

**PUBLICACIÓN TRIMESTRAL**

\* \*

Suscripción anual:

España. . . . . 17.789,— pesetas.\*

Extranjero. . . . . 18.500,— pesetas.

Ejemplar suelto sencillo. 4.500,— pesetas.\*

Ejemplar " doble . . 9.000,— pesetas.\*

\* Más 4 % IVA

Ejemplares y suscripciones atrasadas, igual  
precio que los corrientes.

\* \*

*Administración: Conde de Aranda, 7 - Tel. 91 575 34 32  
28001 Madrid*

IMPRENTA AGUIRRE - CALLE DAGANZO, 15 DUPLICADO - 28002 MADRID

227

REVISTA DE DERECHO MERCANTIL

1998

# REVISTA DE DERECHO MERCANTIL

CONSEJO DE REDACCION

PRESIDENTE

JOAQUÍN GARRIGUES †

JOSÉ DE BENITO

ALBERTO BERCOVITZ

MANUEL BROSETA †

B. J. CASTRO-RIAL †

JUSTINO F. DUQUE

C. FERNÁNDEZ-NOVOA

J. GIRÓN TENA †

JOSÉ MARÍA GONDRA

R. JIMÉNEZ DE PARGA

AURELIO MENÉNDEZ

MIGUEL MOTOS †

J. M.<sup>B</sup> MUÑOZ PLANAS

MANUEL OLIVENCIA

ANTONIO POLO †

F. SÁNCHEZ CALERO

L. SUÁREZ LLANOS

EVELIO VERDERA

A. VICENTE GELLA †

DIRECTOR

RODRIGO URÍA

SECRETARIO

IGNACIO ARROYO

NÚM. 227

ENERO-MARZO

1998

MADRID

plejidad, así como múltiples dudas en torno a la articulación del grupo y al ejercicio, extensión y consecuencias del poder de dirección en él. Siendo dicho grupo paritario, como se ha repetido a lo largo de este trabajo, plenamente congruente con los fundamentos del Derecho de cooperativas, no pueden desconocerse los límites que muestra para la consecución de un satisfactorio grado de integración empresarial. Por otro lado, la propia práctica de los grupos cooperativos pone sobre la mesa la necesidad de diseñar instrumentos y estructuras que favorezcan su consolidación y les permitan competir adecuadamente en el mercado. A ello coadyuvan, sin duda alguna, el reforzamiento del poder de dirección del grupo y una mejor articulación de las sociedades integradas en él. Hablábamos, por eso, de punto de inflexión del Derecho de cooperativas; pero, tal vez, sería más correcto hablar de encrucijada, para cuya superación se requiere no sólo analizar con cuidado el tema objeto del presente estudio sino, sobre todo, el sentido actual y la función de la propia sociedad cooperativa (54).

(54) Véase, para la experiencia italiana, BONFANTE, G., *Legislazione cooperativa. Evoluzione e problemi*, Milano, 1984, especialmente págs. 273 y sigs.

## LAS OPAS Y EL MERCADO DE CONTROL EMPRESARIAL:

UN BALANCE DE DIEZ AÑOS DE EXPERIENCIA

POR

JUAN FERNÁNDEZ-ARMESTO  
Prof. Ordinario de Derecho Mercantil  
Universidad P. Comillas - ICADE

SUMARIO: I. LA LUCHA POR LA CREACIÓN DE RIQUEZA.—II. LA NORMATIVA EN MATERIA DE OPAS.—III. EL SISTEMA ESPAÑOL.—IV. LA REALIDAD SOCIAL.—V. A MODO DE CONCLUSIÓN.

### I. LA LUCHA POR LA CREACIÓN DE RIQUEZA

I. El imparable declive del Estado empresario y el paralelo auge de la empresa privada como principal creador de riqueza constituyen, sin duda, el fenómeno económico más universal de nuestros días. Fenómeno que extrema la importancia del buen —o mal— gobierno de las empresas privadas; de poco servirá traspasar el control de la actividad empresarial del sector público al privado si la gestión privada no es más eficiente, transparente y responsable que la pública.

