

# ¿Es relevante la prima ofrecida en una OPA en las decisiones de venta de los accionistas?\*

Does the bid premium matter in the shareholders' selling decision?

32



**Pedro Durá<sup>1</sup>**  
Universidad Complutense  
de Madrid  
✉  
pedro.dura@ccee.ucm.es



**Inés Pérez-Soba**  
Universidad Complutense  
de Madrid  
✉  
iperezso@ccee.ucm.es

## I. INTRODUCCIÓN

Cuando una Oferta Pública de Adquisición (OPA) aparece en los medios de comunicación uno de los aspectos que más se suele destacar es la prima que ofrece el comprador, calculada habitualmente respecto del precio previo de cotización. El objetivo de este artículo es realizar un análisis de los efectos que las primas ofrecidas ejercen sobre los accionistas de la empresa objeto de una oferta de compra (empresa objetivo).

Intuitivamente se suele asociar una mayor prima con un incremento de la propensión a vender lo cual, a su vez, aumentaría las probabilidades de éxito de la operación. Si este fuera el comportamiento de los accionistas, entonces la oferta de acciones tendría una pendiente positiva ya que a mayor precio, mayor sería la cantidad de acciones que se ponen a la venta.

No obstante, la teoría económica ofrece ejemplos en los que la intuición no es una buena aliada y éste podría ser uno de estos casos. Así, desde diferentes enfoques teóricos se desarrollan modelos cuyos resultados respecto de la influencia que ejerce la prima sobre la decisión de vender van en sentidos opuestos. Esto implica que habría que introducir importantes matizaciones a la intuición que apuntábamos anteriormente.

**CÓDIGOS JEL:**  
**G340, G380**

Fecha de recepción y acuse de recibo: 11 de enero de 2012. Fecha inicio proceso de evaluación: 20 de enero de 2012.  
Fecha primera evaluación: 1 de marzo de 2012. Fecha de aceptación: 11 de agosto de 2012.



### RESUMEN DEL ARTÍCULO

El objetivo de este trabajo es analizar la influencia que tiene la prima ofrecida en una OPA sobre la decisión de los accionistas de aceptarla o rechazarla. Ni la evidencia empírica ni los desarrollos teóricos ofrecen un apoyo claro a la idea de que cuanto mayor sean las primas mayores serán las probabilidades de éxito de la operación. El modelo empírico que desarrollamos para el caso español tampoco ofrece un resultado concluyente ya que este efecto dependería, entre otras variables, de factores tales como si los accionistas de la empresa objetivo han alcanzado o no un acuerdo previo con el comprador.

### EXECUTIVE SUMMARY

The aim of this paper is to analyse the influence that bid premium has on target shareholders' decision about selling in a tender offer. Neither empirical evidence nor theoretical models conclusively show that the higher the bid premium is, the higher the probability of bid success will be. In the Spanish market, we are not able to achieve conclusive results either since this influence depends on several variables such as the existence of previous sales agreement between some of the target shareholders and the bidder.

***Intuitivamente se suele asociar una mayor prima con un incremento de la propensión a vender lo cual, a su vez, aumentaría las probabilidades de éxito de la operación***

Asimismo, la evidencia empírica se podría calificar, en términos generales, como no concluyente. Los estudios los podríamos agrupar en varias etapas. En la primera, que llegaría hasta los primeros años ochenta, los diversos autores se manifiestan sorprendidos con sus resultados ya que, en contra de sus expectativas, obtienen que *“el tamaño de la prima ... aparentemente no tiene efecto en el éxito o fracaso de la oferta de compra”* (Hoffmeister y Dyl, 1981, p.57). En esta etapa podríamos incluir también otros trabajos como el de Hayes y Taussig (1967) o Pellegrino (1972) entre otros.

A grandes rasgos podríamos identificar una segunda etapa, que comienza a mediados de los ochenta y se prolonga hasta el final de siglo, donde predominan los estudios que encuentran un efecto significativo y positivo de la prima en la decisión de vender. Paradójicamente estos resultados empíricos se producen cuando se estaban generando desarrollos teóricos que disminuían la importancia de esta relación.

Un trabajo significativo de esta etapa es el de Walkling (1985) que comienza calificando como *“sorprendentes”* los resultados de los trabajos empíricos anteriores a los que denomina la *“anomalía de la prima”*. Su principal conclusión coincide con el resultado intuitivo: la prima ejerce una influencia significativa y positiva en las probabilidades de éxito de una oferta de compra. Para ello habría que especificar correctamente la prima teniendo en cuenta el momento en que salen las primeras informaciones a la luz pública.

En esta etapa otros trabajos como, por ejemplo, el de Jennings y Mazzeo (1993) también apoyan la influencia positiva de la prima y subrayan otras vías por las que, de forma indirecta, la prima ejerce su influencia sobre el éxito de la operación. En concreto, primas elevadas tienden, por un lado, a reducir las probabilidades de una fuerte resistencia por parte de la dirección de la empresa y, por otro, a disuadir la presentación de OPAs competidoras.

Sin embargo, con la llegada del nuevo siglo se produce un incremento de las investigaciones empíricas — véase Mitchell y Pulvino (2001), Baker y Savasoglu (2001) o Branch *et al.* (2008) — en las que se vuelve a obtener el *“sorprendente”* resultado de los estudios empíricos iniciales: la prima ofrecida no tiene una influencia significativa sobre la decisión de venta de los accionistas.

Para el caso español, a partir de la década de los noventa, se realizan diversos trabajos empíricos sobre diferentes aspectos relativos

a las OPAS. Así, por ejemplo, Palacín (2004) realiza una descripción cuantitativa y cualitativa del mercado español de OPAS entre 1991 y 2002; Garrido e Ispizua (2003) analizan las variables que influyen en los rendimientos anormalmente elevados que obtienen los accionistas de las empresas objetivo; Farinós y Fernández (1999) se centran en los efectos de una OPA sobre la actividad negociadora y el riesgo sistémico de la empresa objetivo; en Baixauli (2004) se presenta evidencia sobre cómo la tenencia de una participación previa por parte del comprador (*'toehold'*) favorece las probabilidades de éxito de las operaciones; Aparicio (2007) analiza diferentes características como son la comparación entre OPAs parciales y totales, la existencia de competidores o la influencia de una participación accionarial de control.

Otra parte de la literatura empírica sobre OPAs en España se centra en estudiar las características de las empresas adquiridas y los motivos que predominan en el lanzamiento de ofertas de adquisición. En este grupo cabe mencionar los trabajos de Escardíbul y otros (1998), Fernández y Baixauli (2001), Azofra y otros (2002) o Alcalde y Espitia (2003). Asimismo, existen otros trabajos en los que se calculan las primas ofrecidas o la rentabilidad para el accionista, que comentaremos en el apartado 3.

