

LA COMPRA DE VOLÚMENES SIGNIFICATIVOS DE ACCIONES EN EL MERCADO ESPAÑOL

MATILDE FERNÁNDEZ-BLANCO

C. JOSÉ GARCÍA MARTÍN

Universidad de Valencia

En este trabajo, se desarrolla un estudio sobre la reacción del mercado bursátil español a los anuncios publicados en la prensa económica de operaciones de compra de volúmenes significativos de acciones, analizando el efecto que se produce tanto sobre las acciones de la empresa objetivo como sobre las de las empresas compradoras. Se contrasta si estas operaciones son creadoras de valor y se comportan como las adquisiciones del mercado de control de empresas. Se estudia si la reacción encontrada depende de factores como: el tamaño del bloque, la personalidad del comprador y el buen o mal comportamiento bursátil previo de la empresa adquirida. También se analiza la influencia de una posterior fusión u OPA sobre la empresa objetivo y de la posición previa como accionista que tenía la empresa compradora del bloque. Los resultados confirman el efecto informativo del tamaño del bloque. Los accionistas de las empresas objetivo perciben siempre ganancias anormales y significativas, que sin embargo, no permiten avalar ninguna teoría o motivación en particular. Por lo que respecta a los accionistas de las empresas compradoras, solo obtienen ganancias significativas cuando invierten en empresas del mismo sector y/o con performance positiva. .

Palabras clave: Compra de bloques, Mercado de control de empresas, Infravaloración de empresas objetivo, tamaño del bloque, comprador frecuente.

(JEL C78)

1. Introducción

Desde hace más de 20 años todos los países industrializados han estado sometidos a una intensa actividad de fusiones, adquisiciones y tomas de control por parte de las empresas. Estos fenómenos que en la teoría

Los autores agradecen al editor y a dos evaluadores anónimos sus críticas y sugerencias que han mejorado notablemente este trabajo. El soporte financiero fue proporcionado por el IVIE en la convocatoria de proyectos de investigación 1996

financiera se consideraban episódicos han tomado carta de naturaleza conformando lo que se viene denominando *mercado de control de empresas*.

La mayoría de los estudios realizados sobre el mercado de control de empresas abordan el análisis de *operaciones especiales*, que suponen un hito y originan cambios substanciales en la vida de la empresa, tales como fusiones, adquisiciones y tomas de control a través de ofertas públicas, y han prestado mucha menor atención a las adquisiciones parciales de empresas a través de compras de paquetes importantes de acciones en el mercado secundario.

Las compras de volúmenes importantes de acciones pueden ser analizadas desde distintas perspectivas. La negociación de bloques está recibiendo una atención creciente estos últimos años por los estudiosos de la microestructura de los mercados financieros, dada la importancia de estas transacciones como mecanismo de transmisión de información privada al mercado y de revelación de estrategias de negociación de los especialistas. Los trabajos de Kraus y Stoll (1974), Holthausen, Leftwich y Mayers (1990), entre otros, y Martínez, Tapia e Izaguirre (1998) en el mercado español son una buena muestra de este interés.

Otro punto de vista importante es considerar que las compras de grandes bloques de acciones constituyen el primer paso de un proceso que culminaría con la toma del control de la empresa, Barclay y Holder-ness (1991), Choi (1991) y Sundarsanan (1996), son trabajos que se sitúan en esta perspectiva. Por último, también es posible estudiar las transacciones de bloques como inversiones interempresas, analizando si son operaciones que incrementan el valor de las empresas implicadas. El trabajo ya clásico de Mikelson y Ruback (1985), combina estos dos últimos puntos de vista.

Es evidente que si se consideran las negociaciones de bloques como operaciones encuadradas en el mercado competitivo del control de empresas, debería ser posible identificar distintas motivaciones gerenciales encuadradas en las diferentes teorías, donde se incluye la transmisión de información privada y su percepción o valoración por parte del mercado bursátil.

Nosotros nos situamos en esta última perspectiva, e intentaremos contrastar si las compras de paquetes significativos de acciones en el mercado español son buenas inversiones y siguen la pauta de operaciones que implican una toma de control de las empresas. En este trabajo,

estudiamos la respuesta del mercado bursátil español a los anuncios de operaciones de compra de paquetes *significativos* de acciones, separando los efectos que se producen sobre las empresas compradoras y compradas (objetivo). El estudio se refiere a anuncios que aparecen publicados en la prensa económica diaria, por lo que utilizamos el término *significativo* para denominar las operaciones que se significan precisamente por su publicidad en estos medios, independientemente de que traspasen los umbrales de propiedad para tener que ser incluidas en registros públicos.

Con esta definición de *significativo* no hacemos referencia al tamaño del bloque, por lo que, para evitar adquisiciones totales y tomas explícitas de control, restringimos el análisis a aquellas adquisiciones parciales que representen menos del 25% del capital de la empresa comprada y excluimos las ofertas públicas de adquisición (OPAs) de cualquier tamaño. La muestra analizada presenta un elevado porcentaje de compras de tamaño muy pequeño, lo que diferencia en gran medida nuestro trabajo de los realizados en otros mercados.

Mediremos el posible *efecto anuncio* desde el punto de vista estrictamente bursátil, e intentaremos matizar si la respuesta del mercado puede ser explicada a través de variables como: el tamaño del bloque comprado, personalidad del comprador, valoración previa por el mercado de la empresa objetivo, existencia posterior de una OPA o fusión, sectores de actividad a que pertenecen ambas empresas y si el comprador ya poseía previamente acciones de la empresa objetivo.

De nuestros resultados se deduce que el anuncio de la compra de bloques de acciones produce siempre ganancias extraordinarias y significativas a los accionistas de las empresas objetivo, aunque al contrario de lo que ocurre en otros mercados, no encontramos evidencia de que el mercado español anticipe la ocurrencia de OPAs y fusiones ni que la motivación principal de estas operaciones sea debida a la infravaloración de la empresa comprada.

El trabajo se estructura de la siguiente manera. En el apartado 2 señalamos las características de la operativa bursátil española sobre adquisiciones parciales, en el apartado 3 presentamos los objetivos del trabajo y las evidencias previas, mientras que el apartado 4 se dedica a la metodología empleada en la investigación, diseño y datos utilizados. En el apartado 5 se presentan y analizan los resultados, mientras que las conclusiones se resumen en el apartado 6.

2. La negociación de bloques en la bolsa española

En algunas Bolsas, la negociación de bloques puede hacerse a través de procedimientos *ad hoc* que faciliten las operaciones y no distorsionen la formación del precio. En la Bolsa española no existen¹ procedimientos especiales de negociación ni de información para las transacciones de bloques de acciones, por lo que se efectúan dentro del sistema normal. Como es lógico, no se conocen las identidades de los inversores que intervienen en las operaciones de compra-venta de acciones, pero cuando el comprador va a superar un determinado porcentaje en la propiedad de una empresa que cotiza en Bolsa, está obligado a informar al mercado en determinadas circunstancias.

Si como resultado de una compra se va a superar una participación significativa en el capital con derecho a voto de una empresa, el comprador está obligado a presentar una OPA. La regulación de estas operaciones en la Bolsa española ha sufrido distintos cambios, estando el último de ellos recogido en el Real Decreto 1197/1991, que adapta la legislación anterior al nuevo marco creado por la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Defensa de la Competencia. En él se fijan los porcentajes iguales o superiores al 25% y al 50% como participación significativa que obliga a la presentación de una oferta pública según los distintos casos que analiza. Este procedimiento está sometido a reglas de mercado primario y perfectamente controlado (cómputo de la participación, presentación y autorización de la oferta, información, presentación de ofertas competidoras, etc.) por lo que las OPAs, aunque en muchos casos son adquisiciones parciales, se consideran siempre operaciones típicas del mercado de control de empresas.

Por otra parte, el artículo 53 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores consagró la obligación de comunicar y hacer pública la adquisición o transmisión de acciones que lleven al inversor a tener (o perder) una participación significativa² en el capital con derecho a voto de sociedades cotizadas en Bolsa, así como el deber de los administradores de tales sociedades de comunicar todas las adquisiciones o transmisiones de acciones de las mismas que efectuaran, con independencia de su

¹Desde Noviembre de 1998, el SIBE dispone de un mercado de bloques para determinados títulos que funciona con dos tipos ó modalidades: a precios convenidos y por precios. En todos los casos hay restricciones sobre volumen mínimo y límites de precios, y la información sobre las operaciones ejecutadas se difundirá al día siguiente

²Estas compras parciales reciben el nombre de "toehold" en la literatura financiera

cuantía. En el Real Decreto 377/1991³, se fija el porcentaje del 5% o sus sucesivos múltiplos para las participaciones significativas, y el del 1% para las compras de acciones de la propia sociedad, estando obligado el inversor en un plazo de siete días hábiles siguientes a la fecha del contrato a comunicarlo a la sociedad afectada y a las autoridades supervisoras. Esta información se hará pública y se incorporará a los registros públicos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

Así pues, a no ser que el inversor sea miembro del Consejo de Administración o que con la compra/venta de un bloque de acciones se cambien los citados umbrales de participación en el capital de una empresa, en España no se dispone de información pública registrada sobre adquisiciones parciales. No obstante, dado el evidente interés que tiene para los mercados financieros este tópico, es bastante habitual que la prensa económica publique datos sobre transacciones importantes, bien en forma de rumores, declaración de intenciones de los grandes inversores y de los responsables de las empresas, o bien confirme los datos de operaciones realizadas a los que consigue tener acceso.

3. Objetivos del trabajo y evidencias previas

Existen varias teorías y modelos que intentan explicar las adquisiciones parciales de empresas. La mayor parte de ellas considera la compra de un bloque de acciones como una operación del mercado de control de empresas y analiza su relación con los intentos posteriores en la toma de control y/o compra de la empresa. Así los modelos de Grossman y Hart (1980) y el propuesto por Shleifer y Vishny (1986), justifican la compra de un bloque de acciones como el paso previo a la toma de control efectivo, de forma que el comprador obtiene antes parte de los beneficios esperados por el control y/o disminuye el premio que deberá pagar por él.

