, se identificaron las M&A anunciadas en el periodo 1993-2016 sobre empresas cotizadas españolas e irlandesas, obteniéndose un total de 170 operaciones sobre sociedades irlandesas y 685 sobre sociedades españolas a lo largo del período considerado. La información relativa a los datos financieros y precios de las acciones de las empresas implicadas fue obtenida de la base de datos Datastream.

A continuación, se presentan los resultados del análisis del mercado de M&A sobre empresas cotizadas en ambos países, mostrando, en primer lugar, el número de operaciones y sus características; seguidamente, la rentabilidad de las operaciones realizadas para los accionistas de las empresas implicadas; y, finalmente, el perfil económico-financiero de las empresas adquiridas en ambos países.

#### 3.1. Actividad de M&A y características de las operaciones

La evolución del número de operaciones reportadas por la base de datos SDC a lo largo de este período en ambos países queda reflejada en el gráfico siguiente:

**Gráfico 1.** Evolución temporal de las M&A de empresas cotizadas en España e Irlanda (1993-2016).



Atendiendo al número total de operaciones realizadas en cada país, puede observarse que, dado el diferente tamaño de ambas economías, el número de M&A es mayor en España que en Irlanda en todos los años analizados. Sin embargo, al relativizar por el número de empresas cotizadas en cada país en cada año, la perspectiva es bastante diferente. Así, utilizando los datos que proporciona el Banco Mundial sobre el número de empresas cotizadas en ambos países en cada año, puede observarse que el nivel de actividad de M&A es mayor en el país anglosajón, donde, en promedio, cada año un 10% de las empresas cotizadas son objeto de fusión o adquisición. En España, la media anual, indica que las empresas sujetas a operaciones de fusión o adquisición suponen apenas un 1,5% de las empresas cotizadas.

En la tabla 1 se muestran algunos datos descriptivos de las M&A desarrolladas en los mercados español e irlandés durante el período 1993-2016. Este intervalo temporal se ha subdividido en tres periodos cuyos comienzos se corresponden con hitos económicos importantes: El primer periodo comienza en el año 1993, cuando entró en funcionamiento el mercado único europeo; el segundo periodo se inicia en 2002, año en el que entró en circulación la moneda única: el euro; y el tercer periodo comienza en el año 2008, año en el que la Directiva comunitaria 2004/25/CE, relativa a las ofertas públicas de adquisición, se traspuso definitivamente a la legislación de ambos países y que coincide además con los inicios de la crisis económica mundial que afectó gravemente a ambos países (Rodríguez y Sánchez, 2015).

La información presentada para cada país e intervalo temporal, corresponde al carácter doméstico o transnacional de las operaciones realizadas, el porcentaje de propiedad perseguido, su carácter amistoso u hostil, la coincidencia entre los sectores de actividad de la empresa adquirente y objetivo, y la forma de pago utilizada.

