

## Estimación de la prima de control en el mercado bursátil español

Juan Coll Solà<sup>1</sup>, Jorge Olivella Nadal<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Catedrático de Escuela Universitaria. Departamento de Organización de Empresas.  
Universidad Politécnica de Catalunya. [juan.coll@upc.es](mailto:juan.coll@upc.es)

<sup>2</sup> Profesor Titular de Universidad. Departamento de Organización de Empresas.  
Universidad Politécnica de Catalunya. [jorge.olivella@upc.es](mailto:jorge.olivella@upc.es)

### RESUMEN

*Las acciones de una compañía tienen un mayor valor cuando permiten gestionarla, por las ventajas particulares que esta posición permite. Se estima el valor de esta prima en el mercado bursátil español en base al rendimiento de los distintos valores del mercado continuo desde 1.987. Se prueba la existencia de la prima de control mientras que la estimación de su volumen no resulta significativa.*

**Palabras clave:** Estimación, Mercados Financieros, Regresión, Valoración

### 1. Introducción.

Es ampliamente conocido que las participaciones en una compañía que suponen el control de su gestión alcanzan un valor superior a las participaciones que no suponen el control. Este hecho viene avalado tanto por la práctica como por la literatura [1]. La inferencia ineludible de este hecho es que el mercado estima que quien controla la gestión de la empresa adoptará decisiones cuyo objetivo no será solamente el mayor beneficio del accionista, sino ventajas particulares que justificarán el sobreprecio.

En este sentido, no se tratará de imperfecciones del mercado sino, por el contrario, de un correcto funcionamiento de este, al valorar con realismo los derechos bajo negociación. Siendo estas prácticas reprobables, no obsta para la comprobación de su existencia y valoración, en este caso en el mercado español.

En el siguiente apartado se detallan las ventajas del control de la gestión. En el tercero, por su parte, se indica como estas ventajas han de incidir en el precio de la acción. A continuación se desarrolla el análisis del rendimiento de los valores del mercado continuo en relación a su componente beta y al hecho de estar controlada. El uso de estas variables, obtenidas a partir de datos objetivos, permite evaluar la existencia de la prima de control. Finalmente, se relatan los resultados obtenidos, las conclusiones y la continuidad prevista de la investigación.

### 2. Causas de la prima de control.

La prima de control vendrá dada por la posibilidad de decidir sobre las operaciones de todo tipo de la empresa, escogiendo proveedores, fijando precios, decidiendo inversiones, alianzas y compra o venta de participaciones accionariales. También vendrá dada por el hecho de disponer de mayor información.

También existe la posibilidad de afrontar una operación de fusión o una OPA de exclusión en condiciones favorables al accionista mayoritario. Los controles sobre estas operaciones no pueden ser definitivos, en tanto que la valoración es siempre discutible [2].

Se describen en [3] primas de control de entre el 30 y el 40% en la década de los 80 en Estados Unidos.

La prima de control se puede considerar global para la compañía, de modo que su valor unitario se obtendrá dividiendo por el número de acciones con las que se obtenga el control, mientras que la minusvalía del resto de acciones se obtendrá, a su vez, repartiendo la prima entre estas acciones con signo negativo.

### 3. Inclusión de la prima de control en la valoración de empresas.

En la valoración de empresas cotizadas resulta dominante la teoría del CAPM [4], que considera que la tasa de descuento a aplicar en la valoración de empresas depende de la aportación de riesgo de cada valor a una cartera genérica representada por un índice de mercado. El modelo se define por:

$$K = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

donde:

$K$  = Tasa de descuento o coste de los recursos propios

$R_f$  = Rentabilidad libre de riesgo.

$\beta$  = Riesgo relativo del activo con respecto a un índice.

$R_m$  = Rentabilidad esperada del mercado.

$R_m - R_f$  = Prima de riesgo del mercado, diferencia entre rentabilidad histórica de la bolsa y la rentabilidad histórica de la renta fija

Este modelo no considera factores propios del sector, la empresa, volumen de cotización, y otros. En particular, no considera el distinto valor entre acciones según la posición de control. En efecto, el modelo CAPM supone que todo el tipo de descuento que se aplicará a los beneficios futuros dependerá de la aportación en términos riesgo de cada valor a una cartera que replique el mercado.