A pesar de las diversas perspectivas desde las que se han abordado las OPAs no conocemos, para el caso español, estudios empíricos que analicen específicamente la influencia de las primas sobre la decisión de venta de los accionistas de la empresa objetivo. Es precisamente el desarrollo de un modelo de este tipo el principal objetivo y aportación del presente artículo. En nuestro modelo empírico además de algunas variables propuestas por la teoría y por los estudios empíricos anteriores, se introducen dos variables específicas con origen en nuestra normativa. La primera de estas variables la hemos denominado “amenaza de exclusión” y consiste en la inclusión en los folletos informativos de una declaración en la que el comprador muestra su intención de excluir el valor de la cotización intentando evitar el lanzamiento de una OPA de exclusión. La hipótesis sería que la existencia de este tipo de amenaza incrementa la propensión de los accionistas a vender.

La segunda variable sería la existencia de pactos previos entre algunos accionistas y el comprador para proceder a la venta de sus acciones en la OPA. En este caso, la hipótesis planteada consiste en que si en dichos pactos se pudieran incluir otras potenciales contrapartidas, entonces estos se podrían utilizar para excluir, al menos

#### **PALABRAS CLAVE**

OPAs, pactos de venta, exclusión bursátil, prima de control

#### **KEY WORDS**

Legal tender offers, sales agreement, going private, bid premium

parcialmente, al resto de los accionistas de los beneficios derivados del cambio de control. Una evidencia consistente con esta hipótesis sería que la prima influyese de forma diferente en el comportamiento de los accionistas dependiendo de si estos han participado en pactos previos.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En el apartado 2 se revisa los modelos teóricos sobre la influencia de la prima en la oferta de acciones. En el apartado 3 se desarrolla un modelo empírico para el mercado español de OPAs entre los años 1995 y 2007 y en el apartado 4 se recogen sus principales resultados. El artículo finaliza con un apartado de conclusiones que incluye las principales implicaciones derivadas de nuestro trabajo para los responsables de empresas interesados en participar en una OPA.

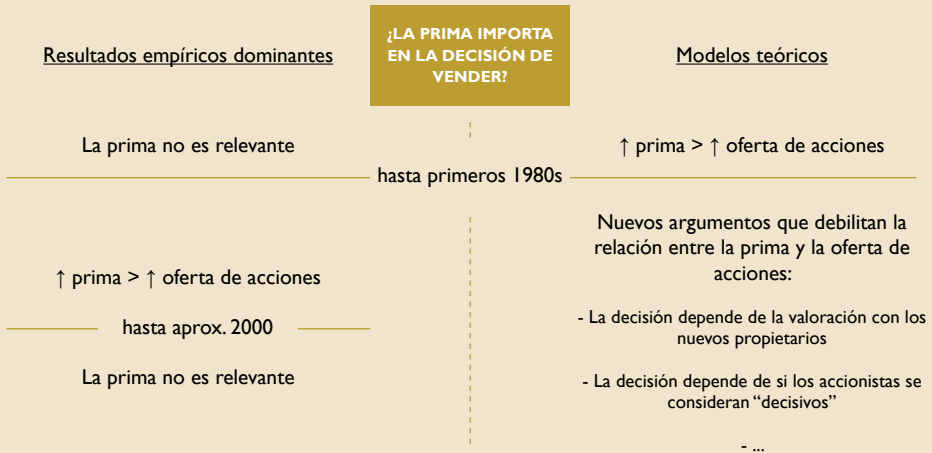
## 2. LA TEORÍA: ¿INFLUYE LA PRIMA EN LA DECISIÓN DE VENTA?

La teoría nos ofrece diversas vías para explicar la dificultad que tienen los trabajos empíricos para encontrar evidencia favorable a la hipótesis, en principio intuitiva, de que a mayor prima, mayor será el número de accionistas que acepten una determinada OPA.

De una manera esquemática, podríamos decir que hasta el trabajo de Grossman y Hart (1980) la teoría sugería que los potenciales compradores se enfrentaban a una curva de oferta de acciones con pendiente positiva. Este resultado estaba basado principalmente en el supuesto de que los accionistas tenían valoraciones diferentes sobre la empresa objetivo.

A partir del trabajo citado se relativiza la importancia de la prima ofrecida y se resalta que lo relevante para que los accionistas tomen su decisión no sería la valoración que tendría la empresa con los actuales gestores, sino la valoración que podría alcanzar si la OPA tiene éxito. Por tanto, como la prima se calcula en relación a la valoración de la empresa con la gestión actual, ésta pierde importancia en la toma de decisiones de los accionistas.

De este modo, aunque la prima sea muy elevada, si los accionistas esperan que la revalorización de la empresa sea aun mayor con los nuevos directivos, entonces no venderían para aprovecharse de esa revalorización. Este comportamiento de polizón o “free rider” origina el conocido resultado al que llegan Grossman y Hart (1980): la imposibilidad de que exista una oferta que tenga éxito y que al mismo tiempo sea beneficiosa para el comprador.

Ilustración 1. **Cronología del efecto de la prima en la literatura**


Para llegar a este resultado se realizan dos supuestos básicos: **a)** la existencia de información completa que implica, por ejemplo, que los accionistas y el comprador tienen la misma información; y **b)** la no existencia de accionistas "decisivos" o "pivotes" (*"pivotal shareholders"*), lo que implica que cada uno de los accionistas considera que su decisión no afecta a las probabilidades de éxito de la operación. El abandono de cada uno de estos dos supuestos ha originado una amplia literatura:

**A)** Cuando **la información no es completa** los diferentes agentes involucrados disponen de una información diferente cuando toman sus decisiones. Las asimetrías en la información han sido modelizadas de diversas maneras, siendo muy frecuente el caso en el que se asume que la información del comprador, sobre el posible valor de la empresa en caso de éxito de la operación, es superior a la de los actuales accionistas.

La intuición nos llevaría a apuntar a que esta mayor información podría generar equilibrios en los que se podría superar el problema del *"free rider"*. Sin embargo, a menos que introduzcamos hipótesis adicionales, las nociones de equilibrio utilizadas en teoría de juegos descartarían este tipo de equilibrios ya que exigirían que el comprador tuviese que realizar una oferta igual al valor esperado de la empresa en caso de éxito de la operación.

La explicación reside en que los accionistas deducen que el comprador no va a lanzar una operación que le reporte un beneficio es-



perado negativo. Por ello, la mera presentación de una puja actúa como mecanismo revelador de información privada por lo que pujas mayores podrían señalar un mayor valor esperado con la gestión del nuevo comprador. Si esto fuera así, mayores pujas no necesariamente incrementarían la propensión a vender de los actuales accionistas debido a que intentarían sacar rendimiento, de ese mayor valor, manteniendo las acciones. Un modelo de este tipo se desarrolla, por ejemplo, en Durá y Pérez-Soba (2007).

Una vía de superar este problema es la analizada, por ejemplo, en Shleifer y Vishny (1986) donde el comprador ya tendría de manera previa un paquete de acciones (*“toehold”*). En este caso el beneficio de la operación para el comprador no vendría de las acciones adquiridas sino de la revalorización de las acciones poseídas previamente.