En el modelo de Grossman y Hart, se plantea el *dilema del prisionero* ya que la propiedad de la empresa objetivo está muy repartida entre pequeños accionistas, siendo una de las soluciones posibles la compra anónima previa a la toma del control de un gran bloque de acciones de la potencial empresa objetivo. En el modelo de Shleifer y Vishny, se analiza el papel de un gran accionista en el proceso de toma de

³En el Real Decreto 276/1988, de 22 de Marzo, y en la Circular 6/1989, de 15 de Noviembre se recogieron con carácter de provisionalidad las primeras disposiciones para dar efectividad práctica a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores.

control, estando el resto de la propiedad de la empresa objetivo muy atomizada. Si éste aumenta su porcentaje de propiedad, hará la toma de control más probable y menos onerosa, bien para él mismo ó bien para otro inversor.

Aunque los dos modelos parten de planteamientos diferentes, en ambos la compra de un bloque importante de acciones presagia una posterior toma de control y el consiguiente aumento de valor de la empresa objetivo, actuando el tamaño del bloque comprado como señal de su magnitud. Se han realizado muchos trabajos empíricos sobre compras de bloques de acciones que contrastan si la reacción del mercado se debe a una anticipación del posterior control. Así, en un estudio sobre el proceso de inversión interempresas en las Bolsas americanas, Mikkelson y Ruback (1985) sostienen que los resultados obtenidos reflejan la percepción de los inversores de una mayor probabilidad de la posterior toma de control.

Otra explicación alternativa a este tipo de operaciones es la infravaloración de las acciones de la empresa objetivo. Dado que en muchos estudios empíricos sobre OPAs se detecta que las empresas objetivo presentan como media unos retornos anormales negativos antes del anuncio de la oferta, se avanza como posible motivo de la toma de control, que inversores bien informados pueden elegir empresas infravaloradas o mal gestionadas, porque debido a sus especiales habilidades serán capaces de conseguir sinergias o evitar costes de agencia con la toma de control⁴. Según esto, la compra de grandes bloques de acciones podría jugar un papel disciplinador en el mercado de control de empresas, pero también se admite que el comprador de un bloque sea simplemente un inversor que posee información privada o especial destreza para localizar empresas que estén temporalmente infravaloradas, lo que le permitirá obtener beneficios cuando recuperen su correcta valoración en el mercado⁵.

En esta línea Choi (1991) encuentra que aunque la mala performance y/o la gestión ineficiente de las empresas animan esas operaciones, debe rechazar la hipótesis de infravaloración ya que sus resultados sugieren que el incremento de valor ante el anuncio de la compra de un bloque

⁴En las adquisiciones no eficientes, este motivo da lugar al "efecto Hubris" según el cual los directores se equivocan sistemáticamente y/o sobrevaloran su capacidad para conseguir sinergias. Ver Roll (1986)

⁵En su forma mas restrictiva, la compra del bloque tiene un efecto informativo puro y una motivación de simple inversión. Ver Barclay y Holderness (1991)

de acciones se debe a la anticipación por el mercado de las futuras ganancias de la toma de control efectiva.

Desde otro punto de vista, Sundarsanam (1996) obtiene que la reacción positiva del mercado depende del tamaño del bloque, del tipo de oferta (amistosa u hostil) y del tipo de comprador. En concreto, las empresas objetivo que son compradas por compradores que en principio se suponen mejor informados, esto es, por compradores frecuentes ganan más, aunque, al igual que Mikkelson y Ruback (1985), las diferencias encontradas carecen de significación. Por el contrario, Malatesta y Thompson (1985) soportan la hipótesis de que los intentos de adquisición hechos por compradores frecuentes o activos son proyectos de inversión beneficiosos. También Barclay y Holderness (1991) concluyen que las características del comprador de grandes bloques negociados es el factor que mas influye sobre el valor de la empresa comprada.

En los trabajos de Schipper y Thompson (1983), de Asquith, Brunner y Mullins (1983) y de Stulz, Walking y Song (1990), se estudian estos anuncios como sucesos parciales dentro de un proceso complejo: el programa de adquisición. En este sentido, deducen que las sucesivas compras deben dar lugar a efectos decrecientes en las rentabilidades extraordinarias que perciben los accionistas de la empresa objetivo.

Respecto a las empresas compradoras⁶, Morck, Shleifer y Vishny (1990) y Kaplan y Weisbach (1992) obtienen que las inversiones realizadas en sectores de actividad no relacionados (diversificación) producen peores resultados que cuando la inversión se efectúa en actividades relacionadas. Sin embargo, Suárez González (1994) no encuentra confirmación a esta hipótesis en una amplia muestra de empresas españolas.

Admitiendo el buen funcionamiento del mercado bursátil español y que su respuesta a las operaciones de control de empresas es observable, cuantificable y análoga a la encontrada en otros mercados desarrollados, planteamos como principal hipótesis a contrastar que la compra de volúmenes *significativos* de acciones en el mercado español es una operación creadora de valor como las adquisiciones del mercado de control de empresas. Para ello, determinaremos si, cómo y cuanto los precios de las acciones de las empresas compradora y objetivo responden ante el anuncio de la compra del bloque.

⁶ Los análisis sobre el efecto de la diversificación se circunscriben generalmente a las empresas compradoras y a los resultados globales de OPAs y fusiones, ya que intentan matizar el motivo de inversión eficiente en las adquisiciones de empresas.

Nuestro trabajo se centra simplemente en analizar el *efecto anuncio* de las compras de bloques de acciones y no en el cálculo del impacto económico⁷ del mismo. Es decir, sólo intentamos medir el cambio en el valor de la empresa atribuible a la resolución de la incertidumbre a través del conocimiento de la ocurrencia del suceso. Por lo tanto, si las operaciones estudiadas forman parte del mercado de control de empresas, los accionistas de la empresa objetivo deberán obtener ganancias anormales significativas alrededor del suceso.

Como segundo objetivo nos planteamos indagar en el porqué de la respuesta encontrada, explorando el impacto de algunas características de las empresas o de las operaciones sobre la reacción del mercado. Para ello, dividiendo la muestra en grupos, analizaremos si existen diferencias significativas en la reacción encontrada por el tamaño del bloque comprado, por el tipo de comprador, si se trata o no de un comprador frecuente o habitual, por la valoración previa que el mercado hace de la empresa objetivo y si tiene relevancia el porcentaje de propiedad que tenía el comprador del bloque antes del anuncio de la operación. En las empresas compradas, también analizamos si la existencia de una OPA o fusión posterior de la empresa objetivo tiene influencia sobre el efecto anuncio de la compra del bloque y en las empresas compradoras el efecto que produce la diferencia entre realizar compras de acciones en empresas con actividad relacionada o no relacionada.

Planteando como hipótesis nula que los cambios producidos en la riqueza de los accionistas de las empresas son independientes de cada una de las características indicadas, esperamos avalar alguna de las motivaciones propuestas por las distintas teorías del mercado de control de empresas. Concretamente la hipótesis de anticipación de una toma de control explícita y la hipótesis de infravaloración de la empresa objetivo.

Con nuestros resultados pretendemos aportar una mejora del conocimiento sobre el comportamiento del mercado bursátil español, interpretando los resultados obtenidos en función de experiencias internacionales, aunque dado que la mayor parte de los trabajos realizados sobre adquisiciones corresponden a operaciones que serían asimilables a las OPAs del mercado español, nuestros resultados no serán nunca totalmente comparables con los foráneos.

⁷Malatesta y Thompson (1985) señalan que estos efectos sólo podrían coincidir si fuera imposible para los inversores anticipar el suceso estudiado

4. Diseño de la muestra, metodología y datos

Para realizar este trabajo únicamente disponemos de datos bursátiles de 135 empresas que cotizan o cotizaron en la Bolsa de Madrid o en el Mercado Continuo. Concretamente, precios de cierre y volúmenes de negociación diarios, dividendos y ampliaciones de capital, para el periodo 1986-1996. Hemos calculado las rentabilidades diarias de todos los títulos, como diferencias logarítmicas de los precios de cierre sucesivos, corregidos por dividendos y ampliaciones de capital.

Respecto a los sucesos, hemos elaborado una base de datos que comprende los anuncios publicados en la prensa económica especializada, de las operaciones de compra de acciones que representen menos del 25% de propiedad de una empresa, realizadas en nuestro país en el periodo 1987-1995, concretamente los publicados en los diarios Cinco Días y Expansión.

Tomamos como fecha-suceso el día en que aparece el primer anuncio en la prensa⁸, seleccionando aquellas operaciones que cumplan las siguientes condiciones: el suceso no debe referirse a un anuncio de OPA; los anuncios de operaciones no confirmadas o fracasadas se eliminaron; no tenemos en cuenta las operaciones que tengan lugar en días sucesivos, ni los anuncios de operaciones de distinto signo que se realizan el mismo día ni las operaciones de compra o venta de acciones propias; también eliminamos los anuncios que se refieren a empresas que reparten dividendos, amplían capital, o cambian de nominal en los once días alrededor del suceso. Sólo seleccionamos los anuncios de operaciones en los que aparezca como compradora ó comprada, al menos una de las empresas de la muestra bursátil de que disponemos, y que en los periodos de estimación no sean títulos de cotización altamente infrecuente⁹.

La metodología utilizada es la conocida por *event study* o técnica del suceso, calculando las rentabilidades *teóricas, normales o esperadas* de cada título con el modelo de mercado y estimando los parámetros con la metodología propuesta por Scholes y Williams (1977)¹⁰. Hemos

⁸Si se trata de un fin de semana o festivo, el suceso lo fechamos el primer día de mercado posterior al mismo.

⁹Exigimos al menos el 50% de días cotizados en las ventanas de estimación de parámetros y que lógicamente coticen en las ventanas en torno al suceso.

¹⁰Para evitar los problemas de contratación asíncrona con datos diarios, aunque Brown y Warner (1985) demuestran que estos no afectan a la especificación de este tipo de estudios. Ver, por ejemplo, Fernandez Blanco y García Martín (1995).

tomado como ventana de estimación los 200 días que transcurren desde 260 hasta 60 días antes del suceso y como sustituto de la cartera de mercado, el Índice General de la Bolsa de Madrid (IGBM).

