

El nivel de competencia de estas operaciones ha mejorado notablemente en los últimos años, si bien las posibilidades de éxito de una OPA aumentan de forma considerable si hay acuerdo previo entre las partes

---



# LAS OPAs SE ADUEÑAN DE LOS MERCADOS

En los últimos años las Ofertas Públicas de Adquisición de acciones (OPAs) se han convertido en uno de los protagonistas indiscutibles de los mercados de valores. Tanto que se ha popularizado el término entre amplias capas de la sociedad española y su acrónimo (OPA) está recogido en el diccionario de la Real Academia Española a pesar de ser una expresión acuñada hace tan sólo un par de décadas. Lo cierto es que con la apertura y la globalización de los mercados de valores las OPAs han recibido un impulso determinante en los últimos años. España estrenó regulación en 2003 a través de un Real Decreto que buscaba mayor transparencia, eficiencia y equidad en la ejecución de estas operaciones. Sin embargo ha sido la Directiva de OPAs, aprobada en 2004 tras casi 20 años de controversias, la que ha impulsado una nueva Ley que entró en vigor el 13 de agosto pasado. La regulación ahora vigente potencia los objetivos de transparencia y protección equitativa de los derechos de todos los accionistas en un entorno de economías y mercados claramente más abierto. Esta realidad, representada en la mayor pluralidad de agentes que intervienen en el mercado de control de empresas, convierte a las OPAs en un instrumento que resalta el importante papel que juegan las Bolsas en la continua transformación y renovación del tejido empresarial.

**14** 1983-2006, MÁS DE 20 AÑOS DE OPAs EN LA BOLSA ESPAÑOLA

**24** EL NUEVO MARCO LEGAL DE LAS OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPAs)

**30** GRADO DE COMPETENCIA EN EL MERCADO ESPAÑOL DE CONTROL DE EMPRESAS COTIZADAS (2003-2007)

Tras cerca de 370 operaciones de compra de compañías cotizadas, el mercado de valores español ha estrenado recientemente una nueva legislación adaptada a la Directiva marco europea aprobada en 2004 después de dos décadas de arduas negociaciones

# 1983-2006, MÁS DE **20 AÑOS DE OPAs** EN LA BOLSA ESPAÑOLA

La compra de empresas cotizadas mediante lo que se conoce por OPA -esto es, mediante el llamamiento público a los accionistas de éstas para que vendan sus acciones en un momento dado y a un precio dado, siguiendo un determinado procedimiento legal- es una práctica relativamente reciente en nuestra economía. Aunque las OPAs aparecen reguladas por primera vez en 1980 con el Real Decreto 1.848/1980 de 5 de septiembre<sup>(\*)</sup>, hay que esperar hasta 1983 para registrar la primera OPA en los mercados bursátiles españoles: la adquisición del Banco Urquijo por el Banco Hispano Americano. Desde entonces hasta diciembre de 2006 algo más de trescientas sesenta ofertas fueron autorizadas y llevadas a término en las cuatro Bolsas españolas, el 90% de ellas sobre empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid. En el 5% de los casos las OPAs han resultado negativas (ningún accionista ha acudido a la oferta o el número de accionistas que ha aceptado ha sido inferior al mínimo establecido por el adquirente) o los compradores potenciales han desistido ante OPAs competidoras. La mayor parte de estos últimos casos se ha dado principalmente en la etapa reciente, período en el que la lucha por el control de las sociedades se ha ido acentuando conforme el mercado se ha ido haciendo más maduro y competitivo\*.

(\*) Quiero agradecer especialmente la ayuda del personal de la Biblioteca y el Protector del Inversor de la Bolsa de Madrid para la realización de este estudio. Este trabajo se ha realizado en el marco del proyecto de investigación que patrocina el Ministerio de Educación y Ciencia y FEDER SEJ2005-07341/ECON.

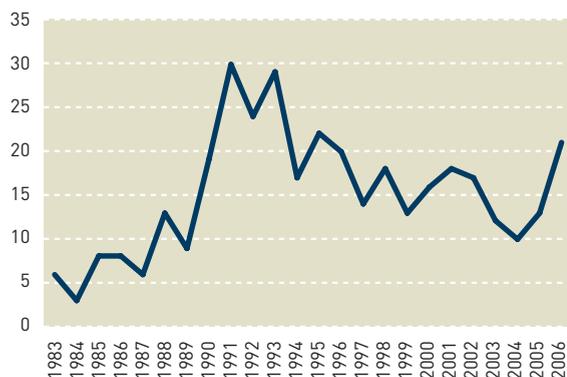
**INÉS PÉREZ-SOBA**  
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA APLICADA III  
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

La evolución que ha tenido el número de OPAs en las Bolsas españolas muestra forma de ola (**Gráfico 1**), perfil que parece presentar también el conjunto de fusiones y adquisiciones (F&A) en economías como la estadounidense, donde desde finales del siglo XIX llevan localizadas cinco oleadas. En el caso europeo, los trabajos de Martynova y Renneboog (2006) y Goergen y Renneboog (2004) señalan cómo las F&A se presentan igualmente en forma de oleada y en periodos similares a las de EE.UU, aunque su cuantía en número de operaciones es mucho menor.