En todo caso este tipo de equilibrios presentan una implicación clara desde nuestro punto de vista: debilita la relación entre la decisión de vender y el tamaño de la prima calculada con la valoración de las empresas con los actuales gestores. El modelo que desarrollamos trata de contrastar si la evidencia empírica española apoya la hipótesis de que efectivamente la prima es relevante para explicar el comportamiento de los accionistas.

**B)** El otro de los grandes supuestos del modelo de Grossman y Hart (1980) consiste en que cada accionista considera que su comportamiento no afecta al resultado de la operación.

Cuando se elimina este supuesto pueden aparecer los llamados accionistas “decisivos”. Un accionista es “decisivo” cuando, *dado el comportamiento de los demás accionistas*, su decisión de rechazar la oferta implica que la OPA fracasa. Por tanto, este tipo de accionista no podría actuar como polizón y tendrían una mayor propensión a aceptar la oferta.

El que un accionista sea “decisivo” depende del tipo de equilibrio que estemos considerando y, en muchas ocasiones, se trata de consideraciones teóricas con una compleja plasmación práctica. En principio, como guía podríamos considerar que cuanto mayor sea la participación de un accionista en la empresa objetivo, mayor será la probabilidad de ser “decisivo” para el éxito de la operación y, por tanto, mayor será el incentivo a vender sus acciones (o, al menos, una parte de ellas).

Por tanto, lo relevante de estos modelos es que, de nuevo, contribuyen a debilitar la relación teórica entre la prima y las probabilidades

de éxito de la operación, ya que la decisión de los accionistas no dependería tanto de la prima sino de las probabilidades de que se consideren decisivos. Es decir, un accionista que se ve a sí mismo como decisivo tendría fuertes incentivos a vender incluso con una prima muy ajustada, y a la inversa.

En estos modelos el oferente tendría incentivos para intentar incrementar la probabilidad de aquellos equilibrios en los que un mayor número de accionistas sean “decisivos”. Para ello, por ejemplo, podría incrementar el límite mínimo al cual condiciona el éxito de la operación. En nuestro modelo empírico introducimos una variable de este tipo para contrastar si la evidencia para España es consistente con esta hipótesis.

### 3. EL CASO ESPAÑOL (1995 – 2007)

Nuestro análisis de la experiencia española comienza en 1995 y finaliza en julio de 2007 momento en el que, como consecuencia de la trasposición de la Directiva Europea, entra en vigor una importante modificación en la legislación de OPAs que afecta de manera relevante a alguna de las variables que utilizamos.

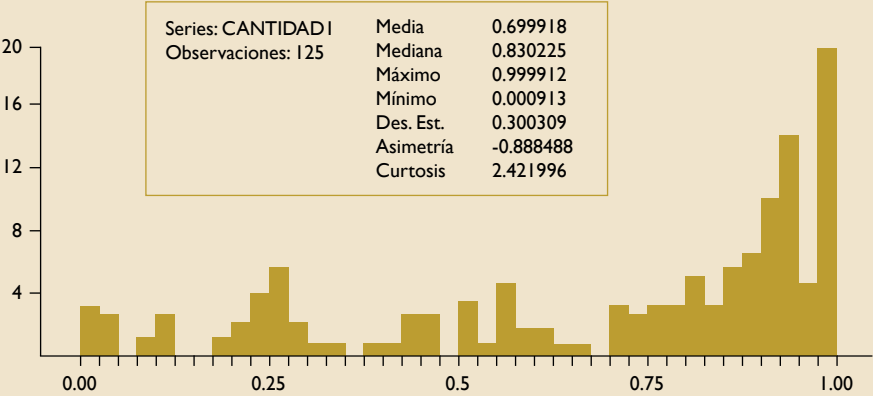
La muestra incluye todas las OPAs autorizadas durante el período mencionado de las que hemos eliminado: a) aquellas OPAs que son de exclusión (49) ya que no constituyen el objeto de nuestro análisis; b) las 16 OPAs en las que no hubo ninguna aceptación debido a la existencia de OPAs competidoras; y c) 10 OPAs sobre las que no ha sido posible encontrar todos los datos necesarios. Como resultado nuestra muestra asciende a 125 OPAs.

El modelo que planteamos trata de explicar la proporción de acciones que aceptan una determinada oferta de adquisición, variable a la que llamaremos **CANTIDAD 1** o **CANTIDAD 2**, según definimos a continuación. En ambos casos, no tenemos en cuenta aquellas acciones a las que no va dirigida la OPA, como son las que se incluyen en la autocartera o las acciones que ya posee el comprador, a las que agrupamos bajo el epígrafe de “inmovilizadas”.

De este modo, definimos la variable **CANTIDAD 1** de la siguiente manera:

$$CANTIDAD1 = \frac{n^{\circ} \text{ acciones que aceptan la OPA}}{n^{\circ} \text{ acciones totales} - n^{\circ} \text{ acciones inmovilizadas}}$$

Ilustración 2. Histograma y estadísticos descriptivos de CANTIDAD 1



Entre los descriptivos de esta serie destaca lo elevado de su mediana (un 83%) frente a la media (un 70%) y la concentración de las observaciones en valores superiores al 80%.

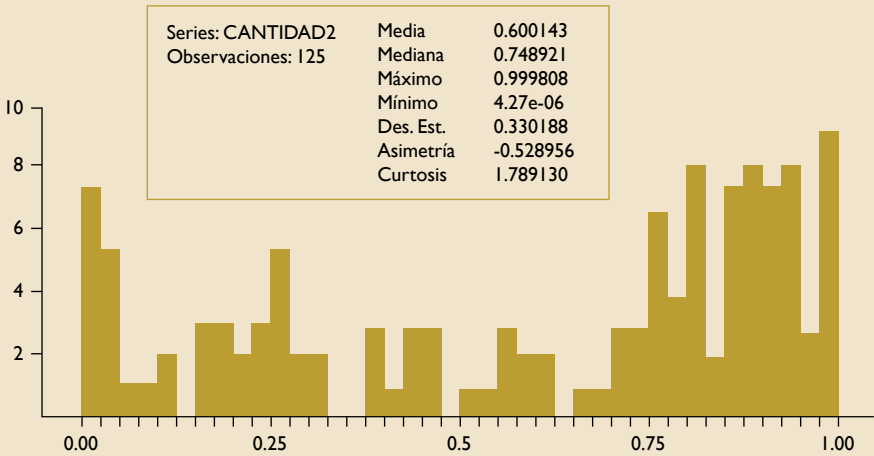
En algunas OPAs el comprador llega a pactos previos con una parte de los accionistas en los que éstos se comprometen a vender sus acciones en la OPA. Por ello, vamos a considerar otra variable dependiente a la que llamaremos, **CANTIDAD 2**, que excluye de **CANTIDAD 1** las acciones que han participado en este tipo de pactos. En otras palabras, **CANTIDAD 2** sólo incluiría los títulos de aquellos accionistas que no intervienen en pactos previos con el comprador, según se desprende de la información incluida en los folletos informativos y la prensa de negocios.

$$CANTIDAD2 = \frac{(n^{\circ} \text{ acciones que aceptan la OPA} - n^{\circ} \text{ acciones del pacto de venta})}{n^{\circ} \text{ acciones totales} - n^{\circ} \text{ acciones inmovilizadas} - n^{\circ} \text{ acciones del pacto de venta}}$$

En este caso, el porcentaje medio de acciones que aceptan las OPAs disminuye hasta el 60% y la mediana hasta el 74%. Destaca también cómo las frecuencias de la **CANTIDAD 2** se distribuyen más homogéneamente.