En otra aplicación del mismo concepto se pueden incorporar otros factores. La formulación sería entonces:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + \alpha$$

El factor  $\alpha$  dependerá de factores distintos a la aportación de riesgo a una cartera modelo.

El modelo APT [5], por otra parte, incorpora distintas betas para los distintos factores que pueden influir en la valoración. Análisis como [6] incorporan a la valoración condiciones en términos de probabilidad.

Estos modelos aportan una explicación plausible de la generación de la valoración de las acciones que aplica el mercado. Tienen, sin embargo, una debilidad en el hecho de que necesitan una estimación de los beneficios futuros a los que aplicar el tipo de descuento. Dado que estas estimaciones son, en todo caso, discutibles, difícilmente puede fundamentar la prueba de la existencia de la prima de control que se pretende.

En busca, pues, de elementos objetivos, se partirá de rendimientos reales en el mercado, así como del factor beta de relación entre los movimientos del mercado y los de cada valor particular.

#### **4. Modelo para la estimación.**

La prima de control se pone de manifiesto explícitamente con la compra de determinados volúmenes de acciones. Cuando una compra que implica el control se realiza a precios superiores a la cotización, cabe pensar que una parte del mayor precio pagado corresponde a los beneficios que se espera que provoquen las sinergias que normalmente se generan o la mejor gestión que se propone, o otras ventajas del control ya citadas. Es posible analizar su valor en base a las operaciones de este tipo que se realicen.

Dada el escaso número de estas operaciones y la dificultad de distinguir en ellas el efecto de los distintos factores se considera la alternativa de recurrir a métodos indirectos.

En este sentido, Modigliani & Perotti [7], con objeto de relacionar el desarrollo del mercado bursátil con la protección del accionista minoritario, toman como indicador de la prima de control la diferencia de precio entre acciones con y sin voto. Este mecanismo no es aplicable a España, por la práctica inexistencia de cotización simultánea de acciones de los dos tipos. Este método choca de nuevo, en el mercado español, con la escasez de este tipo de distinciones.

Por ello, se opta por un modelo alternativo. Es posible utilizar los rendimientos totales, incluyendo, pues, tanto dividendos como cotización al final del periodo, para un periodo largo de tiempo. Estos rendimientos se obtienen restando los dividendos a la cotización en el momento de su pago. A partir de esta información, se va a comparar el rendimiento de las empresas que tienen una mayoría de acciones cotizando en el mercado y las que no.

Los rendimientos totales son una información ciertamente discutible para analizar la valoración efectuada sobre un valor. Por un lado, el rendimiento que efectivamente se haya producido no necesariamente coincidirá con la previsión que se hubiera efectuado en su momento. De todos modos, globalmente, sí debe considerarse una aproximación a las expectativas, especialmente a la relación entre las expectativas de unos y de otros valores.

Por otro lado, la inclusión de la cotización al final del periodo es también objetable. En efecto, aquello que se adquiere con la propiedad de una acción es el derecho a sus rentas en un periodo infinito. Los dividendos de un determinado forman parte de estas rentas, pero no

así la cotización al final del periodo, que dependerá en gran medida de las condiciones del mercado. Aquello que debería complementar a los dividendos son los beneficios no distribuidos y los beneficios posteriores al periodo si los consideramos en base al valor inicial o solo esos últimos si incluimos en su valor los incrementos debidos a la acumulación de beneficios no distribuidos.

Sin embargo, es claro que no conocemos los beneficios futuros, por lo que solo podremos trabajar con una estimación. Esta estimación vendrá dada por la cotización, en tanto que valoración en cada momento por el mercado de los beneficios futuros. Interviniendo en la cotización factores distintos que la previsión de beneficios, será una estimación sesgada por esos factores. En contrapartida, sin embargo, se basa en datos objetivos.

Frente a estas objeciones hay que señalar que aquello que se pretende es comparar como se valoran los títulos según las empresas sean o no independientes, y que las aproximaciones se efectuaran por el mismo método para todas las empresas. Ello no obsta para que haya factores que afecten intensamente a las valoraciones y lo hagan previsiblemente de modo distinto para un grupo y otro de valores.

En especial, los hechos ajenos al rendimiento a largo plazo que más claramente afectarán a la cotización serán las grandes fluctuaciones del mercado en su conjunto. Existiendo otros factores, este será central por la magnitud de las oscilaciones. Para aislar la influencia de la libre flotación o no de la mayoría del capital del efecto de las variaciones del mercado se utilizará una beta correspondiente a cada valor, con características distintas a la beta del modelo CAPM.