A lo largo del período analizado, la cantidad de recursos que ha movilizado este tipo de adquisiciones ha sido creciente (**Gráfico 2**).

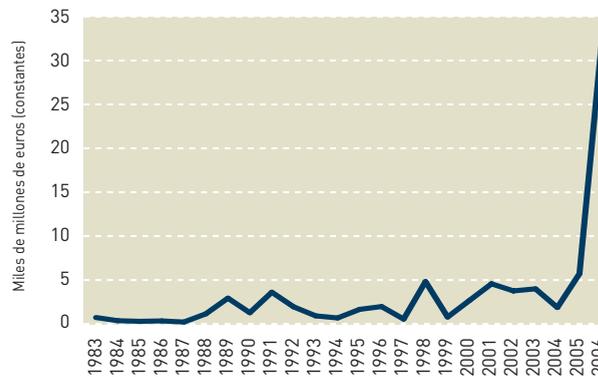
El extraordinario salto que da la serie en el 2006 se debe a la OPA de Arcelor por Mittal Steel, ya que ésta supone cerca del 60% del coste total de las OPAs de ese año. Esta adquisición ha sido la más costosa en

**GRÁFICO 1**  
Evolución del número de OPAs en España (1983-2006)



Fuente: elaboración propia a partir de los datos obtenidos en los Informes anuales de la Bolsa de Madrid, Comisión Nacional del Mercado de Valores y algunos boletines del BORME.

**GRÁFICO 2**  
Coste de las OPAs en España (1983-2006)



Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos en los Informes anuales de la Bolsa de Madrid, folletos informativos de OPAs (CNMV) y algunos boletines de cotización de la Bolsa de Madrid, Bilbao, Barcelona y Valencia.

la historia de las OPAs en España (1983-2006). La siguiente posición la ocupa la OPA que el BSCH lanzó sobre Banesto en 1998, lo que explica el pico del gráfico en ese año. Otros picos son los de 1989, que se debe a una OPA cara, la del holding Kolmes sobre el grupo Torras; en 1991 destacan las OPAs de reordenación del sector eléctrico (las adquisiciones de Electra de Viesgo, Sevillana de Electricidad y FECSA por Endesa y la OPA sobre Hidroeléctrica Española que lanza Iberduero); en 2005 sobresale la OPA sobre Amadeus y, finalmente, en 2006, aparte de la de Arcelor, son especialmente cuantiosas las OPAs de Inmobiliaria Colonial y Urbis.

El tipo de contraprestación en las OPAs ha sido fundamentalmente el efectivo (en el 88% de las OPAs del período), en mucha menor medida se ha empleado el canje por acciones de la sociedad compradora (en el 7% de los casos) o una mezcla de efectivo y canje (4%). Sólo en el 1% se ha dado a elegir a los accionistas de la empresa objetivo entre efectivo o canje.

### CARACTERIZACIÓN DE LAS OPAs EN FUNCIÓN DEL MARCO ECONÓMICO Y LEGAL

Los factores que conciernen al marco económico-legal -como la política de competencia o la regulación del mercado de valores- son significativos a la hora de explicar en España, durante el período 1983-2006, el perfil del proceso de adquisición vía OPA. En efecto, a partir de la incorporación de nuestra economía en 1986 a la Co-

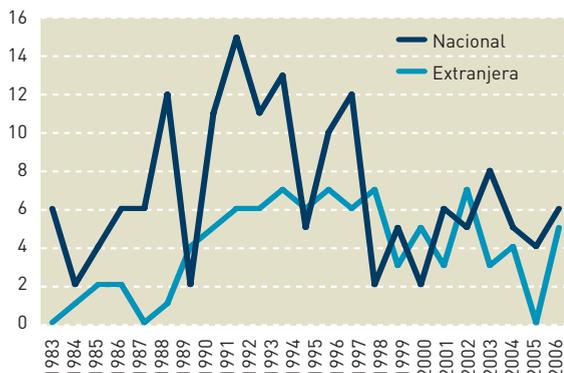


munidad Económica Europea (CEE) empieza a ser creciente la presencia de adquirentes extranjeros en las OPAs realizadas en las Bolsas españolas, lo que aumenta el número de estas operaciones (**Gráfico 3**). Posteriormente, los compradores nacionales, anticipando la formación de la Unión Europea en 1992, aumentan el control en sus propias empresas y adquieren competidoras, lo que podría estar indicando una toma de posición defensiva previa por parte de las empresas españolas frente a compradores foráneos. Por el contrario, la intro-