**Tabla 1.** Características de las M&A en Irlanda y España (1993-2016).

	1993-2001	2002-2007	2008-2016	1993-2016
<b>PAÍS: IRLANDA</b>				
Número de operaciones	73	41	56	<b>170</b>
	% de operaciones por categoría			
Doméstica	35.6%	63.4%	35.7%	<b>42.4%</b>
Trasnacional	64.4%	36.6%	64.3%	<b>57.6%</b>
Control mayoritario (>50%)	52.1%	78.1%	78.6%	<b>67.1%</b>
Participación minoritaria	47.9%	21.9%	21.4%	<b>32.9%</b>
Hostil	4.1%	0%	0%	<b>1.8%</b>
Amistosa	95.9%	100%	100%	<b>98.2%</b>
Relacionada	28.4%	25%	25%	<b>26.5%</b>
No relacionada	71.6%	75%	75%	<b>73.5%</b>
Pago en acciones	5%	9.1%	6.8%	<b>6.8%</b>
Pago en efectivo	92.5%	84.8%	88.6%	<b>88.9%</b>
Otras modalidades de pago	2.5%	6.1%	4.5%	<b>4.3%</b>
<b>PAÍS: ESPAÑA</b>				
	% de operaciones por categoría			
Número de operaciones	269	220	196	<b>685</b>
	% de operaciones por categoría			
Doméstica	66.9%	81.4%	60.7%	<b>69.8%</b>
Trasnacional	33.1%	18.6%	39.3%	<b>30.2%</b>
Control mayoritario (>50%)	24.9%	25%	22.4%	<b>24.2%</b>
Participación minoritaria	75.1%	75%	77.5%	<b>75.8%</b>
Hostil	0%	1.4%	0%	<b>0.4%</b>
Amistosa	100%	98.6%	100%	<b>99.6%</b>
Relacionada	35.3%	30.1%	23.1%	<b>31%</b>
No relacionada	64.7%	69.9%	76.9%	<b>69%</b>
Pago en acciones	2.8%	2.3%	1.4%	<b>2.2%</b>
Pago en efectivo	94.4%	97.7%	64.9%	<b>87.4%</b>
Otras modalidades de pago	2.8%	0%	33.8%	<b>10.4%</b>
<b>TEST DE DIFERENCIAS DE PROPORCIONES (Irlanda vs España)</b>				
Doméstica/Trasnacional	23,48***	6,61***	11,01***	<b>44,65***</b>
Control mayoritario/Participación minoritaria	19,89***	43,76***	60,37***	<b>113,41***</b>
Relacionada/No relacionada	0.63	0.57	6,61**	<b>3.99</b>
Forma de pago	5.79	35,45***	50,67***	<b>61,27***</b>

Esta tabla describe la muestra de M&A de sociedades cotizadas en Irlanda y España durante el periodo 1993-2016 y durante los tres subperíodos en los que se ha dividido este intervalo temporal (1993-2001, 2002-2007 y 2008-2016). La tabla muestra la clasificación de las M&A atendiendo a: 1) el carácter doméstico o transnacional de la operación (adquirente nacional o extranjero); 2) el tipo de control perseguido con la operación: fusión o adquisición de control mayoritario (>50%) o tomas de participaciones minoritarias; 3) el carácter hostil o amistoso de la operación (en función de la conformidad o no del equipo directivo de la empresa objetivo con la operación); 4) el grado de similitud entre los negocios de ambas empresas (considerando si existe coincidencia o no entre los dos primeros dígitos del código SIC primario de cada una de las empresas): relacionadas o no relacionadas; 5) la forma de contraprestación utilizada. En la parte baja de la tabla, se presenta el valor del estadístico Chi-cuadrado de Pearson que contrasta la existencia de diferencias significativas entre Irlanda y España en la proporción de operaciones pertenecientes a las diferentes categorías. \*\*\* Indica significatividad estadística al 1%. \*\* Indica significatividad estadística al 5%.

Atendiendo a las características de las operaciones realizadas, se detectan diferencias importantes entre ambos países. Mientras en España predominan las operaciones domésticas, en Irlanda ocurre lo contrario, predominan las operaciones transnacionales. El predominio de las operaciones transnacionales no es, sin embargo, extensible a otros países pertenecientes al entorno anglosajón (véase Drobetz y Momtaz, 2020), sino que es idiosincrático de la economía irlandesa. De forma similar a lo que ocurre en otros países de Europa continental (Martynova y Renneboog, 2011), en España, las tomas de control minoritarias suponen las tres cuartas partes del total de operaciones. En Irlanda, por el contrario, son las tomas de control mayoritarias las que suponen esta proporción. En cuanto a la actitud del equipo directivo de la empresa adquirida y en consonancia con la tendencia existente a nivel mundial (Martynova y Renneboog, 2008), en ambos países ha predominado una posición amistosa o neutral, resultando infrecuentes las operaciones hostiles. Atendiendo al carácter relacionado o no de los negocios de empresas adquiridas y sus respectivas adquirentes, y bajo la premisa de que los resultados son muy sensibles a la forma en la que se defina el negocio, los datos indican que la mayoría de las operaciones en ambos países son de carácter no relacionado, si bien en España en los primeros periodos el porcentaje de operaciones relacionadas fue superior al existente en Irlanda. Finalmente, en cuanto a la forma de pago, la contraprestación mayoritariamente utilizada en ambos países es el efectivo, tal y como ponen de relieve otros trabajos (Drobetz y Momtaz, 2020; Moschieri y Campa, 2014). La utilización de acciones como contraprestación es significativamente mayor en Irlanda y destaca la presencia creciente de otras modalidades de pago en las operaciones sobre empresas españolas.