Dados los potenciales problemas que se plantean al estimar los parámetros del modelo de mercado, debido a sesgos y concentración de anuncios en nuestra muestra, hemos replicado la totalidad del estudio utilizando como rentabilidad teórica¹¹ de cada título la rentabilidad de la cartera de mercado medida por el IGBM. Los resultados obtenidos con este otro modelo no se presentan aquí porque son similares a los analizados en cuantía y significación.

Hemos elaborado para cada empresa y para cada día t de la ventana de análisis el error promedio como la diferencia entre la rentabilidad real y la teórica. La media de la rentabilidad anormal de las empresas analizadas en ese momento, nos proporciona la rentabilidad residual promedio, AR_t , y, por último, las rentabilidades residuales promedio acumuladas para distintos intervalos $[K, L]$, que vienen dadas por los $CAR_{K,L}$.

Estos $CAR_{K,L}$ se utilizan para examinar el impacto del anuncio de las compras/ventas sobre la rentabilidad de los accionistas. Si el CAR es positivo, su cuantía representa una posible medida promedio del valor de los beneficios extraordinarios¹² que se originan como consecuencia de la llegada de nueva información al mercado, mientras que si es negativo representa las pérdidas estimadas que genera el conocimiento del suceso. Para analizar la significación estadística de la información proporcionada por los AR_t y los $CAR_{K,L}$, en este trabajo utilizamos el test de Brown y Warner (1985).

El análisis de los efectos que producen en la reacción del mercado algunos factores o características de las empresas u operaciones, lo realizamos separando, en cada caso, los anuncios en dos grupos de los que calculamos los AR_t , los $CAR_{K,L}$ y su significación. Para estudiar la significación de las diferencias encontradas entre los $CARs$ de los

¹¹ Aunque cuando se presentan problemas de solapamiento no es aconsejable emplear el modelo de mercado, muchos autores siguen utilizándolo, comprobando la mayor parte de las veces con otro modelo que los resultados no cambian sustancialmente. Ver, por ejemplo Choi (1991), Barclay y Holderness (1991) y Campbell, Lo y Mackinley (1997)

¹² Algunos autores no están de acuerdo con esta medida y proponen otras alternativas. Ver, por ejemplo, Malatesta y Thompson (1985)

distintos grupos, estimamos la regresión.

$$CAR_{i,[K,L]} = c_0 + c_1 D_{1i} + \varepsilon_i \quad [1]$$

donde $CAR_{i,[K,L]}$ es el residuo anormal de las acciones de la empresa i acumulado para todos los días del intervalo analizado $[K, L]$, y la variable D_{1i} , es una dummy que toma el valor uno si la empresa i cumple las condiciones de pertenencia al grupo y cero en el caso contrario. El t-valor del coeficiente c_1 nos medirá el nivel de significación de la diferencia de medias de los grupos analizados¹³.

Respecto a la amplitud de las ventanas, hemos optado por elegir 20 días antes y después del suceso como periodo de estudio. La razón es que al tratarse de compras de relativamente pequeño tamaño, la respuesta del mercado debe ser de pequeña magnitud y no extenderse mucho en el tiempo, además de que con amplitudes mayores algunas ventanas estarían superpuestas y se mezclarían los sucesos. Para poder diferenciar los posibles efectos a muy corto plazo, presentamos resúmenes de resultados y su significación para otras ventanas sesgadas y de menor amplitud. Concretamente analizamos en todos los casos los $CAR_{K,L}$ de las ventanas centradas en torno al suceso: $[-20,+20]$, $[-5,+5]$, y $[-1,+1]$; las ventanas pre-suceso $[-15,0]$ y $[-5,0]$; las ventanas post-suceso $[0,+5]$ y $[0,+15]$ y el propio suceso $[-1,0]$ y $[0]$.

Aplicando los criterios indicados para el diseño de la muestra, los más de 1500 anuncios sobre compras de empresas localizados en la prensa diaria, convenientemente depurados para conformar la muestra general, se convierten en 168 sucesos para 45 empresas compradoras y 378 sucesos para 87 empresas objetivo. En el Cuadro 1 se presenta un resumen de las características de la muestra de anuncios y en el Anejo I se recoge el listado de empresas y el número de operaciones. En cada caso se indica entre paréntesis, el número de sucesos en que el anuncio se refiere a dos empresas que cotizan en la Bolsa española y de las que disponemos de información más completa. Estos últimos conforman una submuestra, formada por 71 sucesos que involucran a 22 empresas compradoras y sus respectivas 38 empresas objetivo.

En el Cuadro 1, además de la distribución por años y por sectores de actividad de los anuncios de la muestra, aparece la distribución por tamaños, tomando como medida el porcentaje de propiedad de la empresa objetivo que representa el bloque de acciones comprado. Debemos señalar que como la información procede de noticias de prensa,

¹³ Ver, por ejemplo, Mikkelsen y Ruback (1985) y Choi (1991), entre otros.

en 25 anuncios no conocemos exactamente dicho porcentaje aunque se indica que son compras inferiores al 25%. En la última columna, que se refiere exclusivamente a la submuestra de la que disponemos de información completa, se refleja el porcentaje de propiedad de la empresa objetivo que la empresa compradora tenía antes del anuncio de la compra del bloque. Dado que la CNMV lleva un registro público de participaciones significativas de sociedades cotizadas sólo desde finales de 1989, los datos del año 1988 y casi todos los del 1989, proceden de noticias de prensa y no han podido ser confirmados en dicho registro oficial.

CUADRO 1

Resumen del número de anuncios

Compras de bloques de acciones menores del 25% del capital de la empresa, para las empresas compradoras y objetivo clasificadas por años, sectores de actividad, tamaño del bloque comprado y porcentaje de acciones que ya poseía el comprador del bloque. Entre corchetes aparece el número de anuncios de operaciones entre empresas de las que disponemos de datos tanto para el comprador como para el objetivo

Años		Sectores ^a				Tamaño del bloque		Participación previa el comprador en la empresa objetivo		
Objetivo	Comprador	Objetivo	Comprador	Objetivo	Comprador	Objetivo	Comprado			
5[-]	1987	2[-]	19[4]	15	2[-]	95[18]	0%-1%	26[18]	Nulo	[15]
10[2]	1988	9[2]	13[4]	23	2[-]	66[13]	>1%-2%	20[13]	0%-5%	[13]
43[18]	1989	25[18]	25[1]	26	8[2]	37[5]	>2%-3%	14[5]	>5-10%	[13]
49[9]	1990	24[9]	16[3]	27	3[-]	25[2]	>3%-4%	5[2]	>10-15%	[4]
52[10]	1991	20[10]	74[18]	40	16[8]	36[7]	>4%-5%	21[7]	>15-20%	[3]
65[11]	1992	32[11]	20[2]	45	5[1]	62[18]	>5%-10%	46[18]	>20-25%	[4]
73[10]	1993	24[10]	29[11]	51	4[3]	18[4]	>10%-15%	18[4]	>25%	[19]
52[7]	1994	16[7]	77[14]	65	88[43]	7[-]	>15%-20%	9[-]		
29[4]	1995	16[4]	39[3]	70	5[-]	7[4]	>20%-25%	9[4]		
			10[3]	74	16[8]	25[-]	N.D	-[-]		
			56[8]	Otros ^b	19[6]					
378[71]	Total 168[71]	378[71]	Total168[71]			378[71]	Total 168[71]	Total 168[71]	Total	[71]

^a Detalle de los sectores que contienen una mayor concentración. Clasificación efectuada utilizando los dos primeros dígitos del código CNAE.

^b Una información más detallada del resto de sectores puede obtenerse del listado de empresas que se presenta en el Anejo I.

Del análisis del Cuadro 1 y del Anejo I, se observa que la muestra está sesgada y muy concentrada en unas cuantas empresas, sectores y tamaños. Resalta la gran concentración de anuncios en unas pocas empresas compradoras, el 46% de los sucesos corresponde a cinco empresas que catalogamos como compradoras frecuentes, al efectuar más de seis compras de bloques cada una en el periodo estudiado, y que representa el 11% del número de compradoras, mientras que el 50% de anuncios correspondientes a las objetivo que han sido compradas fre-

cuentemente, más de seis veces, está concentrado en el 22% de dichas empresas.

Debido al diseño de la muestra, los tamaños también presentan un sesgo importante, concentrándose principalmente en bloques excesivamente pequeños. Así, en las empresas objetivo un 68,5% de los sucesos corresponde a compras menores o iguales al 5%, siendo el 25% no mayor del 1% del capital de la empresa. Se debe señalar que aunque desconocemos la identidad del 18% de los compradores de estas empresas, muchas de las compras más pequeñas corresponden a inversores individuales y a fondos de inversión y de pensiones extranjeros. En las empresas compradoras los tamaños están más repartidos y las compras de hasta el 5% del capital representan el 51% de los anuncios, mientras que las que no superan el 1%, alcanzan sólo el 15,5% de la muestra.

También los sectores de actividad están muy desigualmente representados, especialmente en las empresas compradoras. Aunque es tradicional resaltar la gran importancia del sector bancario en la Bolsa española, resulta espectacular que el 52% de las compras analizadas hayan sido realizadas por bancos, siendo el siguiente sector en importancia como comprador el de energía y electricidad que representa el 9,5% de los anuncios. Los sucesos en las empresas objetivo ya no están tan concentrados por sectores, así, aunque los bloques de acciones de bancos comprados representan el 20% de los anuncios, el 19,5% pertenece al sector de energía y electricidad y el 10% al sector de inmobiliarias.

En definitiva disponemos de una muestra muy concentrada y sesgada que nos plantea problemas serios a la hora de interpretar los resultados y generalizar las conclusiones. Dado que la mayor parte de este tipo de estudios empíricos se refiere a compras mayores del 5%, de la empresa objetivo, mientras que en nuestra muestra sólo el 31,5% de los anuncios de las empresas objetivo y el 49% de las empresas compradoras caería en esa categoría, las comparaciones se deben hacer con mucho cuidado.

