

---

# *La actividad de los grupos empresariales en las OPA. La experiencia española (1983-2007)*

134

En este trabajo se analiza la actividad que los grupos de empresas han desarrollado como adquirentes en el mercado español de OPA desde 1983 hasta 2007, período especialmente interesante debido a la reorganización de las cuotas de mercado que provoca el proceso de incorporación de España en la UEM. El análisis se hace desde una perspectiva sectorial y según la clase de grupo, industrial o financiero, que haya realizado la operación. Además se pone de manifiesto en el papel desempeñado por los grupos de empresas públicos y la influencia que desde el Estado se ha ejercido en la conformación de grupos de empresas.

*Lan honetan, enpresa-taldeek Espainiako EEP merkatuan erosle moduan zer jarduera duten aztertzen da, hain zuzen, 1983. urtetik 2007. urtera. Izan ere, urte-bitarte hori bereziki interesgarria gertatu da, Espainia Europako Diru Batasunean sartu izatearen ondorioz, merkatu-kuotak berriz antolatu zirelako. Sektoreka egiten du azterketa, eta eragiketa egin duen taldearen arabera (industrial edo finantzarioa). Gainera, enpresa-talde publikoek jokatzen duten paperari erreparatzen dio bereziki, bai eta enpresa-taldeak sortzerakoan estatuak izandako eraginari ere.*

This paper analyses the activities developed by groups of companies as purchasers in the Spanish Takeover Bid market from 1983 to 2007. This period is especially interesting due to the reorganization of market quotas caused by the introduction of Spain into the Economic and Monetary Union. The analysis is carried out from a sectorial view and depending on the kind of group (industrial or financial) that had performed the operation. Furthermore it highlights the role played by state groups of companies as acquirers and the Government influence to create groups of companies.

## ÍNDICE

1. Introducción
2. La actividad de los grupos empresariales en el mercado de control: análisis sectorial
3. La estrategia de los grupos empresariales: grupos financieros frente a grupos industriales
4. Regulación y grupos empresariales públicos
5. Conclusiones

### Referencias bibliográficas

Palabras clave: OPA, integración económica, grupo de empresas, política industrial.

Keywords: tender offer, economic integration, firms group, industrial policy.

N.º de clasificación JEL: G34, L22, L52.

## 1. INTRODUCCIÓN

Un grupo de empresas es el constituido por un conjunto de empresas, donde una de ellas, la sociedad matriz, ejerce el control dominante, habitualmente mediante la tenencia directa o indirecta de la mayoría de los derechos de voto de las otras empresas, que son llamadas filiales. El crecimiento del grupo puede ser interno, esto es, mediante la creación de nuevas empresas, o mediante la fusión o adquisición de otras empresas. Cuando las adquisiciones se realizan sobre empresas cotizadas, la legislación española regula desde 1980, con el Real Decreto 1.848/1980 de 5 de septiembre, el procedimiento a través del cuál se debe realizar la operación, que se denomina oferta pública de adquisición (OPA).

La primera OPA se registra en 1983 y desde entonces hasta diciembre de 2007 algo más de trescientas sesenta ofertas han sido autorizadas y llevadas a término

en las cuatro Bolsas españolas. En la mayor parte de estas operaciones encontramos detrás, en último término, a grupos empresariales, residentes y no residentes, en proceso de formación o expansión. De aquí que el análisis de las OPA nos permita obtener algunos indicios sobre cuál ha sido la estrategia que los grupos de empresas nacionales y extranjeros han tenido en determinados sectores bursátiles durante el período 1983-2007 en la economía española.

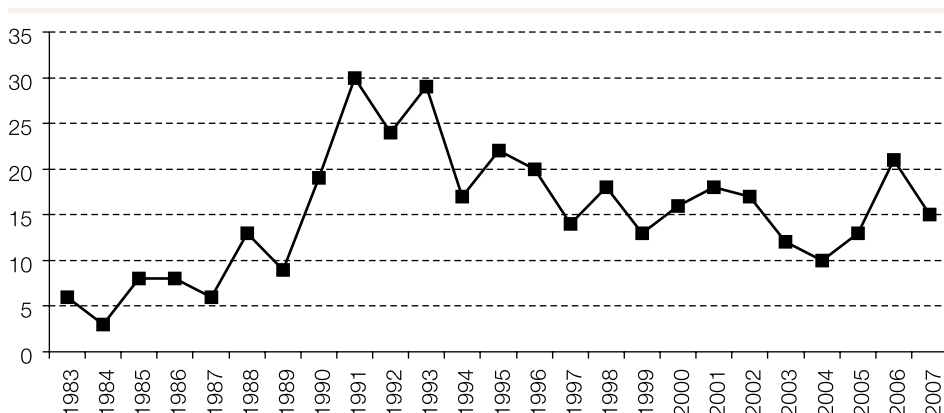
La falta de representación en la Bolsa de algunos sectores limita en cierta medida el análisis global de la actividad de estos grupos, pero permite apreciar, por otro lado, sus preferencias respecto de los mercados públicos de valores y de control. En el caso español es posible constatar una doble tendencia: por una parte, un aumento en el tamaño de las participaciones de control por las que habría que competir en la Bolsa para adquirir parte del grupo o el grupo entero; por otra, una «privatización» de los grupos

de empresas, es decir, una retirada de los mercados bursátiles de las sociedades del grupo mediante las OPA, y, por tanto, un mayor aislamiento respecto de los mercados públicos de control. Como consecuencia de estas tendencias, si se redujese el número de empresas cotizadas en un determinado sector, la posibilidad de competir por el control en dicha industria sería más limitada, tal como apuntan Berglöf y Burkart (2003), lo que podría reducir el grado de disciplina externa a la que estaría sometido el sector.

Uno de los hechos que mayor repercusión ha tenido en el crecimiento externo de los grupos mediante OPA ha sido el proceso de integración de la economía española en el área económica europea. Así, podemos observar cómo la evolución que ha tenido el número de OPA en las Bolsas españolas tiene forma de oleada (gráfico n.º 1), y su inicio está ligado a dicho proceso.

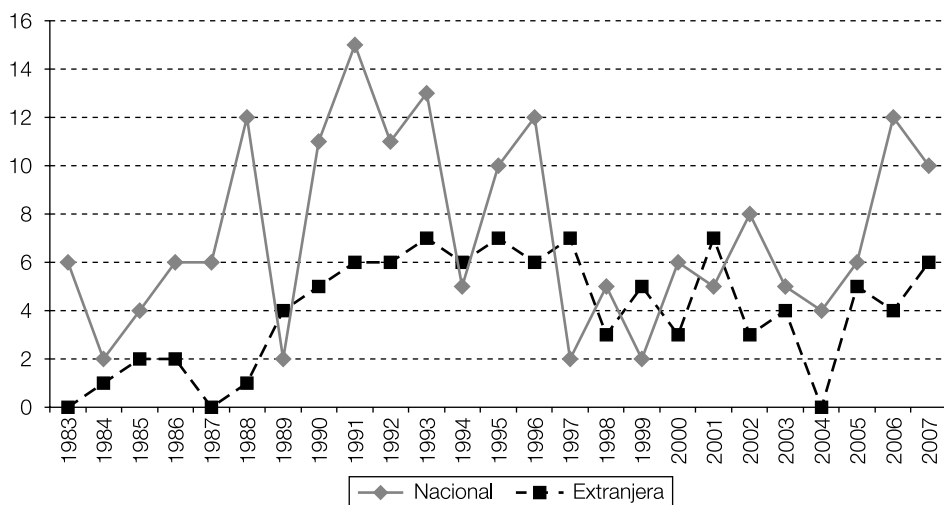
La progresiva liberalización de nuestra economía y la ampliación de los límites del mercado —que se inicia en 1986 con la incorporación a la Comunidad Económica Europea (CEE), la subsiguiente liberalización de los movimientos de capital con la Directiva 88/361 y la entrada de la peseta en el Sistema Monetario Europeo en 1989, que reduce el riesgo de tipo de cambio y el sesgo de los inversores por las adquisiciones dentro del propio país— promueven una presencia creciente de adquirentes extranjeros en las OPA realizadas en las Bolsas españolas, lo que aumenta el número de estas operaciones (gráfico n.º 2). A su vez, los compradores nacionales, anticipando la consecución del Mercado Único europeo en 1992, aumentan el control en sus propias empresas y adquieren competidoras, lo que denotaría una toma de posición defensiva previa por parte de las empresas españolas frente a compradores nacionales y foráneos.