Para explicar el comportamiento de cualquiera de las variables **CANTIDAD** utilizamos una serie de variables explicativas que vienen sugeridas, por una lado, por la literatura teórica y empírica y, por otro, por las especificidades de la normativa española vigente en el periodo de estudio. Así, la forma genérica del modelo que planteamos es la siguiente:

Ilustración 3. Histograma y estadísticos descriptivos de CANTIDAD 2



$CANTIDAD\ X = f(AMENAZA, PACTO, PRIMA, INICIAL, HOSTIL, MÍNIMO, EXPANSIÓN)$

• La variable **AMENAZA** es una de las novedades que aporta nuestro trabajo. Esta variable toma el valor uno cuando el oferente declara en el folleto informativo que tiene la intención, en caso de éxito de la operación, de excluir el valor de cotización sin lanzar una OPA de exclusión (63 operaciones). En caso contrario toma el valor cero (62). Consideramos que la existencia de una declaración de este tipo supone una “amenaza” para los actuales accionistas ya que si deciden no vender se podrían encontrar en posesión de un título no líquido, lo que le restaría atractivo. Por tanto, esperaríamos que en aquellas operaciones en las que esté presente este tipo de amenaza la proporción de acciones vendidas sea mayor.

Es importante destacar que la modificación de la normativa de OPAs en España, que entró en vigor en julio de 2007, prácticamente, elimina este mecanismo al introducir los derechos de compra-venta forzosos (*squeeze out rights*) en el caso de que la OPA supere unos determinados niveles de aceptación<sup>2</sup>.

• La variable **PACTO** toma el valor uno en aquellas operaciones (63) en las que existe un pacto previo entre el oferente y algunos de los accionistas, y cero en caso contrario. En las operaciones que han existido pactos su tamaño medio ha estado en torno al 50% del capital aunque la desviación típica del tamaño es elevada (27,74%).

Estos pactos tienen importancia teórica ya que para diversos autores — por ejemplo, Shleifer y Vishny (1986) — sería una de las vías de superar el problema del polizón.

Cuando la variable a explicar sea *CANTIDAD 1*, cabe esperar que la variable *PACTO* tenga una influencia positiva ya que una parte de los accionistas se ha comprometido a vender y, por tanto, es natural que, en media, sea mayor el porcentaje de aceptaciones. Resulta más complejo realizar una predicción clara de su influencia en la variable *CANTIDAD 2*, que recoge sólo a aquellos accionistas que no participan en los pactos. En este caso, dicha influencia dependerá, a su vez, de si la existencia de pactos aumenta o disminuye la percepción de estos accionistas de considerarse “decisivos”.

Más interesante es el análisis de la existencia de pactos cuando se combina con el impacto de la prima sobre los accionistas. Una de las hipótesis que planteamos es que se podrían utilizar los pactos para tratar de excluir, total o parcialmente, de los beneficios derivados del cambio de control a aquellos accionistas que no participan en dichos pactos. El mecanismo para hacerlo sería introducir en los pactos otras contraprestaciones adicionales a la prima que se estipula en la OPA.

Si esto fuera así podría esperarse que el comportamiento de los accionistas, en relación a la prima ofrecida, difiera dependiendo de si participan o no en dichos pactos. En concreto, la prima sería menos importante para los accionistas que forman parte de los pactos ya que para tomar su decisión habrían tenido en cuenta también otras posibles contraprestaciones, mientras que los accionistas que no participan tendrían en el precio su única contraprestación. Por tanto, aunque hay que recordar que la teoría no proporciona un enfoque único, en el caso de que la prima fuera significativa para explicar el comportamiento de alguno de los accionistas podríamos esperar que estos fueran los accionistas que no participan en los pactos.

- Para el cálculo de la variable **PRIMA** hemos comparado el precio incluido en la OPA con el precio previo de mercado, al que llamamos precio de referencia. Así,

$$PRIMA = (Precio\ OPA - Precio\ Referencia) / Precio\ Referencia$$

Para el cálculo del precio de referencia existen diferentes alternativas. Desde los trabajos de Hoffmeister y Dyl (1980) o Walkling (1985) existen fuertes argumentos para elegir el momento en el que

se hace pública la primera información como alternativa a la fecha de registro en la Comisión de Valores. Para ello, hemos consultado tanto los registros oficiales de “Hechos Relevantes” como lo publicado en la prensa especializada con anterioridad a que se registre la OPA. Una vez obtenida la fecha del primer anuncio público, siguiendo a Walkling (1985), le restamos 15 días para obtener el precio de mercado. Esto se realiza para intentar eliminar fluctuaciones debido a posibles rumores o filtraciones<sup>3</sup>.

Como contraste también hemos utilizado las primas con respecto a las cotizaciones de los 10 y 30 días anteriores; las medias de los 10, 15 y 30 días anteriores y, finalmente, dichas primas descontando el efecto “sector”. Los principales resultados cualitativos, que se describirán en el siguiente apartado, son robustos a estos cambios en el cálculo de la prima.

Como se puede observar en la **Tabla 1**, la media de las primas que hemos obtenido para las operaciones realizadas entre 1995 y 2007 se sitúa en el 22,6% (mediana 18,8%), lo que es una cifra algo superior al resultado obtenido por otros trabajos previos para el caso español que obtenían primas medias entre el 14% y el 16% e incluso el 10%. Hay que tener en cuenta que los periodos temporales son muy diferentes – el nuestro es más reciente y prolongado - y las metodologías también difieren<sup>4</sup>. En diversos trabajos se utiliza la metodología del “*event study*” que, aunque es muy útil en muchos contextos, en nuestro caso implicaba reducir la muestra en casi un tercio de las operaciones debido a la falta de datos para su adecuada estimación. De hecho, en los trabajos que han utilizado este método la muestra utilizada es sensiblemente más pequeña que la población de OPAs.

Tabla 1. Estadísticos descriptivos para la variable PRIMA

|         |   | MEDIA  | MEDIANA | QUANT. (P=0,75) | DESV.TÍP. | OBSERVACIONES |
|---------|---|--------|---------|-----------------|-----------|---------------|
| Total   |   | 0.2268 | 0.1881  | 0.3874          | 0.3528    | 125           |
| Pacto   | 0 | 0.2599 | 0.1883  | 0.3565          | 0.2768    | 62            |
|         | 1 | 0.1941 | 0.1820  | 0.4042          | 0.4139    | 63            |
| Amenaza | 0 | 0.2033 | 0.1744  | 0.2975          | 0.3166    | 62            |
|         | 1 | 0.2498 | 0.2000  | 0.4255          | 0.3862    | 63            |

Total: descriptivos de PRIMA en toda la muestra;  
Pacto y Amenaza: descriptivos para aquellos casos en que estas variables toman valores uno y cero.