ducción del euro en 1999 no parece haber tenido efectos apreciables en el número de OPAs llevadas a cabo respecto a periodos anteriores, aunque es destacable cómo ahora las operaciones de adquisición por extranjeros y españoles están en un mismo nivel promedio.

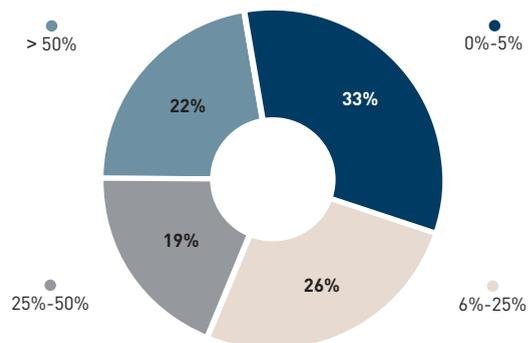
La regulación del mercado de valores es otro de los factores decisivos para comprender la evolución que han seguido las OPAs en España. Tras el Real Decreto de 1980, el Real Decreto 279/1984 de 25 de enero definió con más precisión los límites

**GRÁFICO 3**  
Evolución del número de OPAs en España según la nacionalidad del adquirente (1983-2006)



Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida en los folletos informativos de OPA, base de datos SABÍ y la prensa de negocios.

**GRÁFICO 4**  
Tamaño de las participaciones previas de los adquirentes (OPAs 1990-2006)



Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida en los folletos informativos de OPA y la prensa de negocios.

de aplicación de la ley, el procedimiento de actuación y las normas de publicidad de las OPAs, estando vinculado tanto este decreto como el anterior a la normativa bursátil del momento. Por ello, cuando se modifica el marco legal del mercado de valores con la Ley del Mercado de Valores de 28 de julio de 1988 (LMV), se modifica lo relativo a las ofertas públicas de adquisición. Se puede considerar que a partir de entonces se inicia una nueva etapa debido tanto al alcance reformista de dicha ley a todo el mercado de valores como a la creación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que desde enero de 1989 inicia su actividad consistente en velar por la transparencia de los mercados y la correcta formación de los precios, proteger al inversor y vigilar el cumplimiento de las normas de conducta en los mercados, entre otras funciones.

Respecto de las OPAs, la nueva ley introduce en los artículos 34 y 60 unos principios generales sobre éstas que, posteriormente, con el Real Decreto de 26 de julio de 1991 (RD de 1991), se desarrollan. Del RD de 1991 resulta especialmente relevante la definición de lo que se entiende por participación significativa de las partes relacionadas con la OPA, fundamentada en la

**TABLA 1 OPAS COMPETIDORAS**

AÑO	SOCIEDAD OBJETIVO	COMPETIDORES (POR ORDEN DE PRESENTACIÓN Y EN NEGRILLA EL GANADOR)
1987	Tranvías Eléctricos de Granada	Charles Calamaro <b>Rafael Sánchez Martínez</b>
1996	Sefanitro	<b>Fertiberia</b> Particulares (accionistas de Sefanitro)
1997	Bankoa	Caja Rural Vasca <b>Caisse Regionale de Credit Agricole</b>
2000	Inmobiliaria Zabálburu	<b>Bami</b> Fadesa + Caja de Ahorros de Galicia
2001	Hidrocarbónico	<b>Ferroatlántica Adygesinval</b> RWE
2002	Ibérica de Autopistas	<b>Autopistas, Concesionaria española</b> Aurea, Concesiones de Infraestructura
2004	Aldeasa	Gestión de Explotaciones Aeroportuarias Dufry Holding <b>Retail Airport Finance</b>
2005	Cortefiel	Coral Retail Industries <b>Mep Retail España</b>

definición del control del artículo 4 de la LMV. Además se introducen explícitamente las causas que deben provocar el lanzamiento de una OPA y que superan las relacionadas directamente con los criterios cuantitativos de porcentaje de capital social (participaciones significativas). De esta forma se intenta evitar que se eludan por diversos artificios legales la formulación de una OPA<sup>(2)</sup>.