En toda empresa privada conviven unos directivos, que toman decisiones sobre bienes ajenos, y unos propietarios —los accionistas— que sufren en propia carne financiera los resultados económicos de tales decisiones: el conflicto de intereses entre directivos y accionistas es consustancial al modelo de empresa capitalista y genera unas ineficiencias que los anglosajones han bautizado como “agency costs”. Reducir al máximo estos costes de gestión debe ser el objetivo último de todo sistema de gobierno de la empresa privada.

Dos son en esencia los mecanismos destinados a minimizar los costes de agencia (o, para decirlo más en castizo, el coste de que el ojo del dueño-accionista no pueda estar fijado continuamente en el caballo-empresa): por un lado la vía organizativa, que pretende dotar a la empresa de un buen sistema de gobierno (1), y, por otro, la existencia de un eficiente mercado de control empresarial.

2. El mercado de control empresarial entra en juego cuando los directivos de una empresa no están maximizando el rendimiento de los fondos que han captado del público; en este caso debe ponerse en marcha un sistema para sustituir a los gestores ineficientes por un equipo nuevo que, aplicando mejores técnicas de gestión, maximice los resultados. Si el ordenamiento desconoce o no regula adecuadamente el sistema, no se estará dinamizando la utilización de los recursos de una economía.

El Derecho de sociedades ofrece —al menos en el plano teórico— un mecanismo de sustitución. En toda junta general de accionistas, éstos pueden destituir a los administradores *ad nutum*, sin dar explicación o razón alguna, incluso sin que el acuerdo conste en el orden del día. Esta forma de proceder, sin embargo, es totalmente desconocida en las grandes sociedades cotizadas, donde se ha generalizado la apatía y el desinterés político de los accionistas y en las que un voto de desconfianza al equipo gestor sería inaudito.

Sin embargo, según la teoría económica tradicional, esta apatía no socava el funcionamiento de un mercado de control empresarial eficiente, pues en términos reales lo que ocurriría sería lo siguiente:

- los accionistas descontentos “votarían con sus pies” vendiendo sus valores;
- el precio de las acciones caería en bolsa;

(1) El Gobierno encargó el 28 de febrero de 1997 a una Comisión presidida por el Prof. Olivencia que redactara un Código voluntario de Buen Gobierno para las empresas cotizadas; cfr. FERNÁNDEZ-ARMESTO, “El buen gobierno de la empresa”, en *RdE*, 39, pág. 33.

- algún grupo se creería capaz de adquirir la empresa a ese precio y de optimizar su rendimiento;
- y ese grupo lanzaría una OPA, tomaría el control de la sociedad, destituiría a los gestores ineficientes, se elegiría a sí mismo como administrador e, idealmente, pasaría a gestionar los activos con mayor acierto.

Existe pues un vínculo estrecho entre OPA y mercado de control empresarial.

## II. LA NORMATIVA EN MATERIA DE OPAS

3. Los principios de la normativa española sobre OPAs fueron establecidos en el art. 60 de la LMV de 1988 y desarrollados en el R. D. 1197/1991 de julio de ese año. Uno de los aspectos más destacados de esta última norma es que se redactó teniendo muy en cuenta la Propuesta de Directiva Comunitaria que entonces se estaba discutiendo (2). Seis años después, la Directiva continúa sin aprobarse y la última propuesta (3) presenta notables diferencias con la que manejó el legislador español, habiéndose relajado el nivel de exigencias.

4. El sustrato ideológico que subyacía a la Propuesta original de Directiva se concretaba en el carácter obligatorio, previo y total de la OPA (4). Es decir, toda persona que quisiera adquirir el control de una sociedad cotizada, debía necesariamente y antes de comprar el paquete de control, extender una oferta en términos igualitarios a todos los accionistas.