### 3.2. Rentabilidad para los accionistas

Para evaluar la rentabilidad de las tomas de control, la literatura financiera se centra de forma mayoritaria en estudiar el impacto de las operaciones sobre la riqueza de los accionistas de las empresas implicadas. (Jensen y Ruback, 1983; Goergen and Renneboog, 2004; Campa y Hernando, 2004; Martynova y Renneboog, 2011 o Mateev and Andonov, 2018, entre otros), por lo que en la tabla 2 se muestran los resultados obtenidos por los accionistas de las tomas de control en Irlanda y España.

Como medida de resultados para los accionistas de las empresas adquiridas se ha utilizado la prima recibida por éstos, calculada como la diferencia existente entre el precio por acción pagado por el adquirente y el precio de la acción de la empresa objetivo 4 semanas antes del anuncio, dividida (dicha diferencia) por el precio de la acción de la empresa objetivo 4 semanas antes del anuncio. La prima se expresa en porcentaje y ha sido obtenida directamente de la base de datos SDC. Esta información estaba disponible para 106 operaciones en el caso de Irlanda y 289 en el caso español.

Para evaluar la rentabilidad para los accionistas de las empresas adquirentes, se ha aplicado la metodología de los event studies (Brown and Warner, 1980; MacKinlay, 1997), ampliamente utilizada en los estudios sobre M&A. Esta metodología se basa en la hipótesis de mercados de valores eficientes, bajo la cual el día del anuncio de la operación se desvela información relevante en el mercado que permite a los inversores valorar la operación y que se incorpora al precio de las acciones. Por tanto, a través del análisis de los movimientos en las cotizaciones de las acciones de las empresas adquirentes en la fecha del anuncio de la operación y, mediante un adecuado aislamiento del efecto de otros factores en la cotización, es posible evaluar el impacto esperado de la fusión o adquisición sobre los flujos de caja futuros de la empresa adquirente. Así, si el rendimiento anormal de las acciones, calculado como la diferencia entre el rendimiento observado de las acciones y su rendimiento esperado (en caso de no haberse producido la fusión o adquisición) es positivo, se interpreta que la operación genera riqueza para los accionistas.

Los rendimientos anormales en el día del anuncio (día 0) se estiman utilizando el modelo ajustado de mercado, tal y como se expresa en la ecuación (1):

$$AR_{j,0} = R_{j,0} - R_{m,0}$$

donde  $AR_{j,0}$  representa el rendimiento anormal de las acciones de la empresa  $j$  en el día del anuncio,  $R_{j,0}$  es el rendimiento observado para las acciones de la empresa  $j$  en el día del anuncio, y  $R_{m,0}$  es el rendimiento del índice de Mercado en el día del anuncio.