Las principales causas que enuncia la ley son (a) la toma o aumento de una participación significativa (que se mide de forma cuantitativa); (b) las adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa; (c) la intención de modificar los estatutos sociales (con algunas excepciones); (d) la intención de excluir la sociedad de la negociación en los mercados bursátiles (con excepciones); (e) la reducción

## Una revisión de la literatura académica sobre teoría de OPAs ¿QUÉ HAY DETRÁS DE LAS OPAs?

Una de las características más llamativas del fenómeno de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) es el poder de atracción que despierta entre el público, aunque su influencia directa en la población sea mucho más limitada que otros hechos económicos que son menos seguidos. Esta atención, lejos de haber disminuido conforme se normalizaba en nuestro mercado este procedimiento de adquisición de empresas, ha ido creciendo y desbordado el ámbito económico, como lo demuestra el caso de la OPA sobre Endesa. Este interés no es sólo propio de la economía española. En Estados Unidos, con una tradición ya secular en fusiones y adquisiciones (F&A) entre grandes empresas, la resonancia de muchas de estas operaciones en los medios de comunicación es enorme y su estudio sigue ocupando los primeros puestos en el ámbito académico.

La formulación de una oferta de adquisición está teóricamente relacionada con el intento de recuperar empresas que están ineficientemente gestionadas (Manne, 1965; Jensen y Ruback, 1983). Por

tanto, detrás de las ofertas de adquisición debería haber un motivo disciplinario que explicase por qué determinadas sociedades cotizadas son objeto de adquisición respecto de otras sociedades que no lo son. La mayor parte de los estudios empíricos que se han llevado a cabo para contrastar esta hipótesis emplean diversas variables de mercado y/o contables con las que aproximar el concepto teórico de eficiencia, como son las tasas de retorno de mercado antes de la adquisición, el ratio Q y diferentes medidas contables del rendimiento (performance) de la empresa (ROA, ROE), principalmente. Tras una extensa revisión de la literatura empírica sobre la evidencia estadounidense — y un minucioso trabajo propio sobre una muestra de 2.063 sociedades adquiridas o fusionadas entre 1926 y 1996— Agrawal y Jaffe (2003) llegan a la conclusión de que la hipótesis de la ineficiencia directiva no está sólidamente respaldada por los resultados para ninguna de las variables examinadas. Franks y Mayer (1996) también concluyen cómo para el Reino Unido las ofertas de adquisición de carácter hostil no estaban basadas en la

del capital mediante adquisición de acciones propias.

Los dos motivos legales que han generado mayor número de OPAs en España son la toma o aumento del control en la empresa sobre la que se lanza la OPA (la empresa “objetivo”) y la pretensión de excluir la sociedad de la cotización bursátil.

## LA TOMA O AUMENTO DEL CONTROL COMO OBJETIVO

Esta causa es la más representativa de la actividad del mercado de control de las sociedades. En este tipo de operaciones una persona física o jurídica hace pública su intención de aumentar o tomar el control de la empresa “objetivo”. Para el periodo analizado, la mayor parte de los adquirentes tenía antes de lanzar la OPA una posición accionarial en la sociedad objetivo (Gráfico 4).

Como se observa, sólo en un tercio de estas adquisiciones los compradores tenían una participación como accionistas de la empresa inferior al 5% lo que, en principio, podría parecer que les hace partir con “desventaja” a la hora de conseguir su objetivo. No obstante, en el 60% de estos casos existen pactos entre el comprador y el accionista mayoritario de

la empresa objetivo para traspasarse entre ellos el paquete de control en la OPA. Esta práctica está bastante generalizada en las ofertas de toma de control, dado lo concentrado de la estructura accionarial en las sociedades cotizadas que dificulta hacerse con el control de una empresa sin pactar previamente con el grupo dominante su venta. De hecho una de las principales pretensiones de la legislación es que se haga partícipe en estas transacciones de control a todos los accionistas de la sociedad en los mismos términos que a los accionistas mayoritarios. Este principio se conoce como la regla de la igualdad de oportunidades, que también guía en esta materia tanto las legislaciones de la mayor parte de los países europeos, como la legislación comunitaria. Por el contrario, la regla de mercado, en la que las ventas entre el grupo de control y el comprador se harían de forma privada, es la vigente en EE.UU. donde no existe una regulación sobre OPAs del estilo de la que estamos exponiendo. Un artículo teórico de referencia sobre las ventajas de cada una de estas reglas desde el punto de la eficiencia social es el de Bebchuk (1994). Su principal conclusión es que la regla de mercado es mejor a la ho-

ra de incentivar las tomas de control eficientes, pero es inferior a la regla de la igualdad de oportunidades a la hora de desincentivar las tomas de control ineficientes.