La nueva propuesta de 1996 ha cambiado radicalmente de criterio: se abandona la exigencia insoslayable de OPA obligatoria, previa y total, sustituyéndola por la exigencia de mecanismos jurídicos que protejan a los inversores en el caso de

(2) Propuesta de Decimotercera Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición presentada por la Comisión el 19-I-89 y modificada el 10-IX-90.

(3) Propuesta de Decimotercera Directiva en materia de Derecho de Sociedades, relativa a las ofertas públicas de adquisición, presentada por la Comisión el 7-II-96.

(4) Art. 4, Propuesta 1989.

toma de control de una sociedad cotizada (5). Estos mecanismos pueden consistir bien en una OPA obligatoria, permitiéndose tanto las totales como las parciales (6), o bien en “otros medios adecuados y por lo menos equivalentes” (7). La Exposición de Motivos explica que en varios Estados miembros los accionistas minoritarios disfrutaban de protección en virtud de la legislación sobre grupos de empresas: los accionistas minoritarios de una sociedad que pase a depender de otra pueden tener derecho a pagos periódicos o a retirarse de la sociedad tras recibir una indemnización.

La última propuesta de Directiva supone un giro copernicano en la concepción de las OPAs, pues por primera vez deja constancia de que un mismo objetivo —la protección de las minorías en un cambio de control— se puede alcanzar por dos vías totalmente diferentes: bien OPA obligatoria, bien OPA voluntaria unida a una correcta reglamentación de las minorías en los grupos de sociedades.

5. Cuando España promulgó su normativa de OPAs, el cambio de criterio comunitario no se podía ni otear en el horizonte. Por ello el R. D. 1197/1991 incorporó la ideología y buena parte de las reglas de las propuestas de Directiva de 1989 y 1990, introduciendo, sin embargo, una importante alteración: en la concepción española, la OPA sigue siendo obligatoria y previa, pero ya no es total, sino que se admite que la OPA sea parcial —incluso muy parcial (8)—. La justificación para esta desviación del modelo europeo parece que residió en el convencimiento que exigir una OPA total encarecía y gravaba desmesuradamente los cambios de control societario. Y probablemente también subyacía el temor de que sólo los grandes grupos extranjeros tuvieran la capacidad suficiente para financiar operaciones de gran tamaño.

(5) Art. 3, Propuesta 1996.

(6) Art. 10, Propuesta 1996.

(7) Art. 3.1. *in fine*, Propuesta 1996.

(8) Únicamente del 10% del capital si se pretende adquirir menos del 50%, de al menos el 75% si se pretende adquirir más del 50% del capital (art. 1. R.D. 1197/1991).

6. Aunque varios países europeos —notablemente Bélgica, Italia, Portugal (9)— han seguido en lo esencial el camino legislativo español, el abanico de soluciones legislativas utilizado en diferentes países, incluso dentro de la Unión Europea, es muy amplio.

7. El Reino Unido es el padre espurio de nuestro sistema de ofertas públicas, aunque tanto en la teoría como en la realidad su régimen presenta notables diferencias frente al nuestro.

Para empezar, el sistema inglés no se basa en una imposición legal, sino en una recomendación de carácter voluntario. El *City Code on Take-overs and Mergers* no es una norma, el “Panel” que lo supervisa e interpreta no es un organismo público, el infractor no puede ser objeto de ninguna sanción jurídica. La fuerza que compele al cumplimiento no es, pues, la imposición estatal sino el miedo al ostracismo financiero. Únicamente la cohesión social de las entidades financieras inglesas permite que un sistema así pueda funcionar.