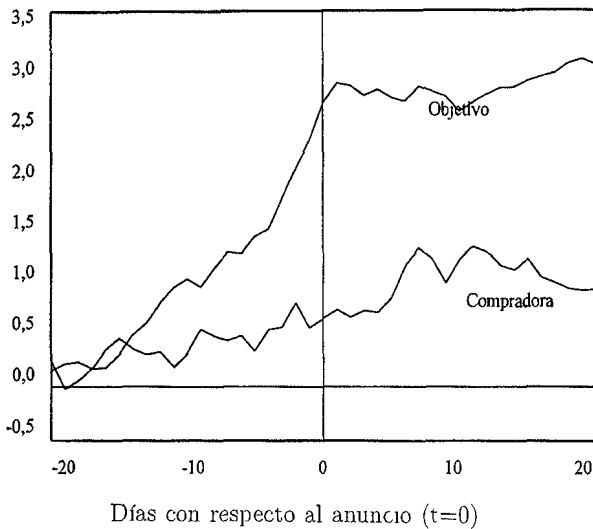
5. Resultados

Tanto para la muestra de empresas compradoras como para la de empresas objetivo, hemos calculado el residuo anormal medio AR_t para todos y cada uno de los 40 días en torno al anuncio de la compra y a partir de él hemos obtenido los residuos anormales medios acumu-

lados, CAR , para ventanas de distinta amplitud. En el Gráfico 1, se representan los $CAR_{-20,t}$ en ordenadas, expresados en tanto por ciento, para el periodo de referencia indicado en abscisas y medido en días. En el Cuadro 2, aparecen los valores de los $CAR_{K,L}$ individualizados para las empresas compradoras y objetivo, expresados en tanto por ciento, y su nivel de significación para distintos intervalos que tomaremos siempre como referencia. También se indican el número de sucesos analizados y en cada ventana el porcentaje que representan los $CAR_{K,L}$ positivos.

GRÁFICO 1

Evolución del $CAR_{-20,t}$ de las acciones de las empresas compradora y objetivo



Respecto a las empresas compradoras, aunque casi siempre aparecen ganancias, estas son muy pequeñas y no significativamente distintas de cero. No se detecta ningún efecto sorpresa y la falta de significación en todos los periodos analizados hace que las cifras concretas que toman los $CAR_{K,L}$ no tengan ninguna importancia.

Observando los resultados de las empresas objetivo, podemos decir que la respuesta del mercado es clara y significativa, aunque de poca entidad numérica respecto a lo observado en otros mercados. Previamente al suceso se obtiene una subida pequeña pero sistemática y significativa, que se estabiliza inmediatamente después del anuncio, resaltando la falta de significación de las pequeñas ganancias que se producen después del suceso. En resumen, aunque el efecto sorpresa en el momento del suceso es inferior al 1%, los accionistas de las empresas objetivo reciben, por término medio una ganancia extraordinaria del 3% de

rentabilidad en la ventana $[-20, +20]$, de la que la mitad se produce los cinco días inmediatamente anteriores al suceso. Estos resultados son importantes y aunque sean de poca cuantía, creemos que corresponden a una respuesta del mercado valorando positivamente la operación.

CUADRO 2

Análisis de las empresas objetivo y compradora
Rentabilidad anormal acumulada para distintos intervalos en torno al anuncio de la compra de un bloque de acciones inferior al 25% del capital de la empresa

	Ventanas			Pre-suceso		Suceso		Post-suceso	
	$[-20; 20]$	$[-5; 5]$	$[-1; 1]$	$[-15; 0]$	$[-5; 0]$	$[-1; 0]$	$[0]$	$[0; 5]$	$[0; 15]$
Objetivo (%CARs>0) N=378	3.004 ^a (60)	1 463 ^a (54)	0 787 ^a (54)	2.475 ^a (63)	1 409 ^a (57)	0 601 ^a (55)	0 348 ^a (55)	0 401 (47)	0 548 (53)
Compradora (%CARs>0) N=168	0.904 (54)	0.353 (51)	-0.061 (52)	0.291 (54)	0 157 (47)	-0 146 (47)	0.086 (54)	0.283 (54)	0.643 (52)

Las rentabilidades anormales acumuladas están expresadas en porcentaje

N es el número de sucesos de la muestra

La significación de los CARs esta medida por una t de Student con el test propuesto por Brown y Warner (1985).

Entre paréntesis se indican el porcentaje de CARs positivos en cada caso.

^a indican nivel de significación del 1%

Si tenemos presente que para el mercado de control de empresas español, Fernández Blanco y García Martín (1995) sólo obtienen, para las empresas objetivo de una OPA, ganancias extraordinarias significativas del 7,6% en los 15 días previos al anuncio, este primer resultado está de acuerdo con nuestra primera hipótesis de que el mercado español trata o descuenta la información sobre la compra de paquetes significativos de acciones como una operación creadora de valor, análoga a las fusiones y OPAs.

Sin embargo, un aspecto importante es analizar si estos resultados están influenciados por algunos factores y explican alguna de las motivaciones o teorías a las que hicimos referencia anteriormente. Por ello, agrupamos los elementos de la muestra por diferentes características y analizamos si estas clasificaciones permiten obtener diferencias significativas en el comportamiento de los *CARs* que avalen dichas propuestas.

Dada la falta de significación de los resultados obtenidos para las empresas compradoras, el análisis más relevante es el efectuado sobre las empresas objetivo, no obstante hemos estudiado la reacción de las acciones de las dos empresas, de las que presentamos los resultados más importantes.

5.1 *Análisis por grupos de las empresas objetivo*

Siguiendo con la misma estructura y las mismas ventanas que el análisis de la muestra general, los resultados que se presentan en el Cuadro 3 y en los Gráficos 2 y 3 recogen la influencia de distintos factores.

Para comprobar la incidencia del tamaño del bloque comprado sobre los resultados obtenidos, hemos separado los sucesos en dos grupos: tamaño pequeño que recoge anuncios de compras no superiores al 5% de las acciones de una empresa y el que denominamos tamaño mediano que recoge los tamaños comprendidos entre el 5% y el 25% del capital de la empresa compradora¹⁴.

En el Panel A del Cuadro 3 y en el Gráfico 2.A, se observa como la respuesta del mercado para ambos grupos no cambia respecto a la muestra general. Si bien los anuncios de compras de tamaño mediano producen mayores ganancias que las de tamaño pequeño, siendo la diferencia significativa en la ventana $[-5,+5]$ y en los quince días antes del suceso, se observa como pierden rápidamente esta ventaja y la valoración para todo el periodo es la misma en los dos grupos.

Esto permite constatar el mayor efecto informativo que el tamaño produce en las compras de bloques, pero los resultados refuerzan los obtenidos en el análisis de la muestra general. El comportamiento de los CARs confirma que el tamaño del bloque es una buena medida del tamaño de la señal informativa, tal como ocurre en otros mercados, pero no parece explicar diferencias en los resultados obtenidos por los accionistas de las empresas objetivo.

Es habitual que los compradores frecuentes sean considerados como inversores muy profesionalizados que o bien disponen de información privada o tienen especiales habilidades inversoras. Si esto es correcto, el mercado diferenciará la valoración que realice del suceso en función de esta característica del comprador¹⁵.

Si consideramos una empresa como comprador frecuente o habitual en el caso de haber realizado seis o más compras en el periodo de estudio, y dividimos la muestra en base a este criterio, obtenemos dos

¹⁴ En esta clasificación no están recogidos 25 anuncios de los que no sabemos exactamente el tamaño del bloque

¹⁵ Dado el peso que el sector bancario tiene en la Bolsa española, y la posibilidad de que actúe como mecanismo disciplinario de control externo, también hemos comprobado que los accionistas de las empresas compradas por bancos obtienen mayores ganancias pero sin ser significativas las diferencias

CUADRO 3

Análisis por grupos de las empresas objetivo (I)

Rentabilidad anormal acumulada de las acciones de las empresas objetivo clasificadas por tamaño del bloque comprado, tipo de comprador y performance previa

	Ventanas			Pre-suceso		Suceso		Post-suceso	
	[-20, 20]	[-5, 5]	[-1; 1]	[-15; 0]	[-5; 0]	[-1; 0]	[0]	[0; 5]	[0; 15]
PANEL A TAMAÑO DEL BLOQUE									
Tamaño pequeño	3.170 ^a	1.036 ^a	0.573 ^a	2.198 ^a	1.214 ^a	0.478 ^a	0.299 ^a	0.120	0.788 ^c
N=259 (%CAR _s >0) (61)	(55)	(53)	(63)	(57)	(55)	(54)	(49)	(54)	
Tamaño mediano	3.107 ^b	2.472 ^a	1.168 ^a	3.689 ^a	1.959 ^a	0.783 ^b	0.470 ^b	0.983 ^c	-0.237
N=94 (%CAR _s >0) (56)	(52)	(53)	(63)	(59)	(52)	(55)	(43)	(50)	
Diferencia	-0.063	1.436 ^c	0.595	1.491 ^c	0.745	0.305	0.171	0.863	-1.025
PANEL B. TIPO DE COMPRADOR									
Comprador									
no frecuente	2.793 ^a	1.586 ^a	0.586 ^a	2.186 ^a	1.357 ^a	0.442 ^b	0.343 ^a	0.572 ^c	0.732 ^c
N=256(%CAR _s >0) (58)	(54)	(52)	(62)	(57)	(53)	(53)	(47)	(54)	
Comprador									
frecuente	3.686 ^a	1.506 ^b	1.361 ^a	3.928 ^a	1.477 ^a	1.007 ^a	0.654 ^a	0.684	0.625
N=52(%CAR _s >0) (63)	(54)	(56)	(73)	(65)	(65)	(71)	(50)	(50)	
Diferencia	0.893	-0.079	0.774	1.742	0.120	0.565	0.311	0.112	-0.107
PANEL D PERFORMANCE PREVIA DE LA EMPRESA OBJETIVO									
Performance									
Negativa	2.925 ^a	1.504 ^a	0.809 ^a	2.452 ^a	1.294 ^a	0.629 ^a	0.317 ^b	0.528	0.200
N=195(%CAR _s >0) (61)	(52)	(56)	(66)	(59)	(56)	(55)	(44)	(53)	
Performance									
Positiva	2.885 ^a	1.309 ^a	0.625 ^a	2.279 ^a	1.392 ^a	0.523 ^a	0.350 ^a	0.267	0.881 ^a
N=175(%CAR _s >0) (58)	(57)	(51)	(58)	(54)	(55)	(55)	(51)	(54)	
Diferencia	0.040	0.195	0.185	0.173	-0.098	0.106	-0.033	0.260	-0.680
PANEL E CONTROL EFECTIVO									
OPA/Fusión									
OPA/Fusión	4.767 ^a	1.945 ^a	0.567 ^c	3.545 ^a	2.023 ^a	0.306	0.135	0.057	0.575
N=69(%CAR _s >0) (62)	(57)	(55)	(75)	(67)	(54)	(57)	(48)	(51)	
No OPA/Fusión									
No OPA/Fusión	2.312 ^a	1.393 ^a	0.869 ^a	2.412 ^a	1.498 ^a	0.701 ^a	0.442 ^a	0.337	0.237
N=276(%CAR _s >0) (59)	(55)	(55)	(61)	(57)	(58)	(55)	(47)	(53)	
Diferencia	-2.455 ^c	-0.552	0.301	-1.133	-0.525	0.395	0.307	0.280	-0.338
PANEL F. PARTICIPACIÓN DEL COMPRADOR EN EL ACCIONARIADO DE LA EMPRESA OBJETIVO									
Total submuestra									
Total submuestra	2.065 ^b	1.622 ^a	0.922 ^a	2.667 ^a	1.439 ^a	0.620 ^b	0.296	0.480	-0.115
N=71 (%CAR _s >0) (61)	(57)	(52)	(67)	(63)	(59)	(56)	(47)	(49)	
Primera compra									
Primera compra	3.272	1.529	1.438 ^b	3.072 ^b	1.623 ^b	0.517	0.680 ^b	0.586	0.365
N=15 (%CAR _s >0) (60)	(53)	(47)	(73)	(67)	(60)	(60)	(40)	(47)	
Comprador									
accionista	1.682	1.619 ^b	0.795 ^b	2.568 ^a	1.393 ^a	0.656 ^b	0.197	0.423	-0.271
N=56 (%CAR _s >0) (63)	(59)	(54)	(66)	(63)	(59)	(55)	(50)	(50)	
Diferencia	-1.590	0.090	-0.643	-0.504	-0.230	0.139	-0.483	-0.163	-0.636