En Fostinger (2002) se puede encontrar una comparación entre las legislaciones europea y estadounidense, aunque por la fecha en la que se publica no puede incorporar el análisis de la decimotercera Directiva Europea sobre OPAs, cuya transposición a la normativa española acaba de ser aprobada recientemente en nuestro Parlamento.

Del gráfico 4 también es destacable como casi en el 50% de las ofertas en las que el adquirente parte con una posición accionarial entre el 6% y el 25%, éste llegó casi al umbral de la participación significativa que legalmente desencadena el procedimiento de OPA (poseer el 25% del capital social). Es decir, que en la mitad de los casos de este segundo tramo el comprador rondaba el 25% de participación accionarial en el momento de lanzar la oferta. Esto sugiere que, por una parte, al comprador le resulta más beneficioso adquirir en el mercado las acciones de la empresa objetivo que en la OPA y aprovecha al máximo esta posibilidad. Por otra parte, esta estrategia

ineficiencia relativa de las empresas objetivo. Asimismo, en los pocos estudios que hay para el caso español el motivo disciplinario tampoco aparece confirmado por la evidencia empírica, esto es, las sociedades objeto de adquisición no eran ni menos rentables ni peor valoradas en el mercado que aquellas que no fueron adquiridas en su sector (Alcalde y Espitia, 2003). Las variables que, por el contrario, sí resultan significativas en los modelos empleados (Alcalde y Espitia, 2003; Vázquez, 1992) son la mayor liquidez y endeudamiento de las empresas objetivo. De estos resultados no se puede concluir que no haya determinadas adquisiciones que sean disciplinarias, sino que éste no parece ser el motivo predominante a la hora de formular una adquisición. De hecho existen otras causas de tipo microeconómico, legal o financiero que pueden estar detrás de la pretensión de adquirir una empresa: motivos fiscales, obtener economías de escala o de alcance, poder de mercado, sinergias financieras,...

## Las consecuencias de las OPAs

En cuanto a las consecuencias que se derivan de este fenómeno financiero-empresarial, la mayor abundancia de resultados también proviene del examen de las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en las últimas oleadas en EE.UU. (véase, por ejemplo, Auerbach,

1988) y el Reino Unido. Si nos centramos en la evolución que tras la fusión o adquisición han tenido las empresas implicadas, los estudios para estas economías basadas en la información contable no permiten extraer conclusiones claras sobre el sentido positivo o negativo de la operación. Para el caso español, Alcalde y Espitia (2002)<sup>11</sup> obtienen que, para el periodo 1991-1996, las empresas objetivo no parecen experimentar, en general, una mejora en sus resultados tras la OPA.

Otra forma de enfocar las consecuencias de las ofertas de adquisición, en este caso sobre los accionistas de las empresa implicadas, es mediante el método del event study (estudio de acontecimientos) que, además de permitir evaluar la eficiencia del mercado bursátil donde se desarrollan las operaciones de adquisición, se emplean como forma de medir si las fusiones y adquisiciones han generado ganancias de capital o no. En general, los estudios obtienen que las F&A llevadas a cabo en el área estadounidense han creado valor para los accionistas de las empresas objetivo (por el incremento del precio de las acciones posterior a la operación por encima de su valor teórico), mientras que para los accionistas de las empresas adquirentes no se obtienen resultados concluyentes. Esto lleva a considerar que, en general, las fusiones y adquisiciones han generado

le permite disuadir a posibles “contendientes” que compitan con él por el control de la empresa.

### OPAs COMPETIDORAS

En efecto, en las ofertas de toma o aumento de participación puede aparecer otro grupo que tenga las mismas intenciones y lance otra OPA sobre la misma empresa “objetivo”. Son las llamadas OPAs competidoras que han ido tomando relevancia últimamente. Sin ir más lejos, este pasado año tres empresas han competido por hacerse con el control de Tele Pizza, dos por Europistas, dos (accionistas de referencia de la sociedad) por Metrovacesa, aparte de la famosa OPA de Endesa en la que Gas Natural y E.ON han luchado por conseguir ser los accionistas mayoritarios de la sociedad eléctrica española. El resultado de esta primera pugna por el control de Endesa se resuelve con el desistimiento de Gas Natural en primer lugar y, este pasado 10 de abril de 2007, el resultado negativo de E. ON que sólo alcanza el 6,01% del capital social de la sociedad objetivo. Al poco de conocer este desenlace, el 11 de abril, Acciona y Enel comunican la presentación de una OPA sobre Endesa, de la que ya poseen el 46% de sus acciones adquiri-

das en el mercado en los últimos meses<sup>(9)</sup>. Anteriormente, los casos de OPAs competidoras han sido más aislados (y menos combatidos), como se muestra en la **Tabla 1**.