Gráfico n.º 1  
**Número de OPA anuales en España. 1983-2007**



Fuente: Elaboración propia a partir de los Informes anuales de la Bolsa de Madrid, Comisión Nacional del Mercado de Valores y BORME.

Gráfico n.º 2

**Evolución del número de OPA en España según la nacionalidad del grupo adquirente. 1983-2007**

Fuente: Elaboración propia a partir de los folletos informativos de OPA, bases de datos SABI y Amadeus y prensa de negocios.

Posteriormente, a lo largo del dilatado proceso de configuración de la Unión Económica y Monetaria (UEM), ha habido otros hitos que pudieran haber propiciado un mayor volumen de OPA, como la introducción del euro en 1999. Sin embargo, este hecho no parece haber contribuido a desencadenar una oleada ni haber estimulado, respecto a periodos anteriores, las adquisiciones por parte de grupos de empresas no residentes comunitarias. Según señala Campa (2004), la fragmentación de la estructura empresarial en Europa, marcada por las fronteras nacionales, hace que el proceso de fusiones y adquisiciones europeo se deba más a las operaciones realizadas dentro de cada economía que a las transacciones efectuadas entre economías de países de la UEM, y ello parece haberse hecho más patente una vez se

consolidan las cuotas de mercado tras el proceso de apertura de nuestra economía.

En suma, este trabajo va a intentar abordar la actividad que los grupos de empresas han desarrollado en el mercado de control español durante el intervalo 1983-2007, período especialmente interesante por el proceso de reorganización de las cuotas de mercado provocado por el proceso de incorporación de España a la actual UEM. En concreto, el estudio se basa en el análisis de las OPA en las que han estado implicados los grupos de empresas como parte adquirente, prácticamente el 90% del total de las ofertas de adquisición<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Para obtener la información sobre los grupos de empresas nos basamos en los datos que los adquirentes aportan en los folletos informativos de OPA

La perspectiva será doble: por una parte, se resaltan los principales rasgos de los grupos empresariales adquirentes según el sector donde han llevado a cabo la adquisición (apartado 2.º). Por otra, se analiza el crecimiento externo vía OPA de los grupos de empresas más activos, en función de la clase de grupo, industrial o financiero, que haya realizado la operación, con el fin de distinguir si sus estrategias y objetivos han sido similares o no a la hora de decidir llevar a cabo una OPA (apartado 3.º).

En el apartado 4.º se hace una breve caracterización del papel que los grupos de empresas públicos han desempeñado en las OPA, así como de la influencia que desde el Estado se ha ejercido en la conformación de grupos de empresas. Finalmente, en el apartado 5.º, se exponen las principales conclusiones.

## 2. LA ACTIVIDAD DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES EN EL MERCADO DE CONTROL: ANÁLISIS SECTORIAL<sup>2</sup>

Uno de los principales temas que el análisis desde el punto de vista sectorial va a

---

en los que, tal como requiere la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 (LMV) y especialmente el posterior Real Decreto de 26 de julio de 1991 (RD) que desarrolla lo establecido en la LMV, se debe especificar si los oferentes (los adquirentes) pertenecen a algún grupo, entendiendo como tal lo establecido en el artículo 42 del Código de Comercio y en el Régimen Jurídico de las Sociedades Anónimas. En esta legislación la relación de pertenencia se basa principalmente en las relaciones de control, medido por la cuantía de derechos de voto que se posea o de miembros del órgano de administración que se haya designado, directa o indirectamente. A su vez, empleamos la información contenida en el Directorio de Consejeros y Directivos (DICODI), Fomento de Producción, bases de datos SABI y AMADEUS y, por último, la prensa de negocios, especialmente en aquellas OPA llevadas a cabo con anterioridad a la entrada en vigor del RD.

<sup>2</sup> La clasificación sectorial sobre la que se va a hacer el análisis tiene en cuenta el sector al que pertenece la

permitir poner de manifiesto es la importancia que, como acabamos de mencionar, ha tenido en el tejido empresarial español el proceso de integración en la actual UE. Según Myro y Ruiz (1999), la mayor competencia procedente del exterior ha estimulado el proceso de fusiones y adquisiciones, favoreciendo la consolidación industrial de un grupo reducido de grandes empresas de carácter internacional y elevada eficiencia. Entre las empresas líderes que mencionan se encuentra un gran número de las que han actuado como grupo adquirente en las ofertas de adquisición del período 1983-2007.

Los sectores bursátiles que han sido más afectados, atendiendo al número de OPA recibido, han sido el de los «Servicios financieros e Inmobiliarias», seguido del que agrupa las sociedades cotizadas incluidas bajo el epígrafe de «Materiales básicos, Industria y Construcción» (gráfico n.º 3). En total, sobre las sociedades de estos dos sectores recaen casi las dos terceras partes de las OPA llevadas a cabo en el período de análisis. Cuando el criterio es el coste de las OPA en cada sector, entonces, los tres sectores que más recursos han absorbido son «Servicios financieros e Inmobiliarias» (26%), «Materiales básicos, Industria y Construcción» (26%) y «Petróleo y Energía» (24%) (gráfico n.º 4).

### 2.1. Servicios Financieros e Inmobiliarias

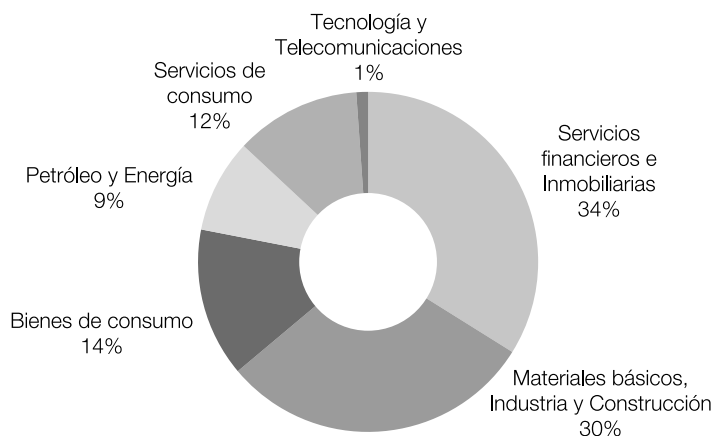
Las OPA realizadas por los grupos de empresas en el sector de los «Servicios Financieros e Inmobiliarias» son las más

---

empresa adquirida, según el criterio de clasificación que realizan las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y la Sociedad de Bolsas en 2005. Los sectores bursátiles definidos son Servicios financieros e Inmobiliarias, Materiales básicos, Industria y Construcción, Bienes de consumo, Petróleo y Energía, Servicios de consumo.

Gráfico n.º 3

**Número de OPA realizadas por grupos de empresas según el sector bursátil de la sociedad adquirida. 1983-2007**



Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en los folletos informativos de OPA (CNMV), boletines de la Bolsa de Madrid, base de datos SABI y prensa de negocios.

numerosas: más de ciento diez ofertas con un coste en torno a veintisiete mil millones de euros (constantes, año base 2000) a lo largo del período 1983-2007. Este sector abarca los bancos, las compañías de seguros, las sociedades de cartera y holding, las sociedades de inversión de capital variable (SICAV) y las sociedades inmobiliarias.

Por subsectores, el mayor número de empresas afectadas ha sido el de las inmobiliarias, seguido de las sociedades de cartera y holding, bancos y, en mucha menor medida, las compañías de seguros. Si comparamos las características más relevantes entre los subsectores se pone de manifiesto cómo la inmensa mayoría de las operaciones de adquisición se han llevado a cabo entre empresas con actividades relacionadas, esto es, las adquisiciones son de tipo principalmente horizon-

tal y en algunos casos vertical<sup>3</sup>. En efecto, detrás del 100% de las OPA sobre compañías de seguros hay un grupo de empresas de se-

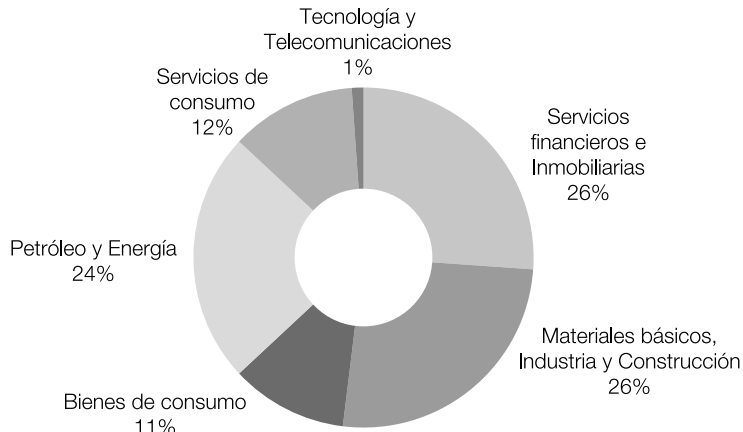
<sup>3</sup> Un criterio usual para tipificar las fusiones y adquisiciones es el que las clasifica en función tanto de la etapa del proceso productivo en que se encuentran las sociedades implicadas como de la sustituibilidad de los productos que elaboran. Se distinguen tres tipos:

- a) Horizontales: cuando la oferta de adquisición se realiza entre empresas que se encuentran en la misma etapa del proceso productivo, haciendo un mismo tipo de actividad económica. Son empresas competidoras o potencialmente competidoras.
- b) Verticales: las empresas implicadas trabajan en diferentes etapas del proceso productivo. Si se toma como referencia la situación que tiene la empresa adquirente en la cadena de producción, la verticalidad puede darse en dos sentidos:
  - b.1) Hacia detrás, integrando a los proveedores o suministradores.
  - b.2) Hacia delante, cuando la empresa adquirida es cliente de la adquirente.