Las rentabilidades anormales acumuladas están expresadas en porcentaje

N es el número de sucesos en cada grupo.

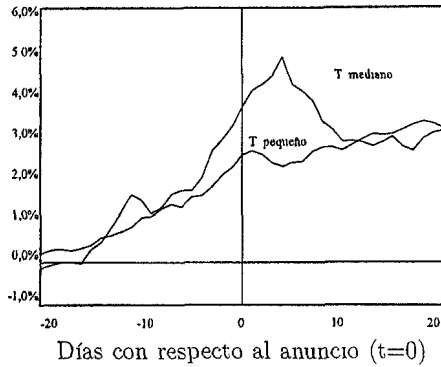
^a, ^b y ^c indican niveles de significación del 1%, 5% y 10% respectivamente

La significación de los CARs esta medida por una t de Student con el test propuesto por Brown y Warner (1985).

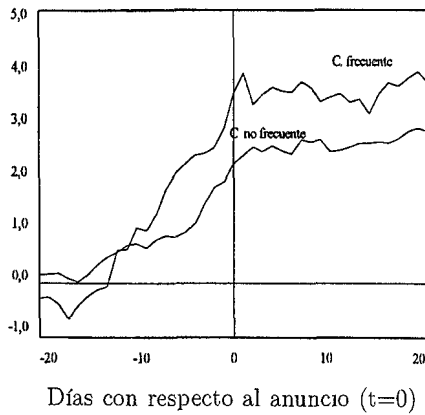
Entre paréntesis se indican el porcentaje de CARs positivos en cada caso.

La significación de las diferencias de medias viene dada por el t-valor del coeficiente de la variable dummy de la expresión [4].

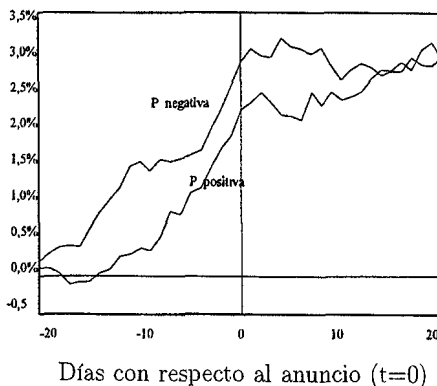
GRÁFICO 2
Evolución del $CAR_{-20,t}$ de las acciones de las empresas objetivo clasificadas por grupos (I)



A Empresas objetivo clasificadas por tamaño del bloque comprado *Tamaño pequeño*: 259 anuncios de compras de bloques no superiores al 5% del capital de la empresa. *Tamaño mediano*: 94 anuncios de compras de bloques superiores al 5% e inferiores al 25% del capital de la empresa



B Empresas objetivo clasificadas por tipo de comprador *Comprador frecuente*: 52 anuncios de compras de bloques realizadas por empresas que en la muestra total hicieron más de seis compras. *Comprador no frecuente*: 256 anuncios de compras de bloques realizadas por inversores que en la muestra total no hicieron más de seis compras



D Empresas objetivo clasificadas por su valoración previa al anuncio de la compra del bloque *Performance positiva*: 175 anuncios realizados sobre empresas con $CAR_{(-460,259)} > 0$. *Performance negativa*: 195 anuncios realizados sobre empresas con $CAR_{(-460,259)} < 0$

grupos por tipo de comprador: *comprador frecuente* que comprende los 52 anuncios de compras realizadas por las cinco empresas de esta categoría y *comprador no frecuente* con los 256 sucesos restantes¹⁶.

Podemos observar, en el Panel B del Cuadro 3 y en el Gráfico 2.B, que aunque los accionistas de las empresas que son adquiridas por compradores frecuentes ganan más que cuando son compradas por otros inversores, los resultados siguen las mismas pautas que los de la muestra general y las diferencias no son significativas en ningún intervalo. Esto está de acuerdo con los resultados obtenidos en otros mercados y nos hace pensar que también el mercado español contempla a estos inversores como especuladores y/o arbitrajistas y no como poseedores de mejor información o con especiales habilidades.

No obstante debemos hacer constar que no se han controlado las diferencias de tamaño de las empresas y que las inversiones realizadas por compradores frecuentes pueden haber sido anticipadas en mayor grado por el mercado, con lo que el efecto sorpresa del anuncio sería menor que para los compradores no frecuentes.

Con respecto al comportamiento previo de la empresa objetivo, que suele llamarse *performance*, resulta difícil encontrar una buena medida de la misma. Aunque algunos autores se inclinan por utilizar medidas contables, o ligadas al comportamiento relativo de los beneficios de la empresa respecto a su industria, o el ratio q de Tobin, hemos optado por restringirnos al comportamiento bursátil de la empresa y, como en muchos otros trabajos, utilizamos las rentabilidades extraordinarias acumuladas medias en un periodo amplio y previo al anuncio de la operación analizada. En nuestro caso, dado que la ventana $[-260,-60]$ es el periodo de estimación de los parámetros del modelo de mercado, hemos empleado el $CAR_{i[-460-261]}$ como medida del comportamiento bursátil previo ó *performance* de la empresa i .

En muchos trabajos sobre adquisiciones, totales o parciales, de empresas predominan las empresas objetivo con mala *performance* previa, lo que puede hacer pensar en la hipótesis de infravaloración. Esto no ocurre en la muestra de adquisiciones parciales que estamos analizando, las empresas objetivo tienen unos rendimientos anormales acumulados medios que no son significativamente distintos de cero en los doscientos días utilizados para el cálculo de la *performance* y sólo el 51,5% de

¹⁶ En esta clasificación no están incluidos 70 anuncios de los que desconocemos el comprador

los sucesos la tienen negativa. No obstante, separamos la muestra en dos grupos¹⁷ y analizamos los CARs de los 195 sucesos en que la empresa objetivo presenta *performance negativa*, de los 175 sucesos con *performance positiva*.

Tampoco, los resultados obtenidos, Panel D del Cuadro 3 y Gráfico 2.D, avalan la hipótesis de infravaloración de la empresa objetivo, ya que aunque el grupo de *performance negativa* casi siempre gana más, las diferencias nunca son significativas y en ambos casos se obtiene un comportamiento análogo al de la muestra general¹⁸.

Suponiendo que la compra de un bloque importante de acciones de una empresa incrementa la probabilidad de su posterior control efectivo, sería interesante conocer si la información transmitida al mercado anticipa las ganancias previstas de dicho control. Otro aspecto importante es ver si el suceso que analizamos está influido por la posición previa del comprador en la propiedad de la empresa objetivo.

Para testar estas propuestas realizamos un análisis similar a los anteriores; en primer lugar, analizamos si el mercado es capaz de anticipar la toma de control explícita y, en segundo lugar, observaremos si la primera compra tiene mayor contenido informativo. Los resultados se muestran en el Cuadro 3 y en el Gráfico 3.

Las empresas objetivo fueron objeto de siete fusiones y quince ofertas públicas de adquisición durante el periodo estudiado, y debemos señalar que, a pesar de la elevada concentración de anuncios en las empresas de la muestra, sólo una empresa parece llevar a cabo un programa de compras sistemáticas¹⁹. Separamos los sucesos en dos grupos: *OPA/fusión* constituido por 69 sucesos correspondientes a empresas que fueron objetivo de una OPA o fusión en los dos años posteriores al anuncio de haber sido comprado el bloque, y un segundo grupo de 276 sucesos que denominamos *No OPA/fusión*, formado por compras parciales de empresas que no han sido objeto de OPAs ni fusiones en cuatro años alrededor del suceso²⁰.