Que el sistema inglés funcione es especialmente sorprendente, pues impone un régimen muy gravoso y exigente, en el que la OPA es obligatoria y total, y se desencadena siempre que el adquirente sobrepase el umbral del 30% del capital social. Para comprender el régimen inglés, desarrollado a lo largo de los años, éste no puede verse aisladamente, sino que debe ponerse en relación con una de las características de la bolsa de Londres: el mercado inglés es muy reactivo a que en él coticen sociedades en las que predomina un accionista de control. La toma de control en una empresa cotizada normalmen-

(9) Bélgica

Ley de 2 de marzo de 1989, relativa a la publicidad de las participaciones importantes en las sociedades cotizadas en bolsa y reguladora de las ofertas públicas de adquisición.

Decreto de 8 de noviembre de 1989, relativo a las ofertas públicas de adquisición y a las modificaciones del control de las sociedades.

Italia

Ley de 18 de febrero de 1992, sobre disciplina de las ofertas públicas de venta, suscripción, adquisición y permuta de títulos.

Portugal

Código del Mercado de Valores Mobiliarios de 10 de abril de 1991 (art. 528).

Código de sociedades comerciales (art. 313).

te conlleva que la compañía termine excluyéndose o perdiendo gran parte de su valor en bolsa. Precisamente por ello el sistema inglés obliga al adquirente a realizar una OPA total, para dar a todos los accionistas, sin necesidad de prorrateo, la posibilidad de desinvertir.

El hecho de que en el Reino Unido no exista normativa sobre grupos de sociedades, que proteja al accionista minoritario, sin duda ha precipitado el convencimiento de que sin OPA total los pequeños accionistas saldrían muy perjudicados en toda toma de control.

8. Aunque aparentemente similar al inglés, el derecho alemán es, en su esencia, totalmente diferente. También carece de norma legal, y también existen simplemente unas recomendaciones (10). Pero en el caso alemán, no existe ni la presión ni el convencimiento social que conviertan la simple recomendación en un uso respaldado por *opinio iuris*. Y la propia recomendación tampoco convierte la OPA en instrumento obligatorio para adquirir el control de la empresa, estando permitido que se adquieran paquetes de acciones a los accionistas de control, al margen de la oferta (11).

El derecho alemán puede prescindir de normas sobre OPAs porque ha desarrollado una extensa normativa sobre grupos de sociedades, que protege a los socios minoritarios de la empresa adquirida. La protección se estima necesaria, ya que el ordenamiento asume que el grupo gestionará la empresa recién adquirida en beneficio del grupo en su conjunto, lo que potencialmente redundará en perjuicio de los socios minoritarios. Para evitar ese perjuicio, se les otorga el derecho a percibir una compensación adicional, si desean continuar como accionistas, o una indemnización en dinero o preferentemente en títulos de la matriz (acciones, obligaciones...), si desean abandonar su posición (12).

(10) *Übernahmekodex*, del 14 de julio de 1995, en la versión de 28 de noviembre de 1997.

(11) Salvo que se haya adquirido el control de la sociedad, normalmente por haber alcanzado la mayoría de votos; cfr. Art. 16 del *Übernahmekodex*.

(12) Par. 304 y 305 Akt G.

9. Los franceses copiaron del sistema inglés la idea de OPA obligatoria. La justificación, sin embargo, es diferente. Dado que en Francia no existe un rechazo sistemático a que sociedades con accionista de control (e incluso sociedades comanditarias por acciones) coticen en bolsa, la justificación se debió buscar en el principio de trato igualitario: la prima de control que el comprador satisfaga no puede entregarse únicamente al accionista de control vendedor, sino que debe distribuirse entre todos los accionistas. Además, Francia adaptó el sistema inglés en dos aspectos a su propia idiosincrasia: para empezar, convirtió lo que en el Reino Unido es un uso, en norma de rango legal e imperativa (13), y después permitió que la OPA —siempre obligatoria— fuera parcial.