Cuando la fusión o adquisición es de tipo horizontal o vertical se dice que la operación se ha realizado entre empresas con actividades relacionadas.

Gráfico n.º 4

**Volumen de recursos financieros empleados en las OPA (en euros constantes) según el sector bursátil de la sociedad adquirida. 1983-2007**



Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en los folletos informativos de OPA (CNMV), boletines de la Bolsa de Madrid, Barcelona y Valencia y prensa de negocios.

guros; detrás de algo más del 90% de las OPA sobre bancos hay grupos bancarios; y detrás de casi el 90% de las OPA sobre sociedades de inversión mobiliaria hay fundamentalmente grupos bancarios y, en menor medida, holding y grupos de sociedades de cartera.

En el caso de las sociedades inmobiliarias, el 40% de estas operaciones parten de grupos inmobiliarios, en buena medida de tipo familiar. El resto de los casos responde fundamentalmente a adquisiciones realizadas por grupos también de tipo familiar, pero representados mediante sociedades de

cartera, grupos bancarios (nacionales y extranjeros) y en algún caso grupos hoteleros.

Si atendemos a la nacionalidad del grupo adquirente, destaca la presencia de grupos extranjeros en las adquisiciones llevadas a cabo en el subsector bancario si se compara con el resto de los subsectores comprendidos en «Servicios Financieros e Inmobiliarias», donde los grupos nacionales predominan.

Los objetivos que hay detrás de las OPA llevadas a cabo en este sector son heterogéneos. En el caso de los bancos, se puede destacar las tomas de control en otros bancos y las ofertas destinadas a retirar las sociedades bancarias de la cotización bursátil. Dentro de la primera finalidad son reseñables las adquisiciones que tanto ciertos grupos nacionales (especialmente los actuales grupos bancarios Santander y Bilbao Vizcaya Argentaria) como algún grupo extranjero

c) Conglomerados: se refiere al conjunto de empresas cuyas actividades económicas no están necesariamente relacionadas –desde el punto de vista de la demanda, sus productos no son sustitutivos cercanos ni son inputs determinantes de su producción– y se encuentran bajo la influencia de un mismo centro de decisión. Los grupos conglomerados también se conocen como diversificados.





siguientes subsectores: «Minerales, Metales y Transformación de productos metálicos», «Fabricación y Montaje de bienes de equipo», «Construcción, Materiales de construcción», «Industria química» y, finalmente, «Ingeniería y otros» (sector sobre el que sólo ha habido una OPA por un grupo familiar) e «Industria aeroespacial» (sin OPA). En este sector se producen el 30% de las OPA y absorbe el 26% de los recursos financieros empleados en estas operaciones durante el período analizado (1983-2007). Destacamos a continuación las características más significativas por subsectores de las ofertas realizadas por grupos empresariales.

En el conjunto del subsector de «Minerales, Metales y Transformación de productos metálicos» se puede distinguir el predominio de las adquisiciones de tipo relacionado (horizontales y verticales) y la similitud en la importancia que tienen los grupos nacionales y extranjeros en las tomas de control en las sociedades objetivo. Dentro del subsector sobresalen las OPA sobre las empresas de aceros, que son de las más tempranas pues empiezan en 1987 con la reordenación del sector fomentada desde el Estado, que será el principal accionista del grupo que se forma, Acenor. El grupo Acenor se constituye a partir de las tres OPA que Forjas Alavesas lanza sobre las empresas Aceros del Llodio, Aceros y Fundiciones del Norte (Pedro Orbe-go) y Olarra, y la OPA de exclusión de Echevarría. Actualmente este grupo, que se privatiza en 1995, se llama Sidenor y está en manos, desde 2005, del grupo siderúrgico brasileño Gerdau y del grupo Santander. En el gráfico n.º 5 aparece la composición del grupo Sidenor hasta su privatización.

Las ofertas en el subsector siderúrgico continúan a menor ritmo a lo largo del período, aunque aumentando la escala, como en el caso de la OPA de la europea Arcelor (fusión de Aceralia, Arbed y Usinor) sobre Ace-

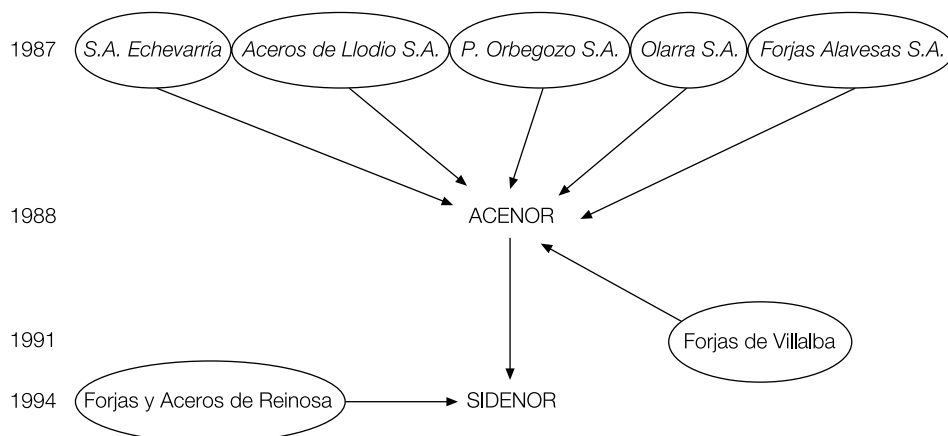
ralia en 2002 y muy especialmente la posterior OPA del grupo anglo-indio Mittal Steel sobre Arcelor en 2006, la OPA más costosa en la historia de estas operaciones en España. Tanto es así que esta operación supone el 70% de los recursos financieros empleados en el total de las OPA del sector de Materiales Básicos, Industria y Construcción.

Las OPA realizadas en el subsector de Fabricación y Montaje de bienes de equipo también son predominantemente de tipo relacionado. El rasgo, quizá, más característico es que algo más del 75% se deben a operaciones realizadas por grupos extranjeros (de ellas, el 50% de grupos comunitarios —por ejemplo, Citroen, Siemens, Moulinex o Renault— y el 40% de grupos estadounidenses —los grupos UTH, Allied-signal o Exide). Todo lo contrario sucede en el subsector de la Construcción donde predominan los grupos nacionales (75%).

En cuanto a las adquisiciones en el subsector de los Materiales de construcción, lo más destacado es el peso que tienen las ofertas sobre las sociedades cementeras, donde casi el 60% de las empresas afectadas son objeto de OPA por grupos extranjeros: Italcementi-Ciment Français (sobre Sociedad Financiera y Minera, Cementos Rezola y Cementos Molins), el francés Lafarge (sobre Asland, Asland Catalunya y Mediterráneo y Cementos Molins), el mejicano CEMEX (sobre Compañía Valenciana de Cementos y La Auxiliar de la Construcción), el portugués CIMPOR (sobre Corporación Noroeste y Cementos Cosmos) y el suizo Holderbank (sobre Hornos Ibéricos Alba y Cementos Rezola). Una vez alcanzado el control absoluto, suelen excluir estas empresas de la cotización bursátil. El 40% restante de las empresas afectadas se corresponde con operaciones de los grupos nacionales, principalmente con un fin de tipo defensivo, intentando blindar el control

Gráfico n.º 5

**La conformación del grupo Sidenor**



Fuente: Elaboración propia a partir de la información contenida en la página web de Sidenor. En cursiva las operaciones de integración llevadas a cabo mediante OPA.

de la sociedad filial aumentando su dominio en ella (OPA en 2004 sobre Cementos Molins por el grupo familiar Cementos Molins) o bien excluyéndola de la cotización (OPA en 1995 del grupo Fomento de Construcciones y Contratas, a través de Cementos Portland, sobre su participada Cementos Alfa).