En efecto, se utiliza a menudo una beta consistente en el coeficiente de la regresión entre los rendimientos totales de un valor y del índice. Los rendimientos se toman para sesiones, semanas o meses, y para distintos periodos. En particular, es usual utilizar periodos mensuales durante cinco años. Nótese que la beta del CAPM relaciona tipos de descuento mientras que en este caso se vinculan rendimientos.

Se tomará, pues, el siguiente modelo,

$$R_{to} = B_{cte} + B_{beta} \cdot \beta + B_A \cdot A$$

donde  $R_{to}$  es el incremento en tanto por uno en el periodo de referencia y las distintas B los coeficientes constante y lineales de los factores ya descritos beta ( $\beta$ ) y A, con A igual a 1 si la empresa no tiene free float mayoritario y 0 si lo tiene.

## 5. Aplicación del modelo y resultados.

Se toman los valores del mercado continuo español en un periodo de 15 años. Dada el gran cambio en las cotizaciones en estos últimos años el resultado se verá muy afectado por el momento tomado. Por ello, se tomaran los valores de 31 de diciembre del 2.002 pero también el máximo histórico del IBEX de 6 de marzo del año 2.002.

En las tablas 1 y 2 figuran las distintas magnitudes correspondientes a los valores que cotizaban en el mercado continuo español en 1.987 y seguían haciéndolo el 28 de Febrero del 2.003, fecha de referencia de los datos disponibles. Las cifras que se incluyen bajo fechas son cotizaciones corregidas por el efecto de los dividendos, por medio de substraer su importe de la cotización correspondiente a las sesiones anteriores a la de su pago. También se corrigen los efectos de ampliaciones, splits y fusiones. Las columnas “2.002” y “2.000” indican el rendimiento en tanto por uno hasta las fechas correspondientes a estos años, y constituyen la variable explicada del modelo.

	A	Beta	31-12-02	03-06-00	31-12-87	2002	2000
ACESA	0	0.15	10.800	7.457	2.654	4.070	2.810
ACERINOX	0	0.69	34.763	37.637	6.934	5.014	5.428
AGUAS BARNA	1	0.51	9.468	14.937	3.531	2.682	4.230
CORP FIN ALBA	1	0.62	17.600	34.090	9.352	1.882	3.645
ALTADIS	0	0.11	21.740	10.866	5.721	3.800	1.899
AMPER	0	0.63	1.800	9.020	9.306	0.193	0.969
ACCIONA	1	0.29	38.775	41.586	4.653	8.333	8.937
BK ANDALUCIA	1	0.10	52.700	25.927	6.993	7.537	3.708
ARAGONESAS	1	0.18	5.180	4.436	7.290	0.711	0.608
AUREA CONCES INF	0	0.02	23.790	14.332	4.586	5.187	3.125
BAMI	0	0.23	3.170	3.148	6.884	0.460	0.457
BBVA	0	1.56	9.036	14.107	2.076	4.353	6.795
BANKINTER	0	1.02	23.388	57.581	6.233	3.752	9.238
BANESTO	1	0.22	7.070	16.360	28.365	0.249	0.577
BK VALENCIA	0	0.10	11.950	8.699	2.958	4.040	2.941
CONSTRUCC AUX FERROC	0	0.11	37.250	18.494	17.825	2.090	1.038
BK CASTILLA	1	0.14	11.810	11.892	2.899	4.073	4.102
BK CDTO BALEAR	1	-0.01	14.010	12.901	0.666	21.046	19.380
CEPSA	1	0.15	17.390	9.083	3.825	4.546	2.374
GRUPO DRAGADOS	0	0.31	16.200	9.296	3.582	4.523	2.596
ERCROS	0	0.32	0.340	0.580	11.316	0.030	0.051
ENDESA	0	1.13	10.890	19.653	1.752	6.218	11.221
FOMENTO DE CONST	1	0.39	21.118	20.362	7.331	2.881	2.777
BK GALICIA	1	-0.06	15.400	11.792	3.070	5.017	3.842
GAS NATURAL	1	0.23	17.915	21.601	1.370	13.078	15.770
BK GUIPUZCOANO	0	0.19	16.490	13.099	4.097	4.025	3.197
IBERDROLA	0	0.24	13.090	12.375	2.910	4.498	4.253
MAPFRE	1	0.31	7.730	4.817	3.673	2.105	1.312
DURO FELGUERA	0	0.56	5.600	5.850	9.928	0.564	0.589
METROVACESA	0	0.41	19.843	13.854	7.032	2.822	1.970
BK PASTOR	0	-0.03	17.654	12.728	3.560	4.959	3.575
BK POPULAR	0	0.44	38.610	25.105	4.759	8.113	5.275
PROSEGUR	1	0.36	9.700	11.032	0.944	10.277	11.687
BSCH	0	1.66	6.460	10.001	2.225	6.202	4.495
SNIACE	0	0.79	0.520	1.050	6.311	0.082	0.166
TELEFÓNICA	0	1.39	8.367	29.514	1.423	5.881	20.747
TAFISA	1	-0.06	3.600	10.340	16.109	0.223	0.642
TUBACEX	0	0.68	1.250	1.634	4.548	0.275	0.359
TUDOR	1	-0.09	3.730	5.940	7.963	0.468	0.746
UNION FENOSA	0	0.74	12.316	19.466	2.030	6.067	9.588
UNIPAPEL	0	0.13	13.050	5.441	11.263	1.159	0.483