Entre los estudios que estiman primas para el caso español podemos citar el trabajo de Ocaña y otros (1997) que obtienen una prima media del 14% para el periodo 1990-1993; el de Fernández y García (1995) en el que se analiza las OPAs ocurridas entre 1985-1993 y obtiene un rendimiento anormal acumulado, que mediría el tamaño de la prima, en el entorno del 10%; Eguidazu (1996) calcula la prima ofrecida en la OPA descontando del precio de la OPA un precio medio (simple y ponderado) calculado con las cotizaciones de las cincuenta sesiones anteriores, obteniendo como resultado una rentabilidad del 16,1% y del 14,2% según la media sea simple o ponderada por la capitalización; finalmente el trabajo de Fernández y Gómez-Ansón (1999) estima una prima media en el entorno del 15% para el periodo comprendido entre 1988 y 1994.

En la **Tabla 1** también se observa que la media de las primas en las operaciones en las que existe un pacto previo (19,4%) es inferior a la de las operaciones en las que no existe un pacto (25%). Lo contrario ocurre con la presencia de amenaza, las primas son más bajas en las operaciones sin amenaza (20,3%) que en las que cuentan con ella (25%).

- La variable **INICIAL** recoge el porcentaje del capital de la empresa objetivo que posee el comprador antes de lanzar la OPA. En un total de 76 operaciones el comprador tenía alguna participación que oscila entre menos del 1% y más del 99% con una mediana del 36,5% (media del 43,2%). De acuerdo con lo comentado en el apartado 3, esperaríamos una influencia positiva de esta variable en el número de aceptaciones ya que la posesión inicial de acciones se podría ver como una manera de sortear el problema del polizón.
- En el caso de la variable **HOSTIL**, que toma un valor uno si el equipo directivo se opone a la OPA y cero en caso contrario. Esperaríamos que su coeficiente fuese negativo y significativo ya que, como se ha apuntado, la oposición del equipo directivo es una de las principales variables que incidiría en el fracaso de una OPA. En nuestra muestra sólo el 10% de las operaciones cuenta con oposición.
- La variable **MÍNIMO** recoge la proporción del capital a la que el oferente condiciona el éxito de la operación. En el 44% de las operaciones de la muestra el comprador introduce una condición de este tipo que en media alcanza el 47% del capital (mediana del 50%), aunque el intervalo es muy amplio oscilando entre 3,9% y el 80%.

Es de esperar que cuanto mayor sea el mínimo al que se condiciona la oferta mayor será el número de los accionistas que acepten la oferta debido a que aumentan las probabilidades de que los accionistas se consideren “decisivos”.

- Por último se ha introducido una variable que intenta medir la influencia de la etapa del ciclo económico en el comportamiento de los accionistas. Así, la variable **EXPANSIÓN** toma el valor 1 cuando el crecimiento del PIB del año en el que se culmina la OPA es mayor de 3,5% y cero en el resto de los casos. Se han considerado otras posibilidades para medir el posible efecto del paso del tiempo o de la situación cíclica de la economía o de los mercados bursátiles pero los resultados cualitativos no varían con los que se comentarán en el apartado siguiente<sup>5</sup>.

#### 4. RESULTADOS PARA EL MERCADO ESPAÑOL

Como se ha comentado, el modelo empírico que planteamos intenta explicar que variables contribuyen a explicar la proporción de aceptaciones entre los accionistas a los que va dirigida la OPA.

Existen argumentos para considerar la variable *PRIMA* como una variable endógena y, por tanto, de determinación “simultánea” a la variable dependiente que estemos considerando. Por ello, presentamos los resultados tanto de los modelos en los que se asume que la *PRIMA* es exógena (en cuyo caso realizamos la estimación por mínimos cuadrados —“*ls*” en la tabla —) como cuando se considera que la *PRIMA* es endógena (donde procedemos a realizar la estimación por el método de mínimos cuadrados en dos etapas, “*2s/ls*”<sup>6</sup>). Cualitativamente apenas existen diferencias en los resultados obtenidos por los dos métodos de estimación. Los resultados obtenidos para cada una de las variables explicativas se incluyen en la **Tabla 2** y se resumen a continuación, dejando los comentarios de la *PRIMA* para el final:

- Con relación a la variable **INICIAL** podemos observar que en todos los modelos su coeficiente es positivo y significativo. Es decir, cuanto mayor sea la participación inicial del comprador, mayor será la propensión de los accionistas a aceptar su oferta. Una posible explicación teórica se derivaría de lo comentado en el apartado 3, en el sentido de que sería una de las maneras de sortear el problema del polizón.
- En el caso de la variable **HOSTIL**, y en contra de lo esperado, no se identifica una relación significativa sobre la oferta de acciones.



Esperaríamos una influencia negativa ya que se ha apuntado que la oposición del equipo directivo es una de las principales variables que incidiría en el fracaso de una OPA.

Este resultado se podría deber a la especificación del modelo ya que, por un lado, sólo tenemos en cuenta aquellas OPAs que se mantienen hasta que se pronuncian los accionistas, por lo que es posible que hayan existido OPAs que se han retirado o, incluso, que no se hayan llegado a presentar ante la constatación de una fuerte oposición por parte de los directivos. Por otro lado, la resistencia del equipo directivo podría haber provocado una elevación de la prima lo que generaría que, en nuestro modelo, este efecto se viera recogido de manera indirecta a través de la variable *PRIMA* y no de la variable *HOSTIL*.

Tabla 2. Modelos explicativos de la oferta de acciones

ls, estimación por mínimos cuadrados ordinarios.  
2sls, estimación por mínimos cuadrados en dos etapas con las variables instrumentales: *Competidora*, *Parcial*, *Comprador no familiar*, *Horizontal*.  
Entre paréntesis estadístico t calculado con errores estándar consistentes con heterocedasticidad  
125 observaciones

|              | CANTIDAD 1         |                    | CANTIDAD 2         |                    |
|--------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|              | LS                 | 2SLS               | LS                 | 2SLS               |
| C            | 0.302***<br>(4.26) | 0.226**<br>(2.51)  | 0.165**<br>(2.49)  | 0.079<br>(0.88)    |
| Prima        | 0.075<br>(1.30)    | 0.441<br>(1.52)    | 0.285***<br>(4.18) | 0.703**<br>(2.17)  |
| Inicial      | 0.295***<br>(2.71) | 0.339***<br>(2.79) | 0.442***<br>(3.79) | 0.492***<br>(3.84) |
| Hostil       | 0.020<br>(0.23)    | -0.016<br>(-0.19)  | 0.059<br>(0.69)    | 0.017<br>(0.21)    |
| Mínimo       | 0.286***<br>(3.24) | 0.230*<br>(1.82)   | 0.408***<br>(3.57) | 0.344**<br>(2.47)  |
| Amenaza      | 0.152***<br>(3.35) | 0.122**<br>(2.24)  | 0.147***<br>(2.90) | 0.113*<br>(1.84)   |
| Pacto        | 0.272***<br>(4.50) | 0.329***<br>(4.47) | 0.104<br>(1.54)    | 0.170**<br>(2.08)  |
| Expansión    | 0.058<br>(1.31)    | 0.021<br>(0.39)    | 0.075<br>(1.57)    | 0.033<br>(0.55)    |
| R2 ajustado  | 0.348              |                    | 0.309              |                    |
| GR2 ajustado |                    | 0.355              |                    | 0.248              |

\*, \*\*, \*\*\*, significatividad al 10%, 5% y 1%, respectivamente.