En el resto de las OPA realizadas sobre empresas de materiales de construcción (cristal, madera y materiales para la impermeabilización) también destaca la presencia de grupos extranjeros comunitarios. La práctica totalidad de las operaciones en este subsector son de tipo relacionado.

Por último, en la Industria química casi el 75% de las empresas objeto de OPA tiene como parte adquirente un grupo nacional<sup>5</sup>,

destacando el peso del grupo Inmobiliaria Villar Mir en las OPA que realiza en 1996 sobre Hidro Nitro, Nitratos de Castilla y Sefanitro. Los grupos extranjeros adquirentes son de nacionalidad estadounidense (Praxair y Air Products) y francés (Air Liquide) y se centran en los gases industriales. Las actividades económicas del 90% de las empresas objetivo son de tipo relacionado con las de los grupos adquirentes (véase nota a pie n.º 3).

La diversidad de industrias englobadas en el sector bursátil de Materiales Básicos, Industria y Construcción hace difícil sintetizar los rasgos de las OPA llevadas a cabo en él. Quizá sea destacable la mayor presencia de grupos extranjeros, respecto a otros sectores, en parte estimulada por el

<sup>5</sup> En el caso de la industria química llama la atención el peso que los adquirentes nacionales tienen en el sector bursátil respecto del que tienen en el control

del sector químico, ya que, según García de la Cruz (2007), el predominio del control en esta industria está en manos de grupos foráneos.

proceso de incorporación a la UE, que implica que estas adquisiciones sirvan como vía para internacionalizar la actividad productiva de los subsectores afectados, como en los casos del acero, la fabricación y montaje de bienes de equipo o los materiales de construcción.

### 2.3. Bienes de consumo

Más de la mitad de las OPA del sector de Bienes de Consumo se debe a las adquisiciones de sociedades del subsector de la Alimentación y Bebidas. En este subsector también ha sido decisiva la incorporación de España a la CEE, tanto por el aumento del tamaño relativo del mercado (que impulsa a las empresas nacionales a aumentar su dimensión), como por la entrada neta de capital extranjero (Gracia y Albi-su, 2004; Fernández Núñez, 2000). De hecho, el 85% de las sociedades afectadas por OPA en el subsector Bebidas se debe a grupos extranjeros (el irlandés Guinness, el británico Allied Domecq, el holandés Heineken y el francés BSN-Danone). Sólo hay dos operaciones de grupos nacionales: la adquisición por el grupo Codorniu de Bodegas Bilbaínas en 1997 y la OPA de «blindaje» que el grupo Damm hace sobre Cervezas del Turia en 1995 para evitar la entrada de Danone. Prácticamente todas las operaciones son de tipo horizontal.

Respecto a las empresas objetivo del subsector de la Alimentación, no cabe apreciar ningún rasgo relevante en cuanto a la nacionalidad del adquirente o el mayor peso de algún grupo en las compras realizadas en la Bolsa. Lo que puede ser más significativo en este caso es el hecho de que casi en un tercio de las operaciones en las que se ha producido un cambio en el control de la empresa mediante una OPA aparecen las fami-

lias, generalmente las fundadoras de la empresa, vendiendo dicho control. Al tiempo que una parte de los accionistas familiares salen de sus empresas y se produce la entrada de inversión extranjera, se produce un movimiento defensivo de las empresas nacionales cotizadas (buena parte de ellas también familiares) que pactan las OPA o llevan a cabo fusiones con el fin de ganar tamaño frente a la competencia de las grandes multinacionales foráneas de la alimentación. Este hecho también se pone de manifiesto en los trabajos de Fernández Núñez (2000) o Fariñas y Jamandreu (1999). En nuestro caso, como ejemplo, cabe citar la OPA en el año 2000 de Campofrio (controlada por el grupo Carbal de la familia Ballvé) sobre OMSA o la integración de Koipe en el grupo de SOS Cuétara (controlada por la familia Salazar) en el año 2003. En cuanto a la relación entre la actividad económica de la empresa objetivo del subsector de la Alimentación y la adquirente, en un 80% de los casos éstas son relacionadas (véase nota a pie n.º 3).

También es de destacar en las operaciones sobre empresas de Bebidas y Alimentación las numerosas OPA de exclusión bursatil de empresas relativamente pequeñas de tipo familiar y de muchas de las filiales o empresas participadas de multinacionales extranjeras. Estos son los casos de Unión Cervecera en 1992, adquirida mediante OPA por Cruzcampo (actualmente del grupo Heineken) en 1991<sup>6</sup>; la empresa también cervecera San Miguel, que fue objeto de tres OPA (en 1994, 1995 y 1996) por parte del grupo de alimentación francés BSN-Danone, que la excluye de la cotización en 1997; Conservas Garavilla, que se excluye en 1998; Bodegas y Bebidas (anti-

<sup>6</sup> La holandesa Heineken compró en 1999 el grupo Cruzcampo al grupo irlandés Guinness.

gua Savín) controlada por Allied Domecq desde 2001 y excluida en 2002; o el caso de Heineken España (la antigua El Águila), filial de Heineken, que se excluye en 2003.

Del resto de los subsectores que componen el sector bursátil de Bienes de Consumo destacamos el mayor peso de los grupos extranjeros en las OPA realizadas en la industria papelera (especialmente del grupo irlandés Jefferson Smurfit) y en el conjunto de sociedades agrupado como «Otros bienes de consumo» donde encontramos tomas de control tan dispares como las del grupo portugués Fábrica De Vidros Barbosa & Almeida sobre Vidriera Leonesa en 1999 y 2000 o la costosa OPA del grupo británico Imperial Tobacco sobre Altadis a finales de 2007.

De nuevo se aprecia en este sector bursátil el peso de los grupos adquirentes extranjeros y, en menor medida, la respuesta de los grupos nacionales, que se conforman en parte mediante OPA especialmente en el subsector de la Alimentación, con el fin de competir internacionalmente con los grupos alimentarios foráneos. También es de destacar la «privatización» de las empresas cerveceras y su «sustitución» en el panorama bursátil del subsector de Bebidas por las empresas vinícolas.

#### 2.4. **Petróleo y Energía**

En el subsector del petróleo el hecho clave para analizar el proceso de adquisiciones es la publicación de la Ley 45/84 de Reordenación del sector petrolero de 17 de diciembre, ya que marca el comienzo del proceso de liberalización de una industria controlada por el Estado hasta entonces. En torno a esa fecha, el grupo público Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH) lanza dos ofertas de adquisición, de las primeras OPA realizadas

en España: una sobre CAMPSA en 1983 y la otra sobre Petroliber en 1985.

En 1991, tal como contemplaba la citada ley, el INH transfiere una parte de su participación en CAMPSA a las empresas privadas con activos de refino: Cepsa, Petromed y Ertoil<sup>7</sup>. Ese mismo año se producen dos OPA en el subsector: el grupo francés Elf Aquitaine aumenta su participación en el control de Cepsa y el británico BP Oil toma el control de Petromed, lo que le permite presentarse junto con Petronor, Repsol, Ertoil y Cepsa como parte adquirente en la OPA sobre CAMPSA de 1991, que tiene como objetivo adquirir las acciones que aún estaban en manos de accionistas minoritarios.

El último movimiento significativo en este sector, tras su reordenación, ha sido el aumento de participación del actual grupo Santander en Cepsa en 2003, que desata una pugna con la petrolera Totalfina-Elf por el control de la sociedad. En 2006, tras la intervención del Tribunal de Arbitraje de La Haya, el grupo Santander le vende un paquete del 4,35% a Totalfina-Elf (que se hace con el 48,8%) y el Santander se queda con el 27,7%.

De todas formas, en el sector Petróleo y Energía las OPA que destacan, tanto por número como por volumen de dinero empleado, son las realizadas sobre las sociedades eléctricas cotizadas (el 71% de las OPA y el 80% del coste de las ofertas sobre el sector), sociedades que, en este caso, son muy representativas del subsector en la economía real.