Aprobada la normativa, su aplicación en la realidad puso de manifiesto que la existencia de OPAs parciales traicionaba la propia *ratio legis* —la protección del accionista minoritario—. Y ello porque en una OPA parcial en la que se produzca sobreaceptación y por lo tanto prorrateo, habrá accionistas que no logren vender que se vean forzados a quedarse contra su voluntad como socios minoritarios en una sociedad en la que un nuevo grupo ha tomado las riendas y a contemplar con desesperación como las acciones que no han podido vender se deprecian en el mercado. Tras varios escándalos sonados, Francia modificó su ley (14) en 1992 y adoptó un régimen que, aun basado en ley formal, se asemeja al inglés: la OPA es obligatoria y siempre abarca el 100% del capital (15).

10. Los Estados Unidos han sido capaces de compaginar OPAs voluntarias (16) con la inexistencia de normativa sobre grupos de sociedades dirigida a proteger al accionista minoritario. El Derecho estadounidense se ha valido de otro instrumento para limitar los desmanes de los grupos de control: ha

(13) Ley de 2 de agosto de 1989, sobre seguridad y transparencia del mercado financiero.

(14) Reglamento General del Consejo de las Bolsas de Valores, relativo a las ofertas públicas de adquisición, aprobado mediante Decreto de 28 de septiembre de 1989 y reformado por el Decreto de 15 de mayo de 1992 que desarrolla el contenido de la Ley.

(15) El gobierno italiano ha aprobado recientemente un texto único en materia de mercados financieros, cuyo artículo 106 establece que la OPA obligatoria debe extenderse necesariamente al 100% del capital.

(16) Williams Act (1968) (enmienda al Securities Exchange Act de 1934).

creado un deber fiduciario (*fiduciary duty*), que obliga al accionista mayoritario a gestionar la sociedad controlada sin perjudicar los derechos y expectativas de los minoritarios.

### III. EL SISTEMA ESPAÑOL

11. El régimen legal en España ha seguido en lo esencial el sistema inglés, en su variante francesa. Tenemos pues un sistema de OPA obligatoria —con gravísimas sanciones si se incumple esta obligación (17)—, previa y parcial (18). España, que compartió con Francia los rasgos característicos del modelo, no la ha seguido en su última reforma, en la que Francia proscribió la posibilidad de ofertas parciales.

12. Por su propia naturaleza, un sistema de OPA obligatoria desincentiva y entorpece el mercado de control empresarial. Esta es una desventaja intrínseca de un sistema como el español. Para el adquirente el escenario más favorable es aquél en el que puede negociar exclusivamente con uno o varios accionistas y adquirir directamente el paquete de control, incluso pagando una prima sobre el precio bursátil. El desincentivo es especialmente claro en aquellos regímenes en los que la oferta tiene que extenderse por ley a la totalidad del capital social. Desde este punto de vista, un régimen de OPA parcial como el español presenta ventajas. Pero la ventaja se diluye si el adquirente del control quiere volver a transmitirlo. En esta segunda transmisión, una nueva OPA parcial no garantiza al grupo de control inicial la venta de su total paquete accionario (ya que si existe sobredemanda, se realizará un prorrateo, que beneficia a los accionistas pequeños y perjudica a los grandes (19) y dejará al accionista de control vendedor con una parte de sus títulos sin enajenar). En otras palabras: un accionista de control ya establecido en una sociedad

(17) Arts. 60 y 99 r) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

(18) Arts. 1, 2 y 3 del RD 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

(19) Art. 29 del RD 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

cotizada normalmente rechazará toda OPA que no se extienda a la totalidad del capital en circulación, pues en otro caso no tiene la garantía de vender. Dado que, como luego se verá, casi todas las empresas cotizadas españolas tienen accionista de control, no es de extrañar que el número de OPAs parciales sea muy escaso.