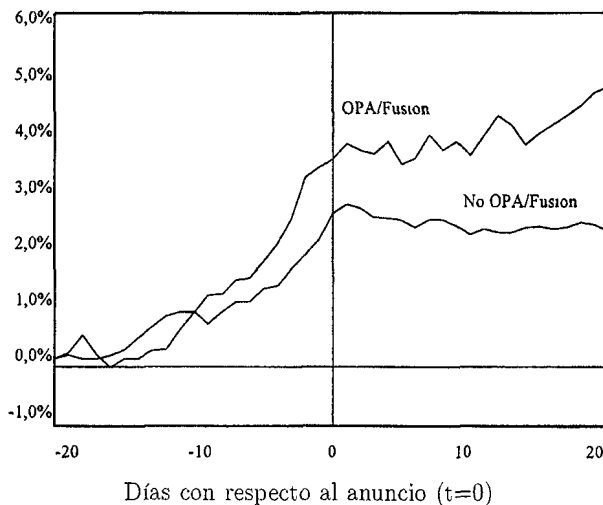
¹⁷ En ocho anuncios no disponemos de datos para calcular la *performance*

¹⁸ Utilizando el IGBM como rentabilidad teórica, pudimos tomar como medida de *performance* los CARs acumulados en un periodo inmediatamente anterior a la ventana del suceso. En este caso, y al igual que antes, no encontramos diferencias significativas, resultado que refuerza el rechazo de la hipótesis de infravaloración y sugiere que el incremento en el valor de estas empresas se deberá a otro/s factor/es y/o motivaciones.

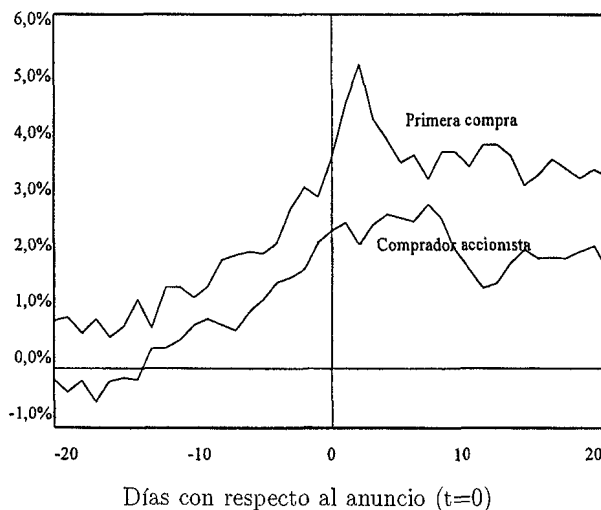
¹⁹ Cuatro anuncios de compra de Catalana de Gas realizados por Repsol

²⁰ Prescindimos de 33 sucesos correspondientes a compras realizadas en los dos años

GRÁFICO 3
Evolución del $CAR_{-20,t}$ de las acciones de las empresas objetivo
clasificadas por grupos (II)



E Empresas objetivo clasificadas por la posterior toma de control efectiva *OPA/Fusión*: 69 anuncios de compras de bloques realizadas sobre empresas que, en los dos años posteriores al suceso, fueron objetivo de una OPA o fusión *No OPA/Fusión*: 276 anuncios de compras de bloques realizadas sobre empresas que, en los cuatro años alrededor del suceso, no fueron objetivo de una OPA o fusión



F Empresas objetivo clasificadas por la característica de accionista de la empresa compradora *Primera compra*: 15 anuncios de compras de bloques realizadas por empresas que cotizan en la Bolsa española y no son accionistas. *Comprador accionista*: 56 anuncios de compras de bloques realizadas por empresas que cotizan en la Bolsa española y que son accionistas

después de la OPA o fusión, que analizadas independientemente presentan el mismo comportamiento que el grupo *No OPA/fusión*.

Si observamos el Panel E del Cuadro 3 y el Gráfico 3.E, los dos grupos presentan un comportamiento análogo al de la muestra general aunque se constata que la valoración de las operaciones por el mercado es mayor cuando se hacen adquisiciones parciales de empresas que posteriormente sufrirán tomas de control explícitas. Las diferencias no son significativas, excepto para la valoración de todo el período. Así pues, como los CARs del grupo *No OPA/fusión* se mantienen estables después del anuncio, los resultados no parecen avalar la hipótesis de anticipación de una toma de control²¹.

En el Panel F del Cuadro 3 y en el Gráfico 3.F, presentamos los resultados de la última división en grupos según que el comprador tuviera ó no acciones de la empresa objetivo antes del anuncio de la compra del bloque. Hemos de indicar que sólo podemos utilizar una submuestra de 71 sucesos, cuyas características se recogen en el Cuadro 1, debido a que se necesita información tanto de la empresa compradora como de la objetivo. Por esta razón, también se presentan los $CAR_{K,L}$ de la submuestra en el Panel E, que aunque tiene una menor valoración de la operación para todo el periodo, las diferencias respecto a la muestra general del Cuadro 2 no son significativas.

El grupo *primera compra* recoge los 15 anuncios de compra realizados por empresas que no tenían acciones de la empresa objetivo, mientras que en el grupo *comprador accionista* se incluyen los 56 anuncios de empresas que son compradas por aquellas que ya poseían acciones antes de esta adquisición parcial.

Aparte de la falta de significación en algunas ventanas, los dos grupos siguen el comportamiento general. El grupo *primera compra* casi siempre obtiene valores superiores, pero las diferencias no son significativas en ningún caso. Aunque no presentamos aquí los resultados, también hemos estudiado la división del grupo *comprador accionista* según que la tenencia de acciones represente más o menos del 25% del capital de la empresa, obteniendo una gradación de las ganancias extraordinarias que indica que a mayor control previo, menores ganancias extraordinarias, pero sin ninguna significación en las diferencias.

Dada la falta de significación, estos resultados no permiten avalar si-

²¹ Adicionalmente, hemos analizado el comportamiento de las empresas adquirentes diferenciando si la firma comprada fue objeto posteriormente de un control efectivo, independientemente de quien lo realizara. Los resultados de estos grupos, que no se presentan en el trabajo, son independientes de la clasificación realizada y confirman un comportamiento análogo al de la muestra general de empresas compradoras

quiera parcialmente ninguna de las propuestas sobre la influencia que la posición de inversión ó del control previo que el comprador tenía en la empresa objetivo.

5.2 *Análisis por grupos de las empresas compradoras*

Aunque las ganancias extraordinarias obtenidas para la muestra de empresas compradoras no eran significativamente distintas de cero, también hemos realizado un análisis por grupos para ver si es posible obtener nuevas evidencias y/o reforzar las conclusiones obtenidas con los resultados de las empresas objetivo. En los distintos paneles del Cuadro 4 se muestran los resultados obtenidos en dicho análisis, con estructura y presentación análoga a la realizada en el epígrafe anterior. Dado que en las dos últimas divisiones, Paneles D y F, se necesitan datos de las dos empresas compradora y objetivo, en ellas utilizamos la submuestra reducida de 71 sucesos, por lo que incluimos los CARs de estas empresas compradoras, que presentan pequeñas ganancias y pérdidas no significativamente distintas de cero en las ventanas objeto de análisis, que no son significativamente distintas de la muestra general.

Los grupos que recogen diferencias de tamaños y tipo de comprador, Paneles A y B del Cuadro 4, no obtienen resultados significativamente distintos de cero, y sólo aparecen diferencias significativas en las mayores ganancias que obtienen los compradores de bloques de mayor tamaño antes del suceso, al igual que ocurría con las empresas objetivo. Así pues, por lo que respecta al tamaño del bloque comprado y a la personalidad del comprador²², parece que sólo existe un efecto informativo señalizador en el primero de los factores.

En el Panel C del Cuadro 4, se analiza la influencia que el tipo de inversión tiene sobre las acciones de la empresa compradora. Para ello consideramos como actividad relacionada cuando coinciden los dos primeros dígitos²³ de la clasificación del código CNAE de las empresas compradora y comprada, grupo formado por 32 anuncios que denominamos mismo sector, mientras que los 77 anuncios²⁴ en que no coin-

²²También hemos analizado las compras realizadas por bancos. Los resultados son casi idénticos a los del grupo de compradores frecuentes, sin ninguna significación, por lo que no los presentamos aquí.

²³Esta clasificación es la habitual en estudios de Economía Industrial y coincide con la realizada con el código SIC en muchos trabajos internacionales.

²⁴No están incluidos 59 anuncios en los que desconocemos el CNAE de la actividad principal de las empresas objetivo.

CUADRO 4

Análisis por grupos de las empresas compradoras

Rentabilidad anormal acumulada de las acciones de las empresas compradoras clasificadas por tamaño del bloque adquirido, el tipo de comprador, tipo de inversión, performance previa de las empresas objetivo y por su relación con la empresa adquirida.