Las adquisiciones en el subsector de la Electricidad también tienen detrás un proce-

<sup>7</sup> La otra gran parte (el 64,36% del capital) queda en manos del sector público a través de Petronor, Repsol y Repsol Petróleo.

so de reordenación promovido desde el Estado con el fin de ganar economías de escala. En este caso, los ejes de actuación han sido dos, según Rodríguez Romero (1999). Uno de ellos ha consistido en la fusión entre empresas privadas: la de Iberduero con Hidroeléctrica Española, por una parte, que se lleva a cabo en el mercado mediante OPA en 1991 y la de Unión Eléctrica con Fenosa, por otra, que se hace fuera del mercado bursátil. El otro eje ha sido el crecimiento de la empresa, inicialmente pública, Endesa. Así, desde 1991 el grupo Endesa lidera el proceso de adquisición, casi continuo, que se lleva a cabo sobre las empresas eléctricas, con las OPA sobre Electra de Viesgo en 1991, Sevillana de Electricidad y FECSA en 1991 y 1996, y Saltos del Nansa en 1992 y 1994.

El hecho distintivo desde el año 2000 es que algunas de las OPA las lanzan grupos de empresas de otros sectores (por ejemplo, la OPA del Grupo Villar Mir sobre Hidrocantábrico en 2001, la del Grupo ACS sobre Unión FENOSA en 2006 o la del grupo constructor Entrecanales sobre Endesa en 2007) y otros países (las alemanas RWE y E.ON sobre Hidrocantábrico y Endesa, respectivamente —que finalmente no prosperan— o la de la pública italiana Enel, en coalición con Entrecanales, también sobre Endesa en 2007 que finaliza con éxito).

Por tanto, el rasgo característico en las OPA llevadas a cabo por grupos de empresas en este sector es su estrecha relación con la liberalización en el sector Petróleo y la intervención que el sector público ha tenido como empresario y legislador en el sector eléctrico.

## 2.5. Servicios de consumo

En este sector se incluyen las empresas cotizadas cuya actividad principal se en-

cuadra en el Ocio, Turismo y Hostelería, Comercio, Medios de comunicación y Publicidad, Transporte y Distribución o Autopistas y Aparcamientos. Estos sectores económicos tan diversos no están especialmente representados en las Bolsas. No obstante, vamos a destacar las características generales de los grupos empresariales que han lanzado OPA en este sector bursátil. Es destacable el peso de los grupos nacionales, excepto en el subsector Comercio en el que la importancia de los grupos extranjeros es similar al de los nacionales. Por clase de grupo, en el subsector de Ocio, Turismo y Hostelería destaca la presencia de los grupos familiares mientras que el rasgo más significado en el subsector de Autopistas y Aparcamientos es la presencia de grupos constructores y grupos financieros, siendo estos últimos quienes en menor grado han mantenido su posición de control en la empresa adquirida.

Cabe citar el ejemplo de las OPA sobre la Sociedad de Aparcamientos de Barcelona (SABA), que fue adquirida mediante OPA en 1993 por el Banco de Santander para ser vendida un año después en la OPA que el grupo La Caixa lanza a través de su filial ACESA (que posteriormente se fusionó con Aurea para formar Abertis y actualmente sigue participada en un 25% por La Caixa). Posteriormente, en el 2002, el grupo La Caixa excluye SABA de la cotización bursátil. La misma estrategia sigue con Iberpistas, cuyo control toma en 2002, excluyéndola del mercado bursátil ese mismo año. Entre los grupos no financieros tenemos las OPA del grupo Ferrovial sobre Cintra en 1998, para aumentar su control, y 1999, para excluirla de la cotización, y Sacyr en 2006 para hacerse con el control absoluto de Europistas, que actualmente sigue manteniendo.

En el conjunto del sector Servicios de consumo, la mayor parte de las adquisiciones son también de tipo relacionado (ver nota n.º 3).

### 3. LA ESTRATEGIA DE LOS GRUPOS EMPRESARIALES: GRUPOS FINANCIEROS FRENTE A GRUPOS INDUSTRIALES

#### 3.1. Grupos financieros

Llamamos grupos financieros a aquéllos en los que la matriz del grupo empresarial es un banco, caja de ahorros, sociedad de cartera/*holding* o una sociedad de seguros. Debido a la actividad que han desarrollado en el mercado de control de empresas cotizadas, nos vamos a centrar en los grupos formados por las entidades de crédito, esto es, aquéllos en los que la empresa líder es un banco o caja.

La creación de estos grupos, inicialmente constituidos por parte de la banca privada y recientemente, desde principios de la década de los noventa del siglo XX, emprendidos por parte de las cajas de ahorros, ha contribuido a apuntalar las relaciones banca-industria en España (Sanchís y Soriano, 2001). Las ventajas e inconvenientes de esta relación han sido ampliamente tratadas en la literatura empresarial, también para el caso español<sup>8</sup>.

Cabe señalar algunas particularidades entre los grupos formados en torno a un banco o una caja. Por una parte, la implicación de los bancos en la industria tiene una larga tradición en nuestra economía, ya que el desarrollo industrial español ha estado basado en buena medida en la financiación bancaria y

en la toma de participaciones accionariales de los bancos en la industria. El papel de las cajas de ahorro es, por el contrario, relativamente novedoso, pues su cometido en la industria o en la formación de grupos ha estado limitado por motivos legales hasta finales de la década de los ochenta. Por eso sus adquisiciones son relativamente recientes y, por el momento, su estrategia predominante parece enfocarse a la toma de participaciones que no son de control absoluto.

Por otra parte, la evolución que presenta la composición de sus grupos también difiere, al menos en el momento actual. Si nos remontamos al comienzo de la década de los ochenta, que es cuando empieza nuestro análisis, se asiste a un proceso de reordenación de las participaciones de los grupos bancarios que tiene como resultado una caída de las cuotas de participación agregadas de los bancos en el capital de las empresas (Chuliá, 1990), hecho que se pone de manifiesto en el mercado de OPA con la venta de paquetes de control de sociedades no financieras en manos de los bancos, principalmente los procedentes de sectores maduros y tradicionales (Sáez y Martín, 2000). A la vez se refuerza el control ejercido sobre las sociedades filiales de mayor valor estratégico desde una perspectiva de grupo económico, lo que se advierte en las OPA que tienen como fin aumentar el control en la filial o excluirla de la cotización. Según Chuliá (1990), los recursos obtenidos de la venta de posiciones indeseadas de acciones sirvieron, en unos casos, para mejorar la cuantía de resultados y, en otros, para financiar la adquisición de paquetes de control sobre otras empresas del grupo.

A partir de los noventa, aunque los bancos aumentan su participación en ciertas empresas no financieras, fruto de la liberalización del sector de las telecomunicaciones

<sup>8</sup> Véase, por ejemplo, los números monográficos de Papeles de Economía Española (1990) o Economía Industrial (2001).

y de las privatizaciones (Sanchís *et al.*, 1998), prevalecen las adquisiciones en entidades de crédito y la expansión de los bancos a nivel internacional (Sáez y Martín, 2000); agregadamente se reduce el peso de las participaciones sobre el total de activos a diferencia de lo que ocurre con las cajas de ahorro (Nieto y Serna, 2001).

En efecto, las cajas de ahorros han incrementado desde el principio de los noventa, sobre todo desde 1995 (Sáez y Martín, 2000), sus participaciones accionariales en las empresas no financieras, especialmente en empresas que no son del grupo, al contrario de lo que hacen los bancos (Sanchís y Soriano, 2001). El aumento de las participaciones en las carteras de las cajas se debe también a la liberalización del sector servicios y la privatización de grandes empresas del sector público en España (a las que acceden en las OPV), a lo que se suma la reducción de los márgenes de beneficios y la estrecha relación entre las cajas y el sector inmobiliario (Sanchís y Soriano, 2001) y de la construcción (Sáez y Martín, 2000).

Cuando nos centramos en las OPA llevadas a cabo por grupos financieros, se ponen de manifiesto las tendencias apuntadas anteriormente. Los grupos financieros más activos en el mercado de OPA han sido, por orden de importancia, el del actual Banco Santander, anteriormente Banco Santander Central Hispano<sup>9</sup>, y el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA)<sup>10</sup>, en el caso

de los bancos; el grupo La Caixa, en el caso de las Cajas de Ahorros y la Corporación Mapfre, en los Seguros.