Tabla 1

	A	Beta	31-12-02	03-06-00	31-12-87	2002	2000
URALITA	1	0,23	5,756	6,520	8,249	0,698	0,790
INMOB URBIS	1	0,23	5,589	5,108	4,315	1,295	1,184
VALLEHERMOSO	0	0,36	9,822	6,660	3,729	2,634	1,786
BK DE VASCONIA	1	0,02	8,500	7,742	2,136	3,980	3,625
VISCOFAN	0	0,78	6,395	7,272	4,450	1,437	1,634
ZARDOYA OTIS	1	0,15	12,550	6,389	2,095	5,991	3,050
BK ZARAGOZANO	0	0,41	8,194	5,490	4,257	1,925	1,290

Tabla 2

Por otra parte, se indica en la columna “A” si el valor tiene un free float menor al 50%, indicando esta situación con un “1”, o si lo tiene igual o mayor, con un “0”. La “beta” es el resultado de la regresión de los rendimientos mensuales totales entre cada valor y el IBEX entre 1.998 y 2.002. Dado que beta utiliza aquí para reflejar el efecto de las variaciones globales del mercado en fechas de los años 2.000 y 2.002, el periodo resulta adecuado.

Una primera indicación sobre el comportamiento de estos datos vendrá dado por la media de los rendimientos. En la tabla 3 se muestra para free float menor al 50% (A=1) y para el resto de valores la media de rendimiento entre 31 de Diciembre de 1.987 y cada fecha, el interés anual correspondiente a esas medias de rendimiento y la diferencia entre uno y otro grupo.

Vemos que, efectivamente, se aprecia un rendimiento mayor en el grupo de empresas con control externo al mercado, lo que dará una indicación de que efectivamente puede haberse aplicado cierto nivel de prima de control a las cotizaciones de estos valores. La verificación de su existencia y con mayor motivo el incremento en términos tipo de descuento que esta prima haya de suponer requiere sin embargo de mayores evidencias.

La información significativa la obtendremos, pues, de la aplicación del modelo indicado en el apartado anterior. Los resultados que se muestran en la tabla 4 representan el resultado de la regresión lineal de A y beta sobre los rendimientos a 31 de Diciembre del 2.002 y 6 de marzo del 2.000, respectivamente. Se ha aplicado, en este estadio de la investigación, regresión lineal múltiple por mínimos cuadrados.

	2.002	2.000
A = 0	3,253	3,856
Int. anual	8,18%	11,72%
A = 1	4,854	4,649
Int. anual	11,11%	13,45%
Diferencia	2,93%	1,73%

Tabla 3

	De 1.987 a 31-12-2.002		De 1.987 a 6-3-2.000	
	B	Error típico	B	Error típico
Constante	3,228	1,077	1,160	1,272
A	1,617	1,221	2,513	1,442
BETA	0,005	1,491	4,989	1,761

Tabla 4

Vemos que los resultados muestran un valor claramente positivo para la variable indicativa del free float menor al 50%, tanto en el momento de máximos históricos como en la situación bien distinta del 2.002. Esto ha de indicar, de nuevo, que con free float menor al 50% los rendimientos con respecto a la cotización inicial son mayores, y, por tanto, los tipos de descuento aplicados también lo son.