Los datos sobre cotizaciones individuales de las empresas y de los mercados correspondientes se han obtenido de la base de datos Datastream. Se ha evaluado, por tanto, únicamente rendimiento para los accionistas de las empresas adquirentes cuando éstas eran empresas cotizadas y la información sobre cotizaciones estaba disponible en Datastream (49 adquirentes de empresas irlandesas y 182 de empresas españolas)

Como puede observarse, los accionistas de las empresas adquiridas obtienen ganancias significativas en ambos países, si bien las primas pagadas son significativamente más altas en Irlanda que en España. En el conjunto del periodo analizado se sitúan en torno al 46% de media en Irlanda y al 22% en España. Rossi y Volpin (2004) indican que una mayor protección de los accionistas minoritarios, propia de los países del entorno anglosajón, como Irlanda, genera mercados de control activos y mayores primas para los accionistas. En los países de Europa continental, como España, donde la protección a los accionistas minoritarios es inferior y predomina una estructura de propiedad concentrada en las empresas, los accionistas de control son capaces de extraer beneficios privados por la transferencia del control que no se ven reflejados en la prima pagada los accionistas minoritarios (Dyck and Zingales, 2004; Jurfest, Paredes and Riutort, 2015)

En cuanto a los accionistas de las empresas adquirentes, de forma consistente con los resultados de estudios previos (véase las revisiones realizadas por Jensen y Ruback, 1983; Jarrell et al., 1988; Haleblan et al., 2009; Mulherin et al. 2017), los rendimientos anormales obtenidos por los accionistas de las empresas adquirentes no son significativamente diferentes de cero en ninguno de los dos países, lo que indica que desde el punto de vista de los accionistas de las empresas adquirentes, se trata de operaciones de escasa rentabilidad.

**Tabla 2.** Ganancias para los accionistas de las empresas adquiridas y adquirentes (1993-2016).

	1993-2001	2002-2007	2008-2016	1993-2016
<b>PAÍS: IRLANDA</b>				
Prima pagada a los accionistas de la empresa adquirida (promedio)	47.4%**	30.8%***	55.9%***	<b>46.6%***</b>
Rendimiento anormal obtenido por los accionistas de las empresas adquirentes en el día del anuncio (promedio)	0.20%	0.09%	0.35%	<b>0.26%</b>
<b>PAÍS: ESPAÑA</b>				
Prima pagada a los accionistas de la empresa adquirida (promedio)	33.7%***	20.6%***	11.7%**	<b>21.8%***</b>
Rendimiento anormal obtenido por los accionistas de las empresas adquirentes en el día del anuncio (promedio)	0.20%	0.15%	0.35%	<b>0.28%</b>
<b>TEST DE DIFERENCIAS DE MEDIAS (Irlanda vs España)</b>				
Prima pagada a los accionistas de la empresa adquirida (promedio)	0.72	1.39	2.99***	<b>2.54***</b>
Rendimiento anormal obtenido por los accionistas de las empresas adquirentes en el día del anuncio (promedio)	0.003	-0.816	-0.004	<b>0.077</b>

Esta tabla muestra los valores medios de la prima recibida por los accionistas de las empresas adquiridas y del rendimiento anormal de las acciones de la empresa adquirente en el día del anuncio de la operación. En la parte baja de la tabla, se presenta el valor del estadístico t de Student que contrasta la existencia de diferencias significativas entre Irlanda y España en ambas medidas. \*\*\* Indica significatividad estadística al 1%. \*\* Indica significatividad estadística al 5%.

### 3.3. Características de las empresas objetivo y motivos disciplinarios de las tomas de control

Diversos economistas del campo de las finanzas argumentan que las tomas de control ocurren muy a menudo para reemplazar a directivos que no maximizan el valor de los accionistas. El mercado para el control de empresas puede definirse como aquél en el que equipos directivos alternativos compiten por el control de los recursos empresariales (Fama y Jensen, 1983). La teoría del mercado para el control de empresas se basa en la hipótesis de mercados de valores eficientes, según la cual la cotización de las acciones refleja toda la información disponible. Se asume que existe una correlación positiva entre la eficiencia de la dirección de una compañía y el precio de sus acciones. Si una empresa no se gestiona de forma eficiente, la cotización de sus acciones disminuye en relación a las de otras empresas de la misma industria o del mercado. Llegará un momento en que otros equipos directivos que se consideren capaces de gestionar esa empresa de forma más eficiente, crearán adecuado hacerse con el control de la misma, desplazando a los antiguos directivos. De esta forma, las tomas de control cumplen un importante papel disciplinario.