El grupo Santander, que también incorpora actualmente lo que fue el grupo Banesto, se encuentra detrás de un tercio de las OPA llevadas a cabo por los grupos del sector de Servicios financieros e Inmobiliarias. La política de adquisiciones de este grupo de bancos ha sido variada, pero se puede sintetizar en:

1. La adquisición de bancos, originada, por un lado, en la crisis bancaria de finales de los setenta y comienzos de los ochenta, que permite ampliar los grupos bancarios a través de la adquisición de los paquetes accionariales que estaban en poder del Fondo de Garantía de Depósitos y las compras posteriores en los mercados bursátiles, en caso de que las sociedades fueran cotizadas. Cabe citar como ejemplo la OPA que el Banco Hispano Americano realiza en 1983 sobre el Banco Urquijo. La mayor operación de compra de bancos mediante OPA que ha hecho este grupo tiene también su origen en una crisis, la de Banesto, cuya adquisición en 1998 ha sido la más importante en volumen de dinero que se ha efectuado en España en este subsector. Por otro lado, ha habido adquisiciones de bancos tendentes a blindar el control de la sociedad o excluirla de la cotización, como son las llevadas a cabo por el entonces BCH sobre el Banco Vitalicio en 1992 y sobre el Banco de Fomento en 1993, o la exclusión de la filial de Banesto, Banco de Desarrollo Económico en 1995.

---

<sup>9</sup> El Banco Santander Central Hispano cambia su denominación en 2007 a Banco Santander. La anterior denominación hacía referencia a la fusión que en 1989 se lleva a cabo entre el Banco de Santander y el Banco Central Hispano (BCH) (fusión a su vez del Banco Central y del Banco Hispano Americano en 1991).

<sup>10</sup> El BBVA surge en 1999 como resultado de la fusión entre el BBV (fusión a su vez del Banco de Bilbao y el Banco de Vizcaya en 1988) y Argentaria. Éste último, también conocido como Corporación Bancaria de

---

España, se forma igualmente por la fusión de diversos bancos, en este caso públicos: Banco Exterior de España, Caja Postal de Ahorros, Banco Hipotecario de España, Banco de Crédito Local y Banco de Crédito Agrícola. Se privatiza entre 1993 y 1998.

2. Las ofertas de adquisición con carácter defensivo de sus sociedades de cartera, muy especialmente las llevadas a cabo en 1988 por Banesto y el Banco de Santander sobre cinco (Patrisa, Rentisa, Fintisa, Cartisa, Invatisa) y seis (Mobinter, Norvasa, Central de Inversiones en Valores, Cartera Mobiliaria, Bansaliber, Financiera Bansander) de estas sociedades, respectivamente, con el fin de impedir OPA hostiles sobre ellas. En el caso del grupo del Banco de Santander estas sociedades de cartera eran especialmente valiosas porque es donde se encontraban las participaciones industriales de este banco. En el caso de Banesto, es la Corporación Banesto la que funciona como holding de las participaciones industriales del banco, corporación sobre la que también se efectúan dos OPA en 1993 y 1995 para aumentar la participación, que ya era de control absoluto, y en 2000 para excluirla de la cotización.
3. Si nos centramos en la política de adquisiciones/enajenaciones que han llevado cabo en el sector no financiero, lo específico del caso del actual grupo Santander es que en él confluyen bancos con fuerte vocación de permanencia en la industria, como Banesto y el Banco Central Hispano, con el Santander que, tal como afirma Noceda (1999), se caracteriza por la elevada rotación que hace de sus participaciones de control en las empresas<sup>11</sup>. Así,

<sup>11</sup> En algunos casos es difícil establecer la diferencia entre empresa participada y filial, no tanto por saber si el porcentaje de acciones que posea la adquirente supone o no tener el control en la adquirida, sino por conocer si esa compra de control tiene como fin especular posteriormente con el valor de la empresa objetivo o ejercer la propia adquirente el control sobre la adquirida como em-

en el caso del Santander tenemos como ejemplo de esta política la OPA sobre la empresa de aparcamientos SABA en 1993, en la que aumenta su control con el fin de tener un paquete accionarial que le permita negociar su venta posteriormente en una situación privilegiada en la OPA que ACESA, filial de La Caixa, realiza sobre SABA en 1994. Otro ejemplo sería el de la OPA del Santander sobre la eléctrica Electra de Viesgo, que tiene lugar en 1983, que da lugar a otra OPA en 1991 cuando el Santander le vende su participación de control en Electra a Endesa.

Este tipo de estrategia también cabe encontrarla en la política de Banesto en su última etapa antes de sufrir su crisis. Citemos como ejemplo la OPA que lanza en 1992, a través de la Corporación Banesto, sobre la cementera La auxiliar de la Construcción (SANSON), vendiendo ese mismo año su paquete accionarial al grupo cementero mejicano CEMEX, lo que desencadena la OPA de dicho grupo sobre SANSON.

Lo específico del grupo BBVA es la confluencia de dos bancos privados (el Bilbao y el Vizcaya) con un grupo bancario de origen público (la Corporación Argentaria). El número de operaciones llevadas a cabo en el mercado bursátil es muy inferior al caso anterior del grupo Santander. Sin embargo, cabe establecer comparaciones en sus estrategias de adquisición:

1. Al igual que el grupo anterior, también en el grupo BBVA encontramos OPA sobre bancos que son consecuencia de la crisis bancaria de finales de los

presas de su grupo. Algunos autores, como Ruiz Céspedes (2004), utilizan como criterio para considerar a una empresa filial que la participación accionarial de la adquirente sea un cincuenta por ciento como mínimo.



setenta. Tales son los casos de las OPA que el Banco de Vizcaya lanza sobre el Banco de Crédito Comercial en 1986 o la del Banco Exterior de España (BEX, posteriormente integrado en Argentaria) sobre el Banco del Cantábrico en 1983. Este banco también se hizo cargo, aunque no mediante OPA, del Banco Simeón, cuya venta a la Caixa Geral de Depositos en 1995, provoca, esta vez, una OPA. No hay más operaciones posteriores sobre bancos cotizados en España, exceptuando la exclusión bursátil del BEX en 1997.

2. En este grupo no cabe encontrar ejemplos de OPA de carácter defensivo, pero sí encontramos casos en los que el grupo Banco de Bilbao ha seguido en Bolsa una estrategia de adquisiciones/enajenaciones parecida a la llevada a cabo por el grupo Banco de Santander, con la diferencia de que el Banco de Bilbao excluye de Bolsa a las sociedades objetivo tras las OPA que llevan a cabo y, luego, las vende a otras empresas «de espaldas» al mercado. Tal es el caso de las OPA llevadas a cabo en 1991, una sobre Avidesa, a través de su filial Helados y Congelados, que vende en 1994 al grupo Nestlé una vez exluido de la Bolsa, la otra es la OPA que lanza sobre Espasa Calpe para excluirla y vendérsela posteriormente al grupo Planeta y al francés Group de Presse de la Cité. En otras ocasiones, la venta de paquetes accionariales importantes ha dado lugar a alguna OPA, como cuando vende a la inmobiliaria Bami el 24% de Metrovacesa.

La principal caja de ahorros desde el punto de vista de su actividad en el mercado de OPA español es la Caja de Ahorros y

Pensiones de Barcelona («La Caixa»). Su estrategia de compras se puede resumir en:

1. La adquisición de sociedades del sector de Servicios Financieros e Inmobiliarias: en el subsector bancos, la OPA sobre el Banco Herrero en 1995, que posteriormente excluye en 2000; en el de las Sociedades de cartera, las OPA sobre las sociedades de dicho banco que, de forma sobrevenida, debe realizar en 1996 (Inversiones Herrero y Valores Mobiliarios Herrero); en el subsector de las Inmobiliarias, la OPA sobre Inmobiliaria Asturiana (también como adquisición sobrevenida al comprar el Banco Herrero), y las sucesivas compras de Inmobiliaria Colonial, en 1992 y 1993. Posteriormente, en 2006, La Caixa llega a un acuerdo con el grupo inmobiliario Inmocaral para transmitirle, mediante OPA, su participación accionarial en Colonial.
2. Respecto de las sociedades no financieras, La Caixa está presente como adquirente en la segunda OPA sobre SABA —en la que, como hemos mencionado, pacta con el Banco de Santander la compra de su paquete de control— y la oferta que recientemente ha lanzado en compañía del grupo francés Suez sobre la Sociedad de Aguas de Barcelona. Su mayor publicidad como adquirente ha venido dada, sin embargo, por la OPA (negativa) que su filial Gas Natural lanza sobre Endesa en 2006.

Por último, cabe destacar en el subsector de los Seguros las OPA que la Corporación Mapfre realiza sobre sus filiales para reorganizarse (Invermapfre, Mapfre Inmuebles, Banco Mapfre y Mapfre Vida, esta OPA en asociación con Caja Madrid). Actualmente ninguna de ellas sigue cotizando.