	Ventanas			Pre-suceso		Suceso	Post-suceso		
	[-20; 20]	[-5; 5]	[-1; 1]	[-15; 0]	[-5; 0]	[-1; 0]	[0]	[0, 5]	[0, 15]
PANEL A. TAMAÑO DEL BLOQUE									
Tamaño pequeño	0.514	-0.142	0.147	-0.262	-0.231	-0.050	0.159	0.248	0.768
N=86 (%CAR _s >0)	(55)	(51)	(57)	(52)	(43)	(47)	(56)	(56)	(56)
Tamaño mediano	1.549	0.936	-0.245	1.035	0.630	-0.210	0.044	0.349	0.560
N=82 (%CAR _s >0)	(55)	(51)	(46)	(56)	(53)	(49)	(53)	(53)	(50)
Diferencia	1.035	1.078 ^c	-0.392	1.297 ^c	0.862 ^c	-0.160	-0.115	0.101	-0.208
PANEL B. TIPO DE COMPRADOR									
Comprador									
no frecuente	0.752	0.636	-0.021	0.209	0.265	-0.178	0.108	0.479	0.721
N=90 (%CAR _s >0)	(52)	(55)	(49)	(53)	(44)	(44)	(57)	(57)	(52)
Comprador									
frecuente	1.075	0.027	-0.109	0.386	0.031	-0.109	0.062	0.057	0.550
N=78 (%CAR _s >0)	(57)	(45)	(55)	(55)	(51)	(51)	(49)	(51)	(53)
Diferencia	0.324	-0.610	-0.088	0.177	-0.234	0.069	-0.046	-0.421	-0.171
PANEL C. TIPO DE INVERSIÓN									
Otro sector	-0.749	0.050	0.038	0.364	0.430	-0.023	0.056	-0.324	-0.816 ^c
N=77 (%CAR _s >0)	(48)	(51)	(55)	(57)	(48)	(51)	(53)	(45)	(47)
Mismo sector	3.034	1.809	0.635	0.010	0.498	0.308	0.309	1.621 ^c	3.133 ^b
N=32 (%CAR _s >0)	(63)	(63)	(59)	(50)	(47)	(56)	(63)	(78)	(66)
Diferencia	3.783 ^c	1.760 ^b	0.596	-0.353	0.068	0.331	0.253	1.945 ^a	3.949 ^a
PANEL D. PERFORMANCE PREVIA DE LA EMPRESA OBJETIVO									
Total submuestra	-0.390	-0.112	0.153	-0.381	-0.215	0.050	0.187	0.290	-0.625
N=71 (%CAR _s >0)	(49)	(49)	(56)	(49)	(44)	(56)	(58)	(59)	(51)
Performance									
Negativa	-1.583	-1.180 ^b	-0.271	-0.738	-1.135 ^a	-0.431 ^c	-0.160	-0.205	-1.765 ^a
N=23 (%CAR _s >0)	(45)	(37)	(53)	(50)	(37)	(50)	(53)	(47)	(39)
Performance									
Positiva	0.972	1.139 ^c	0.645 ^c	0.026	0.861 ^c	0.608 ^b	0.589 ^a	0.868 ^c	0.671
N=48 (%CAR _s >0)	(55)	(64)	(61)	(48)	(52)	(64)	(64)	(73)	(64)
Diferencia	-2.555	-2.319 ^a	-0.916 ^b	0.764	-1.996 ^a	-1.039 ^a	-0.749 ^a	-1.073 ^c	-2.436 ^c
PANEL F PARTICIPACIÓN DEL COMPRADOR EN EL ACCIONARIADO DE LA EMPRESA OBJETIVO									
Primera compra	-2.002	-2.198 ^c	-0.773	-1.744	-1.585 ^c	-0.623	0.232	-0.381	-0.283
N=15 (%CAR _s >0)	(40)	(33)	(40)	(53)	(40)	(40)	(60)	(47)	(47)
Comprador									
accionista	0.029	0.436	0.384	0.005	0.162	0.222	0.176	0.450	-0.737
N=56 (%CAR _s >0)	(52)	(54)	(61)	(48)	(45)	(61)	(57)	(63)	(52)
Diferencia	2.032	2.634 ^b	1.157 ^b	1.749	1.747 ^b	0.845 ^b	-0.056	0.831	-0.454

Las rentabilidades anormales acumuladas están expresadas en porcentaje.

N es el número de sucesos en cada grupo

La significación de los CARs esta medida por una t de Student con el test propuesto por Brown y Warner (1985).

Entre paréntesis se indican el porcentaje de CARs positivos en cada caso.

La significación de las diferencias de medias viene dada por el t-valor del coeficiente de la variable dummy de la expresión [4]

^a, ^b y ^c indican niveles de significación del 1%, 5% y 10% respectivamente.

ciden los sectores de actividad los denominamos otro sector. Aunque lo habitual en este tipo de estudios es encontrar pérdidas significativas para las inversiones diversificadas antes del suceso, aquí solo las detectamos posteriormente. Los resultados nos muestran, en el grupo mismo sector, la obtención de ganancias extraordinarias significativas en los periodos post-suceso que llegan al 3% quince días después del anuncio, siendo significativas algunas diferencias entre los grupos. Esto está de acuerdo con la hipótesis de que la inversión en actividades relacionadas permite alcanzar unos resultados superiores a la diversificación no relacionada²⁵.

En el panel D del Cuadro 4, se observan claras diferencias, los accionistas de las empresas que compran bloques de empresas con mala performance obtienen siempre rentabilidades anormales negativas, que en muchos casos son significativamente distintas de cero. Por el contrario, los anuncios de compra de empresas con buen comportamiento previo presentan ganancias significativamente distintas de cero. Las diferencias también resultan significativas en casi todos los periodos analizados, por lo que se puede concluir que el comportamiento de las empresas compradoras depende, significativamente, de la valoración previa de la empresa que adquieren. Evidentemente, estos resultados no son consistentes con la hipótesis de infravaloración de la empresa objetivo.

Por último, al analizar la influencia de la participación de la empresa compradora en el capital de la empresa comprada, Panel F del Cuadro 4, y al contrario de lo que ocurría en las empresas objetivo, encontramos diferencias significativas de comportamiento. Mientras que el grupo de empresas que ya eran accionistas obtienen pequeñas ganancias no significativas, el grupo de no accionistas, que denominamos primera compra, presenta casi siempre pérdidas extraordinarias que son significativas en algunos momentos previos al suceso, resultando también significativas algunas diferencias entre los grupos.

²⁵ Aunque la teoría sobre inversiones relacionadas versus diversificadas se refiere al motivo inversión y parece más aplicable a los compradores también hemos analizado esta características para las empresas objetivo. Sorprendentemente encontramos mayores ganancias si la empresa objetivo es adquirida por empresas de distinto sector. Se podría aventurar una posible explicación relacionada con el "efecto Hubris"· pago de una sobreprima por parte de los compradores de empresas diversificadas que el mercado refleja como una mala inversión. Sin embargo, para poder afirmarlo, haría falta profundizar más en la investigación analizando una muestra amplia de pares de empresas, controlando conjuntamente el tamaño de las firmas, sectores y performance

El hecho de que los accionistas de las empresas compradoras al realizar esa primera adquisición parcial pierdan significativamente más que los que ya tienen acciones de la empresa objetivo, podría deberse a la mayor incertidumbre, ya que con la primera operación se inicia un proceso que no se sabe como finalizará. Dado que en estos subgrupos sólo están las empresas compradoras y sus respectivas objetivo, y que cuando las primeras pierden las segundas más ganan, puede aventurarse una explicación alternativa de que, bien por equivocación al valorar las empresas objetivo, cosa no evidente dadas las ganancias que experimentan las acciones de estas últimas, bien para garantizar la entrada en dichas empresas, las compradoras realicen un sobrepago. En este sentido, es de destacar que Morck, Shleifer y Vishny (1990) también encuentran evidencias de sobrepago sistemático por parte de algunos tipos de compradores, pero ellos sólo analizan bloques muy grandes en que el comprador consigue el control de la empresa objetivo con la compra del bloque.

6. Conclusiones

En este trabajo examinamos los efectos del anuncio en la prensa económica diaria de la compra de un bloque de acciones sobre la riqueza de los accionistas de las empresas compradora y comprada que cotizan en la Bolsa española. Analizamos una muestra de anuncios de 378 sucesos para las empresas objetivo y 168 sucesos para las empresas compradoras, siendo el tamaño del bloque menor que el 25% del capital de la empresa comprada y excluyendo las OPAs.

Una de las conclusiones más importantes del trabajo es que las compras de volúmenes significativos de acciones en la Bolsa española, aún para tamaños muy pequeños, son operaciones creadoras de valor que se comportan como cualquier adquisición del mercado de control de empresas. La respuesta del mercado español es análoga, aunque de menor magnitud, a la encontrada en otros mercados más desarrollados.

Así, mientras que los accionistas de las empresas que compran bloques de acciones obtienen pequeñas ganancias que no son significativamente distintas de cero en torno al momento en que se publica en prensa la operación, los accionistas de las empresas objetivo obtienen ganancias extraordinarias significativas, que se pueden evaluar como media en un 3% en los cuarenta días en torno a esa fecha, y en un 2,5% en los quince días antes del anuncio. Estos valores aunque de pequeña magnitud implican un claro efecto anuncio con valoración positiva de

estas operaciones ya que, por una parte existen evidencias de que la reacción del mercado español a las OPAs también es pequeña, y por otra parte la muestra estudiada se caracteriza por el pequeño tamaño de los bloques y no presupone tomas de control explícitas.

Para estudiar los efectos que tienen algunos factores sobre la riqueza de los accionistas realizamos análisis por grupos de operaciones. En las empresas objetivo no encontramos comportamientos diferenciados para los distintos grupos estudiados. Solamente son significativas las mayores ganancias extraordinarias que obtienen los accionistas antes del anuncio de compra de bloques mayores del 5% del capital de la empresa, pero la ventaja comparativa se pierde rápidamente. Esto está de acuerdo con las evidencias encontradas en otros mercados sobre el efecto que el tamaño del bloque tiene sobre la señal informativa.

Aunque la mayor parte de los estudios realizados sobre adquisiciones parciales en otros mercados encuentran evidencias de que las ganancias extraordinarias obtenidas por los accionistas de las empresas objetivo se pueden explicar por la anticipación de los inversores de una operación de toma de control explícita posterior, nuestros resultados no soportan dicha hipótesis. Es cierto que el grupo de empresas objetivo que posteriormente son objeto de una OPA o fusión obtienen el doble de ganancias en el periodo de estudio, pero la evolución de los CARs no presenta otras diferencias significativas ni antes ni después del suceso. Tampoco encontramos evidencias que soporten la hipótesis alternativa de infravaloración de la empresa objetivo, ya que su performance o valoración previa no parece influir significativamente sobre la riqueza de los accionistas de dichas empresas.

Por el contrario, en las empresas compradoras encontramos diferencias significativas en el comportamiento de todos los grupos estudiados, excepto cuando la muestra se subdivide en función de la frecuencia del comprador. El mercado español no parece contemplar ni a los compradores frecuentes ni a los bancos como inversores bien informados o con especial cualificación.

En las empresas compradoras también se detecta la misma diferencia que produce el tamaño del bloque comprado. Los accionistas de empresas que compran bloques de acciones de firmas de sectores de actividad relacionados, obtienen ganancias extraordinarias significativas inmediatamente después del anuncio, mientras que las inversiones diversificadas producen pérdidas. También obtienen pérdidas signifi-

cativas antes del suceso cuando no tenían previamente participación accionarial en la empresa objetivo, esto nos hacen pensar en si el mercado no considera esa primera compra como una etapa de un proyecto más amplio que pretende realizar la empresa compradora, proyecto que el mercado valora negativamente quizás por la incertidumbre de cómo finalizará.