Las M&A como mecanismo de control corporativo resultan más frecuentes en los países de origen anglosajón como EEUU, UK o Irlanda que en los países de Europa continental (Forcadell et al., 2020). En los primeros, unos mercados de capitales más eficientes, un accionariado más disperso y una mayor protección legal de los accionistas minoritarios (La Porta et al., 2000) facilita la realización de tomas de control sobre empresas con problemas de gestión. Por el contrario, en los países de Europa continental, el control de la gestión es ejercido, habitualmente, no por el mercado, sino por grandes accionistas con poder e incentivos suficientes para influir en la dirección de la empresa.

Siguiendo trabajos como el de Franks y Mayer (1995) analizamos el perfil de las empresas objetivo antes de la toma de control con objeto de comprobar si presentan características indicativas de una gestión ineficiente. Si las tomas de control se producen por motivos disciplinarios cabe esperar que las empresas adquiridas se caractericen por ser poco rentables.

En la tabla 4 se presenta información sobre el perfil de las empresas adquiridas (tamaño, ratio Q de Tobin, liquidez, endeudamiento, rentabilidad y flujo de caja libre) al final del año previo a la toma de control. Los datos han sido extraídos de la base Datastream.

Atendiendo a los datos presentados en la tabla 4, se observa que las empresas objeto de tomas de control en Irlanda son de menor tamaño que las empresas españolas. La ratio Q de Tobin y la rentabilidad financiera de las empresas adquiridas, variables indicativas de la performance empresarial, son significativamente menores en las empresas irlandesas que en las españolas. Sin embargo, cabe destacar que en ambos países la media de la ratio Q es inferior a 1, lo que indica una pobre valoración de las empresas objetivo en ambos países. Los valores medios y medianos de la ratio de liquidez (superiores a 1) no indican la existencia de problemas para el pago de las deudas a corto plazo en las empresas de ninguno de los dos países. Respecto al nivel de endeudamiento, aunque éste puede variar según la volatilidad del mercado español e irlandés, tampoco los valores medios y medianos observados (bastante por debajo de 1) indican un sobreendeudamiento de las empresas de ninguno de los dos países. En todo caso, la comparación entre los valores observados para las empresas de ambos países indica que las empresas objetivo irlandesas parecen presentar una mejor situación financiera, dada la mayor liquidez y el menor endeudamiento que las empresas objetivo españolas.

Por tanto, aunque hay cierta evidencia de que la performance empresarial es inferior en las empresas objetivo irlandesas, lo que podría indicar una mayor importancia de los motivos disciplinarios en las tomas de control del país anglosajón, estos resultados deben tomarse con cautela y corroborarse con análisis más exhaustivos.

**Tabla 4.** Características de las empresas adquiridas en el año previo a la toma de control.

	Tamaño	Q de Tobin	Liquidez	Endeudamiento	Rentabilidad Financiera
<b>Irlanda</b>					
Media	12.36	0.54	1.83	0.54	5.84
Desviación típica	1.68	0.28	1.49	0.28	28.65
Mediana	12.48	0.56	1.31	0.56	8.27
N	82	82	66	81	79
<b>España</b>					
Media	14.24	0.62	1.28	0.62	10.38
Desviación típica	2.12	0.21	1.34	0.21	709.41
Mediana	14.28	0.61	1.09	0.61	11.58
N	404	394	306	404	400
Test de diferencias de medias (t- Student)					
<b>Irlanda vs España</b>	-8,82***	-2,46**	2,77***	-2,43**	-2,56**