13. El sistema inglés (y el francés e italiano modificado) protege con eficacia al accionista minoritario; le garantiza el mismo trato que al mayoritario, le asegura que venderá todas sus acciones y que percibirá idéntica prima que el mayoritario. Es, sin duda, el sistema que más justicia distributiva aporta. A cambio, es el que más coarta y dificulta el mercado de control empresarial. El sistema español de OPA parcial es el producto de un compromiso. No defiende plenamente los derechos de los accionistas minoritarios (éstos no tienen derecho a vender en la OPA todas las acciones que quieran, sino únicamente las que resulten del prorrateo) y tampoco facilita demasiado la transmisión del control (en las segundas y ulteriores transmisiones de control, las OPAs parciales sólo tienen visos de poder triunfar en circunstancias excepcionales). Pero es más, en las OPAs parciales la incertidumbre del prorrateo coloca a los accionistas minoritarios frente a un dilema: son conscientes de que si el oferente logra hacerse con el control, entrará en juego una de las *leyes de hierro* del mercado bursátil y en un futuro inmediato la acción perderá una parte de su valor. En consecuencia, todo minoritario tenderá a ofrecer sus valores, aunque el precio de la OPA no sea muy atractivo. A su vez, al ofrecer todas sus acciones se producirá una sobreoferta y entrará en juego el prorrateo. El sistema de OPAs parciales, al poner al minoritario en situación de *Zugzwang*, incentiva a que venda a precios inferiores a los que en otras circunstancias hubiera aceptado.

14. Las desventajas teóricas del sistema de OPAs español se ven exacerbadas por la falta de normativa que regule las relaciones entre empresas pertenecientes al mismo grupo empresarial y por la falta de sensibilidad social frente al fenómeno de que una empresa domine a otra y la gestione en interés del grupo y no en el suyo propio.

## IV. LA REALIDAD SOCIAL

15. Los puntos anteriores reflejan un análisis puramente teórico. Para confrontarlo con la realidad, he realizado —aprovechando el archivo histórico de la CNMV— un estudio de las 129 sociedades que cotizaban en 1997 en el Mercado Continuo, un grupo homogéneo de empresas que representan el 95% del mercado bursátil español en términos de capitalización (20).

16. La primera característica que llama la atención es el gran peso que tienen los accionistas significativos (definidos como aquéllos que tienen más del 5% del capital de una empresa) —o, dicho a la inversa, los bajos porcentajes de capital desvinculado (es decir, que no esté en manos de accionistas significativos)—.

De las mencionadas 129 sociedades, sólo existen 14 que, según los datos depositados en la CNMV, tengan más del 75% de su capital desvinculado. El número se incrementa en 35, si exigimos un capital desvinculado de entre el 50% y el 75%, y en 38 más, si añadimos la horquilla entre el 25% y el 50%.

Sorprendentemente, existen nada menos que 42 sociedades con un capital desvinculado inferior al 25% (es decir, en un 33% de las sociedades que cotizan en el Mercado Continuo los accionistas significativos controlan más del 75% del capital). En resumen, es un hecho que las sociedades cotizadas españolas tienen un capital no vinculado a accionistas institucionales muy bajo, tanto en términos absolutos como en comparación a otros países de nuestro entorno.

17. Ahora bien, no todo accionista con una participación superior al 5% es un accionista comprometido en la gestión: puede ser un accionista importante, pero puramente financiero. Por ello he intentado clasificar las empresas cotizadas en tres grupos: sociedades con control definido, sociedades con control no definido y sociedades sin accionista de control. El primer grupo lo integran sociedades en las que un accionista

(20) En los mercados bursátiles de corros cotizan 240 sociedades más.

ostenta tal nivel de control que no cabe una OPA hostil. El segundo grupo está compuesto por empresas en las que un accionista tiene una posición lo suficientemente fuerte para que una OPA hostil, aunque no imposible, parezca improbable. Y el último grupo lo integran aquellas sociedades en las que en un principio cabría imaginar una OPA hostil (21).