- Con la variable **MÍNIMO** esperamos un efecto positivo debido a que, como comentamos, podría contribuir a aumentar la probabilidad de que los accionistas se consideren como “decisivos”. En la **Tabla 2** se observa que nuestros modelos apoyarían este resultado ya que en todos los casos el coeficiente es positivo y significativo.

- La variable **AMENAZA** también genera el efecto esperado pues, como se observa en la **Tabla 2**, su coeficiente es positivo y significativo en todos los modelos. Desde un punto de vista cuantitativo, la presencia de una amenaza de este tipo elevaría las acciones que aceptan la oferta en una cantidad que se sitúa entre 11 y 15 puntos del capital, con una media de 13,3 puntos. A modo de ilustración podríamos considerar que una OPA sin amenaza que obtenga un aceptación del 40% del capital podría fracasar, si se ha vinculado el éxito a la obtención del 50%, pero podría haber tenido éxito si se hubiera incluido una amenaza de este tipo, en cuyo caso, el grado de aceptación se hubiera elevado por encima del 53%.

Este es un importante resultado ya que este tipo de mecanismo ponía a disposición del oferente un instrumento adicional para influir en la decisión de venta de los accionistas. Como se comentó, con la reforma legal de 2007 esta posibilidad queda bastante limitada.

- Sobre la variable **PACTO** la hipótesis que planteamos es que se podría intentar excluir a los accionistas fuera del pacto (normalmente accionistas minoritarios) de los beneficios derivados del cambio de control. El instrumento sería el compensar a los accionistas que intervienen en los pactos con otras contraprestaciones diferentes a la prima incluida. Si esto fuera así podríamos esperar que la influencia de la prima, si existiera, sería mayor en los accionistas que no participan en los pactos. Estas relaciones las analizaremos cuando comentemos los efectos de la prima posteriormente. A continuación nos centramos únicamente en la significatividad de los coeficientes de la variable **PACTO**.

En el caso de los modelos con la **CANTIDAD 1** los coeficientes del **PACTO** son positivos y significativos lo cual no debería extrañar ya que en aquellas operaciones en las que hay pacto una parte de los accionistas ya se ha comprometido a vender y, por tanto, es natural que, en media, sea mayor el porcentaje de aceptaciones.

Más interesante es analizar el impacto de la existencia de pactos en el resto de los accionistas que no participan de dichos acuerdos, lo cual se recoge en los modelos con la variable **CANTIDAD 2**. En este caso el coeficiente de la variable **PACTO** es positivo en todos

los casos, pero sólo es significativo cuando consideramos la variable *PRIMA* como endógena. Por tanto, podríamos decir que existe cierta evidencia de que la existencia de pactos entre algunos accionistas y el comprador incrementa la propensión a vender del resto de los accionistas, aunque la evidencia no es concluyente.

- La variable **EXPANSIÓN** se ha introducido para intentar detectar si el ciclo económico influye en el comportamiento de los accionistas. En nuestro modelo no aparecen indicios de que el ciclo tenga capacidad explicativa sobre la decisión de venta de los accionistas ya que el coeficiente de esta variable no es significativo. Como se comentó en el apartado anterior, para intentar captar este tipo de efectos se han utilizado otras alternativas obteniendo un resultado cualitativo similar al expresado aquí.

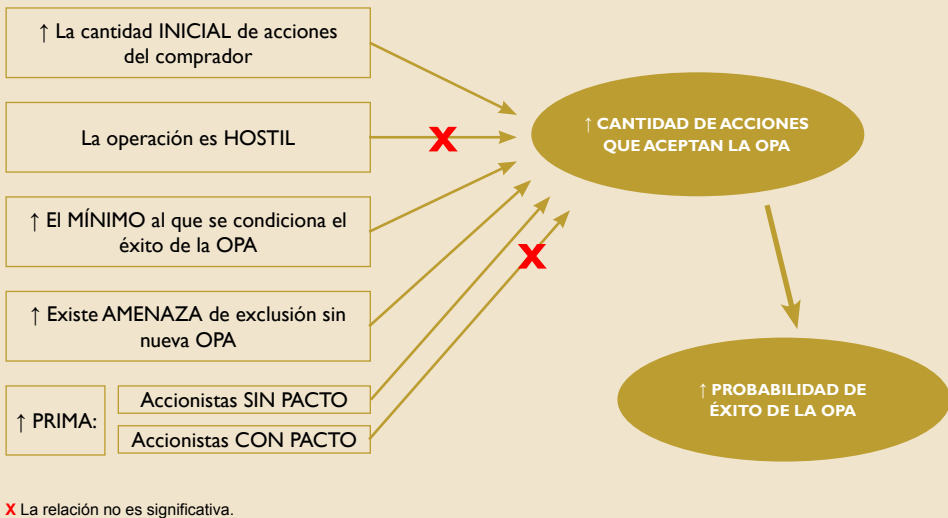
- Finalmente, en lo que se refiere a nuestra principal variable de estudio, la **PRIMA**, la evidencia que se obtiene, aunque no es concluyente, aporta algún resultado de gran interés. En la **Tabla 2** se observa cómo en los modelos para la *CANTIDAD 1* la prima tiene coeficientes positivos, pero no son significativamente diferentes a cero. Por tanto, este resultado coincidiría con los trabajos empíricos más recientes que no encuentran evidencia de que la prima sea relevante para explicar el comportamiento de los accionistas a la hora de aceptar o rechazar la oferta.

No obstante, cuando observamos los modelos en los que la variable dependiente es la *CANTIDAD 2*, es decir, cuando analizamos el comportamiento sólo de aquellos accionistas que no han participado en un pacto previo con el vendedor, entonces los coeficientes de la prima son también positivos pero esta vez significativos. Es decir, para los accionistas que no participan en pactos previos con el oferente un incremento de la prima induce a que se ponga en venta un mayor número de acciones. Con los datos contenidos en la **Tabla 2** podríamos realizar una aproximación cuantitativa: por cada 10 puntos que se incrementara la prima, el porcentaje del capital que aceptaría la oferta se incrementaría entre 2,8 y 7 puntos.