Esta tabla muestra los valores de los estadísticos descriptivos de las variables utilizadas para describir el perfil de las empresas adquiridas. Todas las variables se han medido al final del año previo a la fecha del anuncio de la toma de control. El tamaño se mide como el logaritmo neperiano de los activos totales. El ratio Q de Tobin se define como el cociente entre el valor de mercado de los activos (aproximado por el valor de mercado de las acciones más los recursos ajenos del balance) y su valor contable. La liquidez se calcula como la relación entre activo corriente y pasivo corriente. El endeudamiento se calcula como el cociente entre la deuda total y el activo total. La rentabilidad financiera se define como el resultado neto sobre los fondos propios. El flujo de caja libre es la diferencia entre cash flow operativo y los gastos de capital, dividida entre el valor de mercado de las acciones. En la parte baja de la tabla, se presenta el valor del estadístico t de Student que contrasta la existencia de diferencias significativas entre Irlanda y España en cada variable. \*\*\* Indica significatividad estadística al 1%. \*\* Indica significatividad estadística al 5%.

#### 4. Conclusiones

En el presente trabajo se realiza un estudio comparativo de las operaciones de fusión y adquisición sobre empresas cotizadas en dos países escasamente analizados en la literatura: España e Irlanda. Aunque existen numerosos trabajos académicos que presentan evidencia sobre las M&A en EEUU y Reino Unido, pocos estudios abordan el análisis de estas operaciones en otros países. Por otro lado, al ser Irlanda un país enmarcado en el modelo de gobierno corporativo anglosajón (*market-oriented corporate governance model*), mientras que España pertenece al modelo de gobier-

no continental (*net-work-oriented corporate governance model*), el análisis comparado entre ambos países permite identificar las diferencias en el mercado de M&A de empresas cotizadas.

El análisis descriptivo realizado a partir de la información obtenida de la base de datos SDC correspondiente a las operaciones anunciadas durante el período 1993-2016, revela la mayor actividad e internacionalización del mercado de control irlandés, la mayor importancia de las tomas de control minoritario en España y las mayores primas pagadas a los accionistas de las empresas adquiridas en Irlanda. No se observan diferencias significativas, sin embargo, en la rentabilidad obtenida por los accionistas de las empresas adquirentes, que tiende a ser nula en ambos países. Las diferencias observadas se mantienen en los tres subperíodos estudiados (1993-2001; 2002-2007; 2008-2016). En este sentido, un hecho destacable es que las diferencias observadas en las primas pagadas a los accionistas de las empresas objetivo y en la estrategia de compra (control mayoritario vs. control minoritario) no se hayan visto aminoradas (sino más bien todo lo contrario) en el último subperíodo estudiado (2008-2016). Durante estos años, en ambos países se había traspuesto la Directiva europea sobre Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) (Directiva 2004/25/CE), cuyo objetivo era establecer unas reglas de juego comunes en el mercado para el control de empresas de todos los países de la UE así como ofrecer una mayor protección a los accionistas minoritarios. En base a ello, se esperaría observar una mayor homogeneización de ambos mercados como consecuencia de la legislación común aplicable en ambos países. Sin embargo, y en lo que a las primas pagadas a los accionistas se refiere, éstas se redujeron en España (pasando de un 21% en el subperíodo anterior a un 11% en el último subperíodo), mientras que todo lo contrario ocurrió en Irlanda (pasando de un 31% a un 56%).

En cuanto al papel que pueden jugar estas operaciones como mecanismo disciplinario de la gestión ineficiente de algunas empresas (teoría del mercado para el control de empresas), el análisis de las características de las empresas objetivo indica que las irlandesas presentan menores rentabilidades y ratios de valoración que las empresas objetivo españolas, lo que podría indicar una mayor importancia del motivo disciplinario en las tomas de control de las empresas irlandesas. No obstante, estos resultados deben ser tomados con cautela puesto que sería conveniente un análisis más detallado de esta cuestión controlando la influencia de otros factores.