### 3.2. Grupos no financieros

Una de las principales diferencias en la estrategia de los grupos no financieros respecto de los financieros, es que los primeros no realizan OPA sobre sociedades del sector financiero durante el período analizado<sup>12</sup>. Otro rasgo diferente es la menor rotación que los grupos no financieros hacen de sus filiales/participadas en el mercado público de control, al contrario de lo observado con la estrategia de enajenaciones/adquisiciones que los grupos bancarios llevan a cabo en la década de los ochenta y noventa.

En cuanto a los objetivos, los grupos no financieros nacionales han realizado también adquisiciones de carácter defensivo (aumentando la participación en su filiales o excluyéndolas del mercado para evitar OPA hostiles), y de adaptación al nuevo tamaño de mercado (adquiriendo empresas del sector o de otros sectores no relacionados), lo que ha originando en ocasiones la formación de grupos de empresas de tipo relacionado, como en el caso de los aceros o la alimentación, o de tipo diversificado (ver nota n.º 3), como seguidamente exponemos. Ruiz Céspedes (2004) señala cómo la proliferación de estos grupos buscaría conseguir el suficiente tamaño para competir en los mercados internacionales. Por otra parte, los grupos no financieros extranjeros han empleado este procedimiento de compra para conseguir una cuota en un mercado en fase de reconstrucción. Este sería el caso de lo ocurrido en el subsector de materiales de construcción, por ejemplo.

Vamos a presentar brevemente tres ejemplos representativos de las estrategias

anteriormente mencionadas. En concreto nos vamos a referir a la estrategia de los grupos nacionales Ebro-Puleva y Villar Mir y la del grupo extranjero Italcementi. El primero es un grupo que engloba empresas con actividades de tipo relacionado, mientras que los otros dos son grupos de tipo conglomerado (ver nota n.º 3).

El caso de Ebro-Puleva es representativo de la conformación de un grupo nacional con proyección internacional que se fragua en la década de los noventa, en buena medida como movimiento «defensivo» de las empresas nacionales ante la entrada de los grupos multinacionales extranjeros en el sector de la Alimentación. También es representativo de la intervención que desde el sector público se ha ejercido en las operaciones de concentración y, finalmente, de la estrategia de adquisiciones/enajenaciones que ha caracterizado a los grupos financieros en la década de los ochenta y noventa, como acabamos de mencionar.

Hay dos OPA implicadas, de forma indirecta, en el proceso de formación del grupo. Por una parte la que, de forma hostil, lanza el grupo Torras sobre Ebro en 1988 con el fin de aumentar su control en la sociedad. Ebro, que era la primera empresa azucarera del país, se fusiona en 1990 con Industrias Agrícolas, la tercera empresa del subsector, formando Ebro Agrícolas. La segunda OPA implicada es la que ese mismo año lanza el Banco Central sobre Sociedad General Azucarera (la segunda productora del subsector) para aumentar su control en esta filial. Seis años después vende esta participación a una serie de cajas de ahorros, a la propia Ebro Agrícolas y de forma minoritaria a la empresa pública MERCASA, por sugerencia del gobierno. Mientras, el grupo conglomerado kuwaití Torras-Kio mantiene su participación en Ebro Agrícolas, a pesar de la cri-

<sup>12</sup> La única excepción que tenemos en nuestra serie de OPA es la oferta que lanza una inmobiliaria sobre una sociedad de inversión.

sis que sufre Torras-Kio desde 1993, hasta que en 1998, por presión del gobierno, le vende el control del grupo alimentario Ebro Agrícolas a un conjunto de accionistas nacionales (cajas de ahorros, grupo familiar Hernández y la empresa pública Alycesa) para que pueda llevarse a cabo la fusión, en 1998, con Sociedad General Azucarera de España y conservar así en manos españolas el control del quinto productor europeo de azúcar. Por último, este grupo se fusiona con Puleva en 2000.

En el caso del grupo nacional Villar Mir, fundado en 1987, su estrategia de compra mediante OPA ha buscado la diversificación. Podría considerarse un ejemplo de cómo una fortuna personal se diversifica a través de la diversificación del grupo creado. Así, por una parte, lleva a cabo en 1996 tres OPA sobre sociedades químicas (Sefanitro, Hidro Nitro y Nitratos de Castilla) para hacerse con su control o aumentarlo. En la primera de las sociedades la OPA es inicialmente hostil: en las otras dos se evita la hostilidad pactando con los accionistas mayoritarios la venta de sus paquetes accionariales. Posteriormente, en 2002 desembarca en el sector eléctrico (junto con la eléctrica alemana EnBW, sociedad participada por Electricité de France, EdF) con una OPA para tomar el control de Hidrocantábrico, control que había sido disputado previamente por Unión FENOSA y de nuevo lo será en 2001 por RWE, que finalmente desiste. En 2002 se excluye la sociedad de la cotización bursátil y el grupo Villar Mir le vende su participación a EnBW. Su última operación en el mercado público de control ha sido en 2006, cuando lanza una OPA sobre la sociedad constructora OHL.

En el caso del grupo italiano Italcementi, también asistimos al crecimiento del grupo a través de las OPA que realiza en el mercado bursátil español. Sin embargo, en esta oca-

sión quien lleva a cabo la mayor parte de las operaciones es el grupo Ciment Français, adquirido por Italcementi en 1992, como se mencionaba en el análisis sectorial. Las OPA en nuestra economía tienen por objeto hacerse con una cuota en el mercado del cemento, muy disputado en la década de los noventa por grupos extranjeros. Así, termina por hacerse con el control de Cementos Rezola en 1989 (gracias a la venta que en la OPA le hace el grupo suizo Holderbank de su paquete de acciones), para posteriormente, en 1992 excluirla de la cotización mediante OPA; toma el control de Sociedad Financiera y Minera en 1990 (gracias a la venta que el Banco Central le hace de su paquete accionarial en esta sociedad), lo aumenta en 1998 y ese mismo año la excluye del mercado bursátil.

Así como su estrategia de adquisición de las sociedades anteriores no conllevaron contratiempos relevantes, con Cementos Molins (grupo con filiales bien situadas en mercados como el argentino, uruguayo y mejicano) se desencadena una pugna por el control a lo largo de varios años. En efecto, en 1993 Ciment Français toma una participación importante de Cementos Molins mediante OPA, lo que le produce importantes fricciones con el grupo familiar que tiene el control absoluto. Cuatro años después, le vende al grupo cementero francés Lafarge esta participación, y ello ocasiona dos nuevas OPA: la de entrada de Lafarge en el accionariado de Cementos Molins en 1997 y la de su salida en 2004, con la OPA defensiva que lanza el grupo familiar Cementos Molins.

#### **4. REGULACIÓN Y GRUPOS EMPRESARIALES PÚBLICOS**

La presencia del Sector Público en las OPA excede su papel como parte adquirente. Como hemos visto, las OPA en los

subsectores del acero, el petróleo, la electricidad, el azúcar o los bancos han sido resultado, de una forma u otra, bien de la «tutela» de diferentes organismos públicos, bien de la legislación liberalizadora. Cuando la intervención ha sido directa, tanto a través de empresas públicas financieras (como Argentaria) como no financieras (como Tabacalera), es relevante cómo una parte de sus operaciones venían motivadas por determinados objetivos de política económica (mantenimiento del empleo en determinadas sectores o zonas en reconversión, defensa de sectores estratégicos, ...). Ejemplos de ello los encontramos en las OPA que se llevan a cabo entre empresas de un sector en reconversión, el de los aceros, que terminan con la creación de Sidenor; o la OPA que el Banco Exterior de España lleva a cabo sobre un banco en crisis, el Banco del Cantábrico, en 1983; o la que el Instituto de Fomento de Andalucía lleva a cabo sobre Santana Motor en 1997, o la de Tabacalera sobre Elosúa en 1992.

En otras ocasiones las operaciones han tenido por objeto intervenir en la reordenación de sectores regulados. Tal sería el caso de las adquisiciones del *holding* público Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH) en el sector del petróleo (las OPA sobre CAMPSA y Petroliber) y gas (OPA sobre Gas Madrid), o las ya mencionadas de Endesa en el sector eléctrico, donde el actual grupo se gesta en buena medida mediante OPA.

Además hay que señalar el fenómeno de las privatizaciones de las empresas públicas, especialmente intenso a partir de 1996, ya que ha originado que otro mercado de control, el de las Ofertas Públicas de Venta (OPV), tomase auge y es en este mercado donde se pone de manifiesto la novedosa estrategia de las Cajas de Ahorros en la toma de participaciones en estas empresas.