No se pueden extraer mayores consecuencias de los resultados. El coeficiente de la beta resulta muy distinto para ambos casos, lo que se corresponde con el error típico del estimador para 2.002, que no permite conclusión alguna sobre ese parámetro.

Esa situación se trasluce en los resultados de no tener en cuenta valores extremos. Mientras que el coeficiente de A tiene escasas modificaciones el de beta resulta extremadamente sensible. La variación explicada por la regresión no alcanza al 50%.

Manteniendo el modelo, pues, una tendencia constante frente al hecho de tener un capital en flotante en minoría, no tiene por el contrario una consistencia suficiente para realizar afirmaciones sobre su funcionamiento global y, en particular, sobre la magnitud de los efectos.

## 6. Conclusiones.

Tomando los valores de cotización prolongada en el mercado continuo, en las acciones de compañías con free float menor al 50% se aprecia un mayor rendimiento sobre su cotización, y, por tanto, una penalización en su valoración por el mercado. Esto significa que se penaliza el hecho de que el control de la gestión sea ajeno al mercado.

La variabilidad en las estimaciones de los parámetros del modelo impide, por otra parte, estimar con estos datos la cuantía de la penalización.

El tipo de análisis realizado supone el uso de variables cualitativas en el análisis del comportamiento de mercado bursátil con el objetivo de afrontar un aspecto tan relevante como la apreciación del mercado de la fiabilidad de los accionistas de control. Este camino abre la posibilidad de otras posibilidades en la misma línea que han de permitir conclusiones más amplias.

En este sentido, el programa de investigación incluiría:

- Inclusión en el modelo de otras variables, como volumen de cotización, capitalización y sector.
- Ampliación del estudio a otros periodos, analizando la influencia del periodo sobre los resultados.
- Realización del análisis efectuando la regresión sobre rendimientos periodo por periodo, sean días, semanas o meses. Este análisis, más en la línea de los análisis CAPM y en general de obtención de betas, implican resolver un manejo de datos considerable. Téngase en cuenta que el periodo de estudio utilizado implica el manejo de más de 400.000 cotizaciones. Este método permitiría incluir los valores que no han cotizado durante el periodo, lo que duplica la muestra.
- Realización del mismo estudio para otros mercados, con objeto de comparar los resultados obtenidos.

El estudio de comportamientos basados en categorías es un punto de encuentro entre disciplinas muy distintas, como psicología, análisis de riesgos y los aspectos previsionales de la organización industrial. De este modo, el uso de los mismos métodos para tan distintas realidades ha de redundar en un mayor conocimiento y dominio de estos métodos. Cabe decir, finalmente, que métodos de obtención de información como data mining [8], están profundamente vinculados a estos análisis por el papel crucial de la información en su desarrollo, formando pues parte de un único cuerpo de progreso metodológico.

## Referencias

- [1] Jensen, M.; Meckling, W. (1976). “Theory of the Firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305–360.
- [2] Perales Viscasillas, Maria del Pilar (1.997). “Fusión de sociedades: ultimas tendencias en la determinación del precio justo de las acciones en el derecho estadounidense”. *Revista de derecho mercantil* 9, pp. 565-592.
- [3] Pratt S., Reilly R., y Schweihs R. (1995). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. Cap 14 “Minority Discounts, Control Premiums and Other Discounts and Premiums”, pp. 298 – 330. Irwin Professional Publishing.
- [4] Swad, Randy, (1.984). “Discount and capitalization rates in business valuations.”, *CPA Journal* 69(10), pp. 40-44.
- [5] Marín, José M.; Rubio, Gonzalo (2.001) *Economía Financiera*, pp. 313-360. Antoni Bosch, editor. Barcelona.
- [6] Villalba Nogales, Enrique (1.999) “El CAPM generalizado. GCAPM (Generalized Capital Asset Pricing Model”, *Análisis Financiero, Instituto Español de Analistas Financiero*, 78, pp. 76-86.
- [7] Modigliani, Franco; Perotti, Enrico, (2.000) “Security Markets versus Bank Finance: Legal Enforcement and Investors' Protection”, *International Review of Finance*, 1, pp. 81-96.
- [8] Black, Fischer (1.999) “Estimación del rendimiento esperado”, *Análisis Financiero, Instituto Español de Analistas Financiero*, 78, pp. 30-34.