Por tanto, encontramos el resultado de que el efecto de la prima sobre la decisión de vender depende del tipo de accionistas que estemos considerando: (i) en los accionistas que no participan en pactos induce a vender más acciones y (ii) no tiene efectos relevantes entre aquellos accionistas que tienen pactos. Este resultado es consistente con nuestra hipótesis de que si los accionistas incluidos dentro del pacto pueden acceder a otras contraprestaciones, en-

tonces la influencia de la prima ofrecida en la OPA sería menor que para el resto de los accionistas que tomarían sus decisiones con la única contrapartida del precio de la OPA. De este modo, los pactos previos podrían ser utilizados como un mecanismo para evitar extender los beneficios del cambio del control al conjunto del accionariado de la empresa objetivo.

#### Ilustración 4. Resumen de los resultados empíricos para España



El resultado anterior podría estar indicando la existencia de un mecanismo para sortear la llamada “regla de igualdad de oportunidades” que teóricamente rige en España para adquisiciones que superen determinados umbrales y por la cual todos los accionistas deberían recibir una igualdad de trato ante un cambio de control de una empresa cotizada. El resultado sería una aproximación a la “regla de mercado” por la que existiría libertad para que el oferente negociara por separado la adquisición de diferentes bloques de acciones. Este resultado de que la prima sólo tiene capacidad explicativa sobre el comportamiento de los accionistas cuando no existen pactos se podría relacionar con algunos de los resultados obtenidos en la literatura empírica. Así, Walkling (1985), por ejemplo, encuentra que la prima es significativa sólo en las operaciones en las que la dirección de la empresa objetivo muestra resistencia a la operación mientras que no lo es cuando el equipo directivo es neutral o cola-

bora con el comprador. Naturalmente puede haber acuerdos entre accionistas y compradores, tanto si el equipo directivo coopera con el comprador como si no lo hace. Pero suele ser más probable que cuando existen pactos importantes entre accionistas el equipo directivo coopere o por lo menos no muestre su oposición. De hecho, en nuestra muestra sólo en un tercio de las operaciones en las que el equipo directivo se opone al comprador existen acuerdos entre éste y una parte de los accionistas.

### 5. CONCLUSIONES Y PRINCIPALES IMPLICACIONES

Finalizamos el artículo con un apartado en el que intentamos realzar las implicaciones o lecciones que se derivan de nuestro trabajo para aquellos gestores de empresas que participen en el diseño y lanzamiento de una OPA.

La implicación básica se refiere a que no siempre cuando se eleva la prima ofrecida se consigue que un mayor número de accionistas acepten la oferta de compra. Por ello, cuando se planea una OPA habría que prestar especial atención a la relación entre los objetivos perseguidos y los instrumentos para conseguirlos ya que no necesariamente tendrían que afectar al precio ofrecido.

Es importante conocer los argumentos teóricos que debilitan la relación entre la prima y las decisiones de venta de la empresa objetivo para tratar de incidir en esas otras variables.

(i) Uno de esos argumentos se refiere a que lo que interesa comparar con el precio ofrecido en la OPA es la valoración que podría alcanzar la empresa si la OPA tiene éxito y no la valoración de la empresa bajo los actuales propietarios, que es lo que mide la prima. Como, además, los supuestos de racionalidad implican que los accionistas descartan que el oferente vaya a lanzar una OPA con la cual espere obtener un beneficio negativo, ambas consideraciones van a implicar que una prima elevada pueda señalar que el comprador espera una revalorización de la empresa aun mayor y ello incentivaría a los accionistas a no vender sus acciones para aprovecharse de esa revalorización futura —problema del polizón—.

Para romper estas expectativas pueden existir diferentes vías<sup>7</sup>. Una de ellas resalta la importancia de que el oferente posea una participación en el capital de la empresa objetivo de manera previa a lanzar la OPA. De hecho, en el 61% de las operaciones de nuestra muestra el oferente ya era accionistas de la empresa sobre la que lanzaba la OPA.

El hecho de poseer una participación de manera previa puede romper las expectativas de que el precio ofrecido esté significativamente por debajo de la revalorización de la empresa esperada por el comprador. Esto es debido a que los accionistas ya no podrían descartar que el precio ofrecido esté próximo a dicha revalorización ya que, en este caso, la vía para obtener un beneficio positivo de la OPA vendría a través de la revalorización de la participación previa. Esta posibilidad incrementa la propensión a vender.

Por ello, una recomendación clara es que el oferente esté presente en el capital de la empresa de manera previa a lanzar la OPA. Otra cuestión distinta es la estrategia para la compra de la participación que puede ser un tema complejo debido a las señales que se lanzan al mercado. Asimismo, se plantean otros problemas como la gestión de esa participación en caso de que la operación finalmente no tenga éxito.

(ii) Otro argumento teórico, que debilita la relación entre la prima y la decisión de venta, se refiere a que los accionistas sean “decisivos” en el sentido de que, dado el comportamiento de los demás, su rechazo de la oferta conllevaría el fracaso de la operación. En este caso, no tendría disponible la estrategia de esperar para aprovecharse de la revalorización y, por ello, estarían más dispuestos a aceptar la oferta. De este modo, al oferente le interesaría incrementar las probabilidades de que los accionistas se consideren “decisivos”.

Una estrategia para lograrlo sería incrementar el mínimo de acciones al cual se condiciona el éxito de la operación. Casi un 50% de las OPAs analizadas cuenta con este tipo de límites y en la experiencia española se observa que, a igualdad en el resto de condiciones, el porcentaje de acciones que aceptan la oferta es significativamente mayor cuanto mayores son estos umbrales mínimos. También puede ocurrir que el oferente no esté interesado en adquirir muchas más acciones de las que ya tiene comprometidas y que haya tenido que lanzar la OPA para cumplir con la normativa. En este caso, la estrategia lógicamente sería la contraria.

(iii) Por otra parte, una implicación importante de nuestro modelo se refiere a la importancia que pueden tener los pactos que se alcanzan, de manera previa a lanzar una OPA, con una parte de los accionistas — la literatura normalmente se ha centrado en la importancia de llegar a un acuerdo con el equipo directivo, aspecto que no ha sido objeto de nuestro trabajo —.



En el caso español, la normativa establece la obligatoriedad de lanzar una OPA, a partir de la adquisición de determinados umbrales de capital de empresas que coticen en Bolsa, con el objetivo de ofrecer, en esos casos, una igualdad de trato a todos los accionistas. Una implicación de nuestro trabajo consiste en que se podría estar utilizando los pactos para ofrecer un trato desigual a los diferentes accionistas. Así, en la mitad de las OPAs españolas analizadas han existido pactos de este tipo y se observa que la prima sólo tiene efectos sobre los accionistas que no han participado en este tipo de pactos. Esto podría ser una evidencia favorable a la hipótesis de que aquellos accionistas que pactan con el vendedor adoptan sus decisiones basándose, además, en otras contrapartidas no incluidas en la OPA.

Por ello, un elemento importante a la hora de lanzar una OPA es el análisis de la estructura del capital y la exploración de las posibilidades que ofrecen los pactos previos.