Pero el factor que parece explicar mejor la reacción del mercado, para estas empresas, es la performance o valoración bursátil previa de la empresa comprada. Los accionistas de empresas que compran bloques de empresas con buena performance obtienen ganancias extraordinarias que son significativas inmediatamente antes y después del suceso, mientras que si compran bloques de empresas con mala performance obtienen pérdidas que también resultan significativas. Esto nos hace pensar si los administradores de las empresas compradoras se equivocan sistemáticamente cuando eligen empresas con actividades no relacionadas y/o mala performance y/o no utilizan la reacción negativa del mercado como un indicador del valor.

Teniendo siempre en cuenta la concentración y sesgo de la muestra analizada que está formada por bloques muy pequeños, podemos avanzar que en el mercado español, el tamaño del bloque de acciones comprado parece ser una buena medida de la señal informativa, que el tipo de comprador no parece ser un factor importante para la reacción del mercado, que este tipo de operaciones no parecen estar principalmente motivadas ni por la infravaloración de las empresas compradas, ni por la anticipación de una toma de control posterior, mas bien son los simples motivos de inversión eficiente los que parecen explicarlas mejor.

Es evidente, que la escasez de estudios empíricos sobre el mercado español de control de empresas no nos permite mas que esbozar esta serie de conclusiones muy provisionales. Sería necesario un estudio en profundidad enfrentando las dos empresas que participan en la operación, teniendo en cuenta el tamaño de ambas empresas y analizando conjuntamente los distintos factores para poder aventurar unas conclusiones mucho mas precisas. La existencia actual de un mercado específico de bloques en la Bolsa española permitirá profundizar en un próximo futuro en estas investigaciones.

CUADRO A1

Muestra utilizada y número de anuncios en que compra o es el objetivo de la compra de un bloque de acciones menor del 25% del capital de la empresa objetivo

Empresas (sector)	Compra	Objetivo	Empresas (sector)	Compra	Objetivo
A. Tudor(31)	-	2	Enher (40)	1	3
Acerinox (27)	-	8 [3]	Ert/Ercros (24/24)	-	5 [1]
Acesa (63) -	3		Eropistas (45)	-	2
Aguas Barcelona (41)	1 [1]	6 [2]	Fecsa (40)	-	19 [4]
Amper (32) -	1		Filo (70)	2	8
Asland (26)	1	4	Financiera y minera (26)	1 [1]	-
Asturiana Zinc (27)	1	7	Finanzauto (51)	-	1 [1]
Aumar (63)	-	1 [1]	Focsa (45)	-	2
Bami C. y T. (70)	-	6 [1]	Gesa (40)	-	1
Banco Alicante (65)	-	1 [1]	H. Cantabrico (40)	1	8 [1]
Banco Atlántico (65)	-	1	Hisalba (26)	1	1
Banco Exterior (65)	5 [3]	-	Huarte (45)	1 [1]	2
Banco Fomento (65)	-	2 [1]	Hullas Coto Cortes (10)	-	3 [3]
Banco Guipuzcoano (65)	1	10 [4]	I Vallerioso (70)	-	3
Banco Popular (65)	-	7 [1]	I M.(Metrovacesa) (70)	-	5
Banco Santander (65)	12 [4]	8	Iberduero/Hidroila (40/40)	5 [1]	13 [1]
Banco Simeón (65)	-	1 [1]	Inmobiliaria Urbis (70)	1	6 [2]
Banco Valencia (65)	-	3 [1]	Koipe (51)	-	5 [2]
Banco Vitoria (65)	4 [4]	1 [1]	Maphre (66)	-	1
Banco Zaragoza (65)	3	9 [1]	N.M Quijano (27)	-	1
B. Central/Hispan. (65/65)	26 [14]	14 [2]	Naarden (74)	1	-
Banco Central (65)	4 [3]	2	Obrascon (45)	1	1
Banesto (65)	15 [7]	12 [1]	OCF Construcciones (45)	1	2
Bankinter (65)	1	3	P. Valderribas (70)	2	5
BBV (65/65)	17 [8]	3	Papelera Española (21)	-	1
C. Lan (45) -	4		Petromed (BP) (23)	1	5 [1]
C Metálicos (51)	-	4 [1]	Prima Inmobiliaria (70)	-	3
C.E. Sevillana (40)	-	10 [3]	Prosegur (74)	1 [3]	2
C.F. Alba (74)	6 [2]	4	Pryca (52)	-	2
C.A.F. (35)	-	3	Repsol (50)	5 [5]	6
Campofrio (15)	-	3	S. General Azucarera (15)	2	9 [3]
Catalana Gas (40)	-	8 [5]	San Miguel (15)	-	1 [1]
Cepsa (23)	1	8 [3]	Sarrio (21)	1	3 [2]
Cofir/Macosa (74/45)	6 [1]	4 [2]	Sniace (21)	-	2
Continente (52)	-	1	Tabacalera (16)	8 [1]	4
Cristalera (26)	1	1	Tafisa (20)	-	6
Cubiertas (45)	1	5 [1]	Telefónica (64)	4	4 [1]
Dimetal (34)	-	2	Tubacex (27)	2	-
Dragados (74)	5 [2]	5 [3]	U. Fenix (AGF) (66)	1 [1]	-
E. Subterráneos (63)	-	1 [1]	Uniasa/Puleva (15/15)	-	5
E.I. Aragonesas (24)	1	1	Uniland Cementera (26)	-	1 [1]
E.N C.E. (21)	-	1	Unión Fenosa (40)	3 [2]	8 [3]
E.R. Zaragoza (40)	-	1	Unipapel (21)	-	2
Ebro/I. Agrícolas (51)	1 [1]	11 [4]	Uralita (26)	2	6
El Aguila (15)	-	1	Valencia Cementos (26)	2 [1]	12
Endesa (40)	6 [5]	3	Viscofan (25)	-	3

El sector de cada empresa se señala por los dos primeros dígitos del código CNAE. Entre corchetes aparece el número de anuncios de aquellas operaciones en las que compradora y objetivo son empresas de este listado

Referencias

- Asquith, P., R. Brunner y D.W. Mullins (1983): "The gains to bidding firms from mergers", *Journal of Financial Economics* 11, pp. 121-140.
- Barclay, M.J. y C.G. Holderness (1991): "Negotiated block trades and corporate control", *Journal of Finance* 46, pp. 861-878.
- Brown, S. y J.B. Warner (1985): "Using daily stock returns: the case of event studies", *Journal of Financial Economics* 14, pp.3-31.
- Campbell, J.Y.; A.W. Lo y A.C. Mackinlay (1997): "The Econometrics of Financial Markets", Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Choi, D. (1991): "Toehold acquisitions, shareholder wealth, and the market for corporate control", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* vol.26, 3, pp.391-407.
- Fernández, M. y C.J. García Martín (1995): "El efecto de la publicación de una OPA sobre la rentabilidad de las acciones", *Revista Española de Economía* 12, pp. 219-240.
- Grossman, S. y O. Hart (1980): "Takeover bids, the free-rider problem and the theory of the corporation", *Bell Journal of Economics* 2, pp. 42-64.
- Holthausen, R.W., R.W. Leftwich y D. Mayers (1990): "Large block transactions, the speed of response, and temporary and permanent stock-price effects", *Journal of Financial Economics* 26, pp. 71-95.
- Jensen, M.C. (1986): "The takeover controversy: Analysis and evidence", *Midland Corporate Finance Journal* 4, pp. 6-32.
- Kaplan, S.N. y M.S. Weisbach (1992): "The success of acquisitions: evidence from divestitures", *Journal of Finance* 46, pp. 107-138.
- Kraus, A. y H.R. Stoll (1972): "Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange", *Journal of Finance* 27, pp. 569-588.
- Malatesta, P.H. y R. Thomson (1985): "Partially anticipated events: a model of stock price reactions with an application to corporate acquisitions", *Journal of Financial Economics* 14, pp. 237-250.
- Martínez, M.A., M. Tapia y J. Yzaguirre (1998): "Information transmission around block trades on the Spanish stock market", Mimeo, Workshop en Finanzas, Segovia, Julio, 24 pp.
- Mikkelson, W.H. y R.S. Ruback (1985): "An empirical analysis of the inter-firm equity investment process", *Journal of Financial Economics* 14, pp. 523-553.
- Morck, R., A. Schleifer y R.W. Vishny (1990): "Do managerial objectives drive bad acquisitions?", *Journal of Finance* XLV, 1, pp. 31-48.
- Roll, R. (1986): "The Hubris hypothesis of corporate control", *Journal of Business* 59, pp. 197-216.
- Schipper, K. y R. Thompson (1983): "Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms", *Journal of Financial Economics* 11, pp. 85-119.
- Scholes, M. y J. Williams (1977): "Estimating betas from nonsynchronous data", *Journal of Financial Economics* 5, pp. 309-327.

- Shleifer, A. y R. Vishny (1986): "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy* 94, pp. 461-488.
- Stulz, R.M., R.A. Walkling y M.H. Song (1990): "The distribution of target ownership and the division of gains in successful takeovers", *Journal of Finance* 45, pp. 817-833.
- Suárez González, I. (1994): "Estrategias de diversificación y resultados de la empresa española", *Revista de Economía Aplicada* 2, pp. 103-128.
- Sudarsanam, S. (1996): "Large shareholders, takeovers and target valuation", *Journal of Business Finance and Accounting* 23, pp.295-314.

Abstract

This paper studies the reaction of the Spanish Stock Market to partial acquisition announcements by analysing the effect produced on target and bid firm shares. We test whether block share purchases are valued enhancing events like acquisitions in the market for corporate control. We investigate whether the reaction depends on factors such as: block size, the blockholder personality and the previous target firm performance. We also analyse the influence of a following takeover over the target firm and the previous blockholder position in target firm shares. Our results confirm the informative effect of the block size. The evidence indicates that target firm shareholders always receive significant abnormal returns. Nevertheless, our results do not support any particular theory. Regarding bid firm shareholders, only obtain significant returns when they invest in the same industry companies or/and firms with positive performance.

Keywords: block acquisitions, market for corporate control, target undervaluation, block size, frequent bidder.

*Recepción del original, enero de 1997
Versión final, junio de 1999*