Precisamente una de las modificaciones que introdujo el RD de 1991 se debía a las OPAs competidoras, en concreto a la forma de poder realizar la contraprestación, ya que con un posterior Real Decreto (RD 1676/1999) se ofrece la posibilidad de liquidar estas ofertas tanto en efectivo como en permuta, estando esta última forma anteriormente vetada ya que sólo era posible pagar con dinero.

En las ofertas en las que el adquirente quiere hacerse con el control de la empresa o aumentarlo, cabe la posibilidad de que el Consejo de Administración de la sociedad objetivo la califique de hostil. Las ofertas que, como consecuencia del “verdicto” dado por el Consejo interpelado, luego se califican como hostiles son bastante

corrientes en el mercado anglosajón. En España, no obstante, resultan más chocantes (véase el caso de la OPA de Endesa): sólo en un 10% de estos casos de OPA (desde que entra en vigor la LMV en 1989) se puede hablar de hostilidad. Ello es debido fundamentalmente a dos motivos: por una parte, a la existencia de accionistas con grandes participaciones accionariales en las empresas

cotizadas, como acabamos de mencionar, que hace muy difícil (incluso imposible) poder acceder al control sin haber pactado previamente con el Consejo de la empresa objetivo, donde está representado el grupo que tiene el control de dicha sociedad en el momento de

**El criterio de OPA a priori, así como la variada casuística que se contempla a la hora de tener que formular una OPA han actuado como un filtro tupido a la hora de regular las adquisiciones, de tal forma que difícilmente se puede adquirir el control de una sociedad sin haber lanzado previamente una OPA.**

recibir la OPA. De ahí que la mayor parte de estas OPAs sean de tipo amistoso. Por otra, al elevado número de adquisiciones en las que el propio grupo de control de la empresa objetivo es quien lanza la OPA para aumentar su participación.

### → ¿QUÉ HAY DETRÁS DE LAS OPAs?

valor (Jensen y Ruback, 1983; Jarrell, Brickley y Netter, 1988; Franks y Harris, 1993). En el caso español, los resultados para las OPAs de los event studies también concuerdan con los obtenidos en los trabajos anteriormente mencionados, aunque los rendimientos extraordinarios que obtienen los accionistas de las empresas objetivo son menores que en el caso anglosajón (Fernández y García, 1995; Fernández y Gómez, 1999).

#### ¿De dónde procede esta creación de valor?

En el ámbito académico de EE.UU. esta pregunta plantea un debate donde se cuestionan los supuestos efectos beneficiosos de estas operaciones para la eficiencia de las empresas y, por consiguiente, de la economía. Frente a la afirmación de Jensen: “el mercado de control societario está creando grandes beneficios para los accionistas y para la economía en su totalidad mediante la liberación de una enorme cantidad de recursos y permitiendo que éstos se dirijan de una forma más rápida hacia donde su empleo genera más valor” (1988, p. 23), Summers y Shleifer (1988) sostienen que no hay un incremento de la eficiencia tras una toma de control sino que el aumento de valor que obtienen los accionistas se produce a costa de los acreedores en términos generales, es decir, los obligacionis-

tas, el Estado (por los beneficios fiscales) y los trabajadores. Así, aunque tampoco parece encontrarse en los estudios empíricos un resultado definitivo sobre el efecto que las F&A tienen sobre el empleo de las empresas implicadas, la mayor parte de ellos apunta a reducciones en las plantillas. En el caso estadounidense, mientras en las operaciones hostiles se experimentan caídas en el empleo (Denis, 1994; Baghat et al., 1990), en las amistosas crece (Denis, 1994). En el caso europeo, tanto para el Reino Unido (Conyon et al., 2001) y Alemania (Köke, 2000) como para una muestra de empresas europeas (Gugler y Yurtoglu, 2004) se obtienen recortes significativos en el tamaño de las plantillas. Este también es el efecto promedio obtenido en las empresas que han sido objeto de OPA en España (Alcalde y Pérez-Soba, 2007), especialmente en las grandes sociedades. En cuanto al empleo de los directivos, Walsh y Ellwood (1991), Martin y McConnell (1991), Kennedy y Limmack (1996) y Franks y Mayer (1996), entre otros, constatan una mayor rotación en los puestos de máxima responsabilidad en las empresas objetivo tras la toma de control. ▀

(1) Nos remitimos a este trabajo para una revisión de la literatura sobre los resultados ex post de las fusiones y adquisiciones.