El mercado para el control de empresas presenta pues diferencias importantes entre ambos países, diferencias que no se han visto reducidas, sino todo lo contrario, como consecuencia de la homogeneización en una de las legislaciones que más afecta a este mercado (normativa sobre OPAs). La pertenencia de cada uno de estos países a sendos modelos de gobierno corporativo podría explicar buena parte de las diferencias observadas. En España, es habitual la existencia de accionistas de referencia que mantienen un horizonte de vinculación a largo plazo en las empresas, poseyendo elevadas participaciones accionariales en su capital. Resulta, por tanto, difícil el cambio de control de las empresas sin el consentimiento de estos accionistas de referencia, lo que obliga a negociaciones privadas con ellos por parte del adquirente. Las primas pagadas a los minoritarios son menores, puesto que los beneficios privados del control se negocian fuera del mercado. Lo contrario ocurre en Irlanda, donde el accionariado de las empresas es disperso y, por tanto, el cambio de control puede producirse directamente en el mercado de control societario, siendo preciso incentivar el ofrecimiento de las acciones a través de elevadas primas pagadas a los accionistas.

Aunque siempre ha existido un amplio debate sobre la posibilidad de convergencia entre ambos modelos de gobierno corporativo, los datos analizados en este trabajo indican que, al menos en lo referente al mercado de M&A, no se observan signos de convergencia entre el modelo anglosajón y el modelo europeo continental.

Como futuras líneas de trabajo se propone la realización de análisis multivariantes que permitan identificar las variables explicativas de las primas pagadas y los rendimientos obtenidos por las empresas adquirentes en ambos países, así como un análisis más detallado del impacto de la Directiva Europea sobre OPAs en los mercados de control de empresas.

## 5. Bibliografía

- Acero, I., & Alcalde, N. (2021). "Institutional context as a moderator of the relationship between board structure and acquirer returns". *Research in International Business and Finance*, 57, 101420. <https://doi-org.cuarzo.unizar.es:9443/10.1016/j.ribaf.2021.101420>
- Brown, S.J., Warner, J.B. (1980). "Measuring security price performance". *Journal of Financial Economics* 8(3), 205-258 [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(80\)90002-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(80)90002-1)
- Campa, J. M., & Hernando, I. (2004). "Shareholder value creation in European M&As" *European financial management*, 10(1), 47-81 <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00240.x>
- CNMV (2021) Informes de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados. Ejercicio 2020. Accesible en: <https://www.cnmv.es/portal/Publicaciones/PublicacionesGN.aspx?id=21>
- De La Cruz, A., A. Medina and Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", OECD Capital Market Series, Paris. Accesible en: <https://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm>
- Drobetz, W., & Momtaz, P. (2020). "Corporate governance convergence in the European M&A market". *Finance Research Letters*, 32, 101091. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.01.003>
- Dyck, A. & Zingales, L. (2004). "Private benefits of control: An international comparison", *Journal of Finance*, 59, 537-599 <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00642.x>
- Faccio, M., & Lang, L. H. (2002). "The ultimate ownership of Western European corporations". *Journal of Financial Economics*, 65(3), 365-395. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00146-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00146-0)



- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983). "Separation of ownership and control". *The Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325 <https://doi.org/10.1086/467037>
- Fernández, E. & Ramírez, M. (2021). *Fundamentos para la toma de decisiones estratégicas de la empresa*. Ediciones Pirámide. Madrid
- Filatotchev, I., Jackson, G., Nakajima, C., (2013). "Corporate governance and national institutions: a review and emerging research agenda". *Asia Pacific Journal of Management*. 30 (4), 965–986. <https://doi.org/10.1007/s10490-012-9293-9>.
- Forcadell, F. J., Sanchez-Riofrio, A., Guerras-Martín, L. Á., & Romero-Jordán, D. (2020). "Is the restructuring-performance relationship moderated by the economic cycle and the institutional environment for corporate governance?" *Journal of Business Research*, 110, 397-407 <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.055>
- Franks, J., & Mayer, C. (1996). "Hostile takeovers and the correction of managerial failure" *Journal of Financial Economics*, 40(1), 163-181. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00840-B](https://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00840-B)
- Goergen, M. & Renneboog, L. (2004). "Shareholder wealth effects of European domestic and cross-border takeover bids" *European Financial Management* 10(1), 9-45. <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2004.00239.x>
- Haleblian, J., Devers, C. E., McNamara, G., Carpenter, M. A., & Davison, R. B. (2009). "Taking stock of what we know about mergers and acquisitions: A review and research agenda" *Journal of Management*, 35(3), 469-502 <https://doi.org/10.1177/0149206308330554>
- Jackson, G., Deeg, R., (2019). "Comparing capitalism and taking institutional context seriously". *Journal of International Business Studies*, 50, 4–19. <https://doi.org/10.1057/s41267-018-0206-0>.
- James, B. E., & McGuire, J. B. (2016). "Transactional-institutional fit: Corporate governance of R&D investment in different institutional contexts". *Journal of Business Research*, 69(9), 3478–3486. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.01.038>
- Jarrell et al., 1988, Jensen, M. C. & Ruback, R.S. (1983). "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence" *Journal of Financial Economics*, 11, 5-50. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(83\)90004-1](https://doi.org/10.1016/0304-405X(83)90004-1)
- Jurfest, S. P., Paredes, R. D., & Riutort, J. (2015). "Control premium and corporate regulatory changes: theory and evidence" *The Developing Economies*, 53(3), 159-187. <https://doi.org/10.1111/deve.12076>
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). "Law and finance". *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. <https://doi.org/10.1086/250042>
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (2000): "Investor Protection and Corporate Governance" *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2), 3-27 [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00065-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00065-9)
- MacKinlay, A.C. (1997). "Event studies in economics and finance". *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13-39
- Manne, H.G. (1965). "Mergers and the Market for Corporate Control". *Journal of Political Economy*, 73, 110-120 <https://doi.org/10.1086/259000>
- Martynova, M., Renneboog, L., (2006). "Mergers and Acquisitions in Europe". *ECGI-Finance Working Paper*. Nº 114/2006. Center Discussion Paper Series. Accesible en: <https://ecgi.global/working-paper/mergers-and-acquisitions-europe>
- Martynova, M. & Renneboog, L. (2008). "A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?" *Journal of Banking and Finance*, 32, 2148-2177 <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.038>
- Martynova, M. & Renneboog, L. (2011). "The performance of the European market for corporate control: Evidence from the fifth takeover wave". *European Financial Management* 17(2), 208-259 <https://doi.org/10.1111/j.1468-036X.2009.00497.x>
- Mateev, M., & Antonov, K. (2018). "Do European bidders pay more in cross-border than in domestic acquisitions? New evidence from Continental Europe and the UK" *Research in International Business and Finance*, 45, 529-556. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.09.003>
- Moschieri, C., & Campa, J. M. (2014). "New trends in mergers and acquisitions: Idiosyncrasies of the European market" *Journal of Business Research*, 67(7), 1478-1485. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.07.018>
- Mulherin, J. H., Netter, J. M., & Poulsen, A. B. (2017). "The evidence on mergers and acquisitions: A historical and modern report" In *The handbook of the economics of corporate governance* (Vol. 1, pp. 235-290). North-Holland <https://doi.org/10.1016/bs.hecg.2017.11.006>
- Rodríguez-Vásquez, J.G. y Sánchez-Riofrio, A.M. (2015). Análisis comparativo del NAMA y SAREB. *Análisis Financiero*, 129: 82-95
- Rossi, S. & Volpin, P.F. (2004). "Cross-country determinants of mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 74 (2), 277–304 <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2003.10.001>

## Agradecimientos

Para la realización de este trabajo se ha obtenido financiación del proyecto PRX17/00588 (Ministerio de Educación, Cultura y Deporte), y el grupo de investigación COMPETE (S52\_20R) (Gobierno de Aragón).