## 5. CONCLUSIONES

La incorporación de la economía española al mercado europeo ha desencadenado un importante proceso de adquisiciones mediante OPA en nuestro país que tiene detrás, en buena medida, tanto la formación de grupos de empresas nacionales como la expansión de grupos nacionales y extranjeros en busca de una cuota mayor en un mercado en proceso de transformación. Posteriormente este proceso se fue moderando, quizá por la consolidación de las cuotas de mercado, quizá por la irrupción en los mercados de valores, mediante OPV, de importantes participaciones accionariales provenientes de empresas públicas privatizadas, muy demandadas por los grupos, especialmente por los financieros. En el último lustro el subsector que más se ha visto impulsado por los grupos en el mercado de las OPA ha sido el inmobiliario, como consecuencia del crecimiento económico extraordinario que dicho subsector experimentó en ese período.

De hecho, el sector bursátil de Servicios financieros e Inmobiliarias junto con el de Materiales básicos, Industria y Construcción son los que mayor peso han tenido, en número de operaciones y volumen de recursos (en este caso, junto con el de Petróleo y Energía) durante el período de análisis (1983-2007).

Por nacionalidad del grupo, los grupos nacionales han destacado en las adquisiciones realizadas en los subsectores de Servicios financieros, Inmobiliarias, Construcción, Energía, Alimentación o Servicios de Consumo, mientras que los grupos extranjeros han sido más activos comprando en los subsectores de Materiales de construcción, Fabricación y montaje de bienes de equipo, Bebidas o en el siderúrgico. La mayor parte de

las OPA ha sido entre empresas con actividades económicas relacionadas.

Si atendemos a la clase de grupo, parece observarse ciertas diferencias entre las estrategias llevadas a cabo por los grupos financieros respecto de los grupos cuya matriz no es una empresa financiera (grupos no financieros). Es más, incluso dentro del sector financiero se pueden apreciar particularidades en función de si la matriz es un banco o una caja de ahorros. Así, el peso de la banca en el mercado de OPA es especialmente relevante en la década de los ochenta y parte de los noventa, tanto en su estrategia de adquisiciones —bien tomando el control de bancos en crisis o de empresas no financieras para su cartera industrial, bien aumentando su participación en sus filiales o excluyéndolas de la Bolsa para evitar tomas de participación indeseadas— como de enajenaciones que dan lugar en bastantes ocasiones a nuevas OPA.

A partir de la década de los noventa, los objetivos de la banca en sus OPA han sido las adquisiciones muy selectivas en empresas no financieras (a las que también acceden mediante OPV), pues en este período centran su estrategia de crecimiento en su propio sector, tanto a nivel nacional como internacional.

En el caso de las cajas, la formación de un grupo de empresas en torno a ellas tiene una menor tradición que en el caso de la banca por las limitaciones legales a las que se han visto sometidas. Sin embargo, en las dos últimas décadas han tomado el relevo de la banca en la toma de participaciones en el sector no financiero. Quizá sea pronto para saber si van a afianzar esas participaciones y formar grupo o el objetivo es simplemente el de un inversor institucional que busca rentabilizar su inversión en

un plazo no muy largo sin implicarse particularmente en la gestión de la empresa.

Respecto a la estrategia de los grupos no financieros, es de destacar la ausencia casi total de OPA sobre empresas financieras y la menor rotación que hacen de sus participaciones, en comparación con los grupos financieros, lo que lleva a pensar que con sus adquisiciones su objetivo suele ser que la empresa adquirida pase a formar parte del grupo. En estos grupos es donde se pueden encontrar casos de una mayor pugna por conseguir una cuota en el mercado nacional, como la que han mantenido los grupos cementeros o la que se sigue manteniendo en el sector eléctrico.

Consideramos que merece una mención especial el papel que el Sector Público ha desempeñado en el proceso de formación y expansión de los grupos de empresas. Y no sólo por su actuación a la hora de liberalizar los sectores más intervenidos de la economía o en manos del Estado, sino también por su mediación en la reordenación de sectores con el fin de ganar economías de escala. A su vez ha intervenido puntualmente realizando adquisiciones a través de empresas de control o propiedad pública por motivos de política económica (como la «defensa» de sectores estratégicos o el intento de evitar la destrucción de empleo en determinadas zonas). La posterior política de privatizaciones ha tenido como consecuencia que estos grupos pasen a manos privadas, como en el caso de Sidenor.

Por último, es de destacar el elevado número de empresas adquiridas por los grupos que han sido excluidas del mercado bursátil, lo que implica una cierta limitación de la disciplina que los mercados puedan ejercer sobre estas empresas y su sustitución por la disciplina de los mecanismos de control internos del grupo.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BERGLÖF, E. Y BURKART, M. (2003): «European Takeover Regulation». *Economic Policy*, 18 (36): April, 173-213.
- CAMPA, J.M. (2004): «Fusiones y adquisiciones en Europa: una asignatura pendiente». *Universia Business Review*, segundo trimestre, 002:12-19.
- CHULIÁ, C. (1990): «Las participaciones del sistema bancario en las empresas no financieras». *Papeles de Economía Española*, 44: 73-86
- CUERVO, A. (1999): «Razones para las fusiones y adquisiciones: factores organizativos y factores no explícitos como determinantes del éxito». *Economistas*, 82: 20-31.
- (1988): *La crisis bancaria en España*. Editorial Ariel. Barcelona.
- FARIÑAS, J.C. Y JAMANDREU, J. (1999): «Fusiones entre empresas: hechos, efectos e interrogantes». *Economistas*, 82:32-40
- FERNÁNDEZ NÚÑEZ, M.T. (2000): «La industria agroalimentaria española ante la globalización». *Economía Industrial*, 333: 87-100.
- FERNÁNDEZ, Z. (2001): «Las relaciones banca-industria: un tiempo para la revisión». *Economía Industrial*, 341: 13-24.
- GARCÍA DE LA CRUZ, J.M. (2007): «Empresas y regulación de la competencia», en GARCÍA DE LA CRUZ, J. M. Y RUESGA BENITO, S. M (Eds.) *Economía española. Estructura y regulación*, Thomson. Madrid, 163-194.
- GONZÁLEZ, F. (2001): «El contenido informativo de las participaciones industriales de la banca». *Economía Industrial*, 341: 25-33.
- GRACIA, A. Y ALBISU, L.M. (2004): «Evolución de la industria agroalimentaria española en las dos últimas décadas». *Economía Industrial*, 355/356: 197-210.
- MARTÍNEZ VILCHES, R. (2001): «Las participaciones empresariales de las Cajas de Ahorros. La experiencia de Caja Madrid». *Economía Industrial*, 341:71-78.
- MYRO-SÁNCHEZ, R. Y RUIZ CÉSPEDES, T. (1999): «Concentración de la producción y liderazgo en la industria española». *Economistas*, 82: 70-86.
- NIETO, M. J. Y SERNA, G (2001): «Las participaciones accionariales de las entidades financieras: Influencia sobre sus resultados». *Economía Industrial*, 341:35-42.
- NOCEDA, M.A. (1999): «Participaciones accionariales y núcleos duros». *Economistas*, 82: 151-158.
- RODRÍGUEZ ROMERO, L. (1999): «Regulación, estructura y competencia en el sector eléctrico español». *Economistas*, 82: 121-132.
- RUIZ CÉSPEDES, T. V. (2004): «Grandes grupos empresariales en la industria tradicional española». *Economía Industrial*, 355-356: 107-132.
- SÁEZ FERNÁNDEZ, F. J. Y MARTÍN RODRÍGUEZ, M. (2000): «Las participaciones empresariales de la banca y las Cajas de Ahorros españolas, 1992-1998». *Papeles de Economía Española*, 84-85: 222-236.
- SANCHÍS PALACIO, J. R. Y SORIANO HERNÁNDEZ, J.F. (1998): «Las relaciones banca-industria en España. Un estudio empírico sobre las participaciones de las entidades de crédito en el capital de las empresas no financieras». *Perspectivas del sistema financiero*, 63-64: 83-102.
- 2001: «Las relaciones banca-industria en España. Participaciones bancarias en el período 1992-1997». *Economía Industrial* 341: 55-66
- VALERO, F.J. (1999): «El tamaño de las entidades bancarias y sus implicaciones», *Economistas*, 82: 106-119
- ZOIDO, M.E. (1998): «Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas». *Investigaciones económicas*, XXII (3): 427-467.