Resultado: dentro del universo de 129 compañías que componen el Mercado Continuo, únicamente 28 realmente son “opables” en contra de la voluntad del grupo de control (representan un 22%). En 86 sociedades (66%) necesariamente hace falta la predisposición del accionista o grupo de accionistas de control a vender. Y en las 15 compañías restantes (12%) es improbable que una OPA pueda resultar en un cambio de control, si el grupo que ahora lo ejerce se opone.

18. Con esta estructura accionarial, no puede sorprender la estadística sobre OPAs de cambio de control presentadas entre 1989 y 1997. Utilizando nuevamente el universo de empresas cotizadas en el Mercado Continuo, se produjeron únicamente 20 ofertas públicas (22), de las que 15 fueron totales y cinco parciales. El ratio anual es de 1,6%, es decir, harían falta más de 50 años para que a través del mecanismo de OPAs se produjera un cambio en el grupo de gestión de todas las empresas que conforman el Mercado Continuo.

La prima media pagada por los oferentes —la diferencia entre el valor de cotización antes de la OPA y el ofrecido en la OPA— ascendió a un 32% (cifra que encaja dentro de los parámetros usuales a nivel internacional). Un dato muy significativo es que en las cinco OPAs parciales, la prima media pagada fue mucho más baja —un 7,7%—. En estas OPAs el oferente sintió por lo tanto menos interés en incentivar al accionista a través del precio para que aceptara la oferta.

(21) La clasificación tiene en cuenta la estructura accionarial y los pactos tácitos o expresos entre accionistas; el análisis es algo subjetivo, pero globalmente da una imagen real de la situación.

(22) No se han tenido en cuenta OPAs por exclusión de bolsa, ni —por sus especiales características— la operación de Banco Santander, S.A. sobre el Banco Español de Crédito, S.A. Si se tomara como universo las OPAs de control realizadas en el Mercado Continuo y en el de corros, el número pasaría a 53 (5 de ellas parciales).

Otro aspecto muy interesante es la evolución del precio de la acción después de presentada la oferta. En el caso de las OPAs totales, la pérdida de valor transcurrido un año alcanza una media del 20,2%. El capital no vinculado que queda en bolsa tras la oferta es muy reducido, el valor pierde liquidez y es lógico que el precio se resienta.

Pero en las OPAs parciales también se produce una pérdida de valor de mercado casi idéntica (es del 18,5% en un año). En este supuesto, la justificación en base a la pérdida de liquidez se sustenta con dificultad, pues después de la OPA parcial un volumen importante de capital no vinculado continúa cotizando en bolsa.

En el apartado anterior me he referido al dilema con el que se enfrenta el accionista minoritario en una OPA parcial y que le lleva a aceptar precios inferiores a los que exigiría en una OPA total; las cifras lo corroboran. Las primas pagadas en estas OPAs son significativamente inferiores a las satisfechas en OPAs totales, pero la pérdida de valor transcurrido un año es similar en ambos casos. El accionista intuye que por la parte de las acciones que no pueda vender dentro la OPA parcial, estadísticamente va a perder en un año un 18,5%. Este convencimiento le lleva a aceptar la OPA parcial y, al razonar la mayoría de los accionistas en líneas similares, se incrementa el número de acciones que van a la OPA, el prorrato y la pérdida.

19. Un dato adicional es relevante: comparar los cambios de control con OPA y los cambios de control sin OPA, en el mismo universo (Mercado Continuo) y en el mismo período temporal (1989-1997). Los cambios de control sin OPA se producen en general a través de otros instrumentos como las fusiones (23) y las compras en paralelo por varios compradores independientes y no concertados. Pues bien, de este tipo de estructuras se han producido en el período indicado aproxi-

(23) El RD 1197/91 regula pormenorizadamente en su artículo 3 la fusión de una sociedad que tenga participación directa o indirecta en una tercera cuyas acciones estén cotizadas en España (y en estos casos exige OPA). La norma sorprendentemente ni menciona la fusión entre la propia cotizada y una tercera sociedad. En este último caso, la interpretación que viene dando la CNMV es que no se cumple el supuesto de hecho del artículo 1 RD 1197/91, y que no es exigible el lanzamiento de una OPA.

madamente 14 (24), es decir casi el mismo número que OPAs para adquirir el control. Esto demuestra bien a claras que, por mucho que la Ley exija OPAs obligatorias, en aquellos casos en que los empresarios pretenden adquirir el control al margen de esta normativa existen varios tipos de estructuras jurídicas que les permiten alcanzar este objetivo.