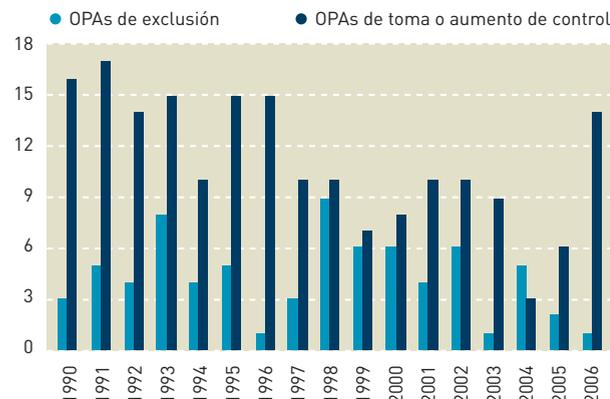
Si sólo se consideran las OPAs en las que se busca cambiar el control de la empresa objetivo, la cifra de OPAs hostiles se eleva al nada despreciable (y sorprendente) 25%. En gran parte de las ocasiones la hostilidad acaba “diluyéndose” cuando el adquirente eleva el precio de compra o varía alguna otra condición de la oferta (como la cantidad de acciones a las que se extiende). Este es el caso de la OPAs sobre Comercial Kanguros en 1991, Finzauto en 1992, Uralita en 2002 o Arcelor en 2006, entre otras. En otras ocasiones estas OPAs han fracasado, como por ejemplo la histórica OPA del Banco de Bilbao sobre Banesto en 1986, la OPA de Compañía Vinícola del Norte de España sobre Bodegas Bilbaínas en 1991 o, más recientemente, los casos de las OPAs de Vidisco y Food Service Project sobre Tele Pizza en 2006.

### OPAs DE EXCLUSIÓN

Este tipo de OPAs, cuyo fin no es el control sino abandonar el mercado bursátil, merecen una mención especial pues su número ha sido destacado a lo largo de los tres últimos lustros, especialmente en la etapa de final de siglo (**Gráfico 5**).

El principal motivo que hay tras estas OPAs es la falta de liquidez de las acciones de la empresa en Bolsa, provocada sobre todo por las elevadísimas participaciones accionariales que tiene el accionista mayoritario. En una gran parte de las ocasiones, estas participaciones son debidas a las OPAs que ha realizado previamente sobre la empresa que ahora se quiere excluir. El procedimiento en las OPAs de exclusión es de particular interés por el tipo de protección adicional que se intenta dar al accionista minoritario: ésta es, por ahora, la única causa de OPA en la que la CNMV define un precio mínimo en la oferta que debe ser objeto de autorización expresa por parte de este organismo. Esta tutela parece resultar efectiva ya que, según nuestros cálculos, en promedio, las primas pagadas en las OPAs de exclusión superan en un 10% al promedio de las primas pagadas en el resto de tipos de OPAs (en el período 1990-2005). Para evaluar esta cuantía hay que tener en cuenta que el volumen de acciones a adquirir es mucho menor que en el resto de las OPAs y que hay que

### GRÁFICO 5 Principales motivos legales para formular una OPA



Fuente: Elaboración propia a partir de la información obtenida en los folletos informativos de OPA.

remunerar al accionista por perder la posibilidad de vender en el mercado sus acciones.

### OTRAS CAUSAS DE OPA

Las adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa, otro de los motivos expuestos por los que se obliga a lanzar una OPA, no han sido especialmente relevantes durante el período analizado. Quizá el caso más notable sea el de la OPA del grupo La Caixa sobre el Banco Herrero en 1996 que desencadenó tres OPAs sobre sociedades cotizadas participadas por el Banco Herrero: la OPA sobre Inversiones Herrero, de la que el Banco poseía un 36,84% de su capital social, la OPA sobre Inmobiliaria Asturiana, participada en un 32,35% y, finalmente, la OPA sobre Valores Mobiliarios Herrero, con un 99,8% en manos del Herrero.

Las OPAs que responden a la intención de modificar los estatutos sociales por parte del adquirente y las que son el resultado de la decisión del grupo de control de la empresa de amortizar las acciones han resultado relativamente minoritarias respecto de los dos principales motivos previamente señalados.