**(iv)** Asimismo, nuestro trabajo tiene otras aplicaciones en el sentido de que se pueden utilizar otras variables diferentes a la prima para influir en las decisiones de venta. Especial importancia tiene la variable que hemos llamado “amenaza” que supone que el oferente realiza una declaración de que tiene intención de excluir el valor de la cotización en los mercados sin lanzar una futura OPA de exclusión. La utilización de este tipo de estrategia podría generar que el porcentaje de aceptaciones se elevara hasta en 15 puntos según nuestro trabajo empírico. No obstante, la actual normativa, vigente desde 2007, aunque no llega a eliminar del todo sus posibles efectos, disminuye en buena medida el alcance de la utilización de este tipo de estrategia.

**(v)** Finalmente, de nuestro estudio no se extrae ninguna implicación en lo que se refiere a los efectos que el momento del ciclo económico o bursátil pueda tener sobre el comportamiento de los accionistas de la empresa objetivo en una OPA concreta.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alcalde, N.; Espitia, M. (2003) "The characteristics of takeover targets: The Spanish evidence (1991-1997)", *Journal of Management and Governance*, Vol. 7, p. 1-26.
- Aparicio, C. (2007): "Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas", CNMV, Monografía nº 20.
- Azofra, V.; Fortuna, J.M.; De la Fuente, G. (2002) "Mecanismos internos de supervisión y tomas de control en España", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 11, núm. 4, p. 203-220.
- Baixauli, J.S. (2004) "El problema del free-rider en las tomas de control y la regulación de las OPAS", *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 10, núm. 2, p. 141-158.
- Baker, M.; Savasoglu, S. (2001) "Limited arbitrage in mergers and acquisitions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, p. 91-115.
- Branch, B.; Wang, J.; Yang, T. (2008) "Takeover Success Prediction: Neural Networks vs. Logistic Regression Models", *International Review of Financial Analysis*, Vol. 17, p. 1186-1193.
- Durá, P.; Pérez-Soba, I. (2007) "La amenaza de exclusión bursátil en una OPA ¿Un mecanismo de dilución de los derechos de propiedad?", *Documentos de Trabajo E-prints*, núm. 6118, Universidad Complutense de Madrid.
- Eguidazu, S. (1996) "Gobierno de la empresa", *Revista de la Empresa-Icade*, núm 39, p. 11-31.
- Escardíbul, B.; Rovira, R.; Somoza, A. (1998) "Características financieras de las empresas adquiridas mediante una oferta pública de adquisición de acciones: el caso de España (1994-1996)", *Actualidad Financiera*, Año nº3, núm. 9, p. 11-22.
- Farinós, J.E.; Fernández, M. (1999) "La incidencia de una OPA sobre la actividad negociadora y la estimación del riesgo sistemático de las empresas objetivo", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, núm. 100, p. 381-401.
- Fernández, M.; Baixauli, J. S. (2001) "Un estudio empírico sobre las motivaciones de las adquisiciones parciales en la bolsa española", Documento de Trabajo WP-EC 2001-08, Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Fernández, M.; García, C. J. (1995) "El efecto de la publicación de una OPA sobre la rentabilidad de las acciones", *Revista Española de Economía*, Vol. 12, núm. 2, p. 219-240.
- Fernández, A.I.; Gómez-Ansón, S. (1999) "Un estudio de las OPAS en el mercado de valores español", *Investigaciones Económicas*, Vol. 23, núm. 3, p. 471-495.
- Garrido, S.; Ispizua, A. (2003) "Un modelo explicativo de las primas recibidas por las empresas objeto de toma de control mediante OPA en España", *Revista ICADE*, núm. 59, p. 177-191.
- Grossman, S.J.; Hart, O. D. (1980) "Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of the corporation", *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11, núm. 1, p. 42-64.
- Hayes, S.L.; Taussig, R. A. (1967) "Tactics of Cash Takeover Bids", *Harvard Business Review*, Vol. 45, núm. 2, p. 135-148.
- Hoffmeister, J.R.; Dyl, E.A. (1981) "Predicting Outcomes of Cash Tender Offers", *Financial and Management*, Vol. 10, p. 50-58.
- Jennings, R.; Mazzeo, M. A. (1993) "Competing Bids, Target Management Resistance, and the Structure of Takeover Bids", *Review of Financial Studies*, Vol. 6, núm. 4, p. 883-909.
- Mitchell, M.; Pulvino, T. (2001) "Characteristics of Risk and Return in Risk Arbitrage", *The Journal of Finance*, Vol. 56, núm. 6, p. 2135-2175.
- Ocaña, C.; Peña, I.; Robles, D. (1997) "Preliminary evidence on takeover target returns in Spain: a note", *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 24, núm. 1, p. 145-153.
- Palacín, M.J. (2004) "Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)", *Bolsa de Madrid*, núm. 128, p.72-80.
- Pellegrino, J. (1972): "Causes of Inter-firm Tender Offers: An Empirical Study, 1962-1968", Northwestern University.
- Shleifer, A.; Vishny, R.W. (1986) "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, núm. 3, p. 461-488.
- Walking, R.A. (1985) "Predicting Tender offer Success: A Logistic Analysis", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, núm. 4, p. 461-478.

---

NOTAS

\* Este trabajo se ha beneficiado de la financiación recibida por el proyecto MICINN-FEDER ECO2009-09623

1. Autor de contacto: C/ Trefacio, nº 9, 8º-A; Madrid-28043; España.
2. Este mecanismo permite que los accionistas que han rechazado la OPA en primera instancia puedan vender sus acciones tras la OPA si el comprador ha alcanzado al menos un 90% del capital.
3. Diversos trabajos indican que los 10 o 12 días anteriores al conocimiento de una OPA se producen fluctuaciones anormales en las cotizaciones de la empresa afectada.
4. El resultado también puede verse afectado por el mayor número de OPAs competidoras lanzadas desde el año 2000. De hecho, en el siguiente apartado cuando estimamos el modelo en dos etapas, en la primera etapa, en la que se estima la prima, las operaciones en las que existen OPAs competidoras la prima es significativamente mayor.
5. En efecto, se han utilizado (i) otros valores para el crecimiento del PIB y (ii) el crecimiento de los índices generales de la bolsa; asimismo (iii) se han utilizado dichas variables retardadas. Adicionalmente, (iv) se han introducido variables *dummy* para cada uno de los años incluidos en la muestra.
6. Este método implica estimar previamente un modelo para la variable PRIMA en función de todas las variables exógenas del modelo. De este modo, a las variables explicativas de la CANTIDAD se añaden otras variables instrumentales sugeridas por la literatura como la existencia de una oferta competidora; la existencia de un límite máximo; la pertenencia del comprador al mismo sector; o el carácter familiar o no del oferente.
7. Una de esas vías que no ha sido objeto de este artículo es la búsqueda de beneficios privados por parte del oferente que, en la literatura, también se conoce como la dilución de los derechos de propiedad.