## V. A MODO DE CONCLUSIÓN

20. Al cumplirse casi una década de la promulgación de la LMV, y de su normativa sobre OPAs, es necesario hacer balance de sus resultados. Son hechos incuestionables:

- La propuesta de Decimotercera Directiva, que sirvió de guía espiritual a la LMV, no ha sido promulgada, ni es probable que se llegue a promulgar en la forma prevista en 1987 por el legislador.
- Francia, que compartía con España el modelo de OPA previa, obligatoria y parcial, ha reformado su Ley y ha introducido la exigencia de que toda OPA sea total. Italia ha seguido el mismo camino. Otros países europeos mantienen regímenes de OPA y de toma de control manifiestamente diferentes del español.
- Una de las características más destacadas de la estructura societaria de las compañías que cotizan en la bolsa española es el alto porcentaje de accionistas institucionales y de control: sólo 14 sociedades tienen un capital flotante superior al 75% y solamente 28 sociedades son susceptibles de OPA en contra de la voluntad del grupo de control.
- El mercado de control empresarial de las sociedades

(24) La cifra es subjetiva, pues no hay estadísticas oficiales.

JUAN FERNÁNDEZ-ARRESTO

cotizadas se mueve con gran lentitud. En el período 1989-1997 únicamente se han presentado 18 OPAs de cambio de control, y 14 cambios de control a través de otros instrumentos.

A la vista de estos hechos, se impone una reflexión serena y profunda sobre la continuidad o reforma del Derecho español en materia de OPAs.

## CARACTERIZACIÓN JURÍDICA DE LAS MARCAS OLFATIVAS COMO PROBLEMA ABIERTO

POR

MARÍA LUISA LLOBREGAT  
Universidad de Alicante

SUMARIO: I. PLAN DE EXPOSICIÓN.—II. PRINCIPIOS INFORMADORES DEL DERECHO DE MARCAS Y SU APLICACIÓN A LAS MARCAS OLFATIVAS: 1. Consideraciones generales sobre las funciones de las marcas; 2. Límites del registro de marcas: 2.1. Ideas preliminares en torno a la caracterización de las marcas y la dificultad de su delimitación; 2.2. Doctrina de la funcionalidad: 2.2.1. Principio general, 2.2.2. La conformación de la funcionalidad utilitaria y estética en los Estados Unidos desde una perspectiva histórica y actual. 2.3. Las teorías de la "Depletion" y de la "Shade Confusion": su aplicación a las marcas olfativas; 2.4. La distintividad: 2.4.1. Distintividad originaria y sobrenvenida, 2.4.2. El problema de la distintividad de las marcas olfativas, 2.4.3. La Post-Sale Doctrina, 2.4.4. La representación gráfica de las marcas olfativas, 2.4.5 Examen de la Jurisprudencia Norteamericana.—III. CONCLUSIONES.

### I. PLAN DE EXPOSICIÓN

El objetivo de este artículo es el de examinar la legitimación para obtener un derecho exclusivo sobre una marca olfativa analizando los principios y límites que son aplicables a los signos y medios de acuerdo con el régimen jurídico sobre esta materia.

En la actualidad, como enseguida veremos, es un hecho que esta modalidad de signos no son admitidos como marcas en las oficinas de patentes y marcas, excepto en casos excepcionales, como se pondrá de relieve. Sin embargo, no se puede afirmar la existencia de una prohibición absoluta, en consideración a que las legislaciones más avanzadas no excluyen esta