### LA PROTECCIÓN DE LOS MINORITARIOS Y LA REFORMA DE 2003

Pero las razones por las que un adquirente está obligado a lanzar una OPA no terminan con estas causas. En 2002 los medios de comunicación llaman la atención sobre la venta “privada” de paquetes

accionariales relevantes de Vallehermoso (el 24,5% de su capital social) y Dragados (23,5%) que el BSCH hace a Sacyr y ACS, respectivamente, y la venta del 23,9% de Metrovacesa que el BBVA hace a Bami, todas ellas con unas primas muy elevadas (superiores al 30%). Estas ventas, al quedar fuera del ámbito de aplicación de la legislación, por ser inferiores al 25% del capital social, esquivaban la participación de

los accionistas minoritarios en la negociación del traspaso del control entre las partes compradora y vendedora, lo que podía considerarse que iba en contra del “espíritu” de la legislación sobre OPAs.

A raíz de la marejada que produjeron en la opinión pública estas transacciones de control, se promueve desde el gobierno una reforma (RD 432/2003) que tiene como fin incluir una nueva causa de OPA obligatoria a las expuestas en el RD de 1991. El criterio ahora es más de tipo cualitativo en cuanto al control pues la obligatoriedad de lanzar una OPA se basa no sólo en un porcentaje de capital social (participación significativa) sino en el control efectivo de la empresa, medido por el número de consejeros que le puedan representar en el Consejo de Administración de dicha sociedad. Hasta el momento, es difícil encontrar OPAs de este tipo ya que es especialmente problemático establecer realmente el grado de autonomía de los consejeros independientes. Quizá pueda servir de ejemplo la oferta del Banco Santander-Central-Hispano sobre CEPSA del año 2003.

### LA DIRECTIVA DE OPAs Y SU TRANSPOSICIÓN AL DERECHO ESPAÑOL

Finalmente, en el recorrido legal sobre las ofertas de adquisición, se aprueba en 2004 la Directiva sobre OPAs (Directiva 2004/25/CE) tras veinte años de negociaciones desde que la Comisión anunciara en su Libro Blanco la intención de elaborar una propuesta de Directiva que armonizara las

disposiciones que cada país miembro tenía sobre estas ofertas, y quince años desde la presentación de la primera propuesta de Directiva. En Ferrarini *et al.* (2004) pueden encontrarse los aspectos más recientes del debate que ha guiado esta reforma. El objetivo de estas directrices es fijar unos principios mínimos para el desarrollo de estas ofertas en el ámbito comunitario “a fin de proteger los intereses tanto de los socios como de terceros”. La transposición a la legislación española, aprobada el pasado 29 de marzo en el Congreso,



tendrá, sin duda, repercusiones.

Una de las principales diferencias consiste en que la legislación española vigente (ya con fecha de vencimiento) parte del principio de la intencionalidad, esto es, se obliga a seguir el procedimiento de OPA a aquellos

que pretenden tomar o aumentar su participación en la sociedad objetivo, mientras que en la legislación comunitaria, y ahora en la española, las OPAs son *a posteriori*, es decir, la obligación de formular una OPA se produce una vez que ya se posee una determinada participación significativa. Ya en su día,

cuando se debatió la legislación española y las propuestas de directivas europeas que han ido presentándose, se pusieron de relieve ciertos inconvenientes sobre las OPAs *a posteriori* como pueden ser la dificultad real de limitar las actuaciones del órgano de administración cuando éste ya cuenta con el control, o el menor contenido informativo que pueda ofrecer el informe que elaboren exponiendo su opinión sobre la oferta.

También es especialmente importante destacar

de la nueva legislación, que entrará en vigor en agosto, la definición del precio equitativo en una OPA, como forma de proteger a los accionistas en este tipo de ofertas *a posteriori* en las que, como acabamos de mencionar, los adquirentes poseen en el momento de lanzar la oferta un determina-

## Inmobiliarias y Bancos las empresas más demandadas

### ANÁLISIS SECTORIAL DE LAS OPAs 1983-2006

Desde el punto de vista sectorial, es destacable la preeminencia de las OPAs entre sociedades que se encuentran desarrollando sus actividades en sectores relacionados. Así, el 74% de las OPAs son de tipo relacionado (horizontales y verticales) y un 23% de tipo conglomerado. De ahí que resulte probable que una de las causas principales a la hora de decidir llevar a cabo una OPA sea el de ganar economías de escala o poder de mercado.

Los sectores que más OPAs han recibido y en los que más recursos financieros se han invertido para adquirir sus empresas a lo largo del periodo 1983-2006 son, según la clasificación sectorial que hace la Bolsa de Madrid, el de Servicios Financieros e Inmobiliarias y el de Materiales Básicos, Industria y Construcción (**Gráficos 6 y 7**).

Las OPAs en el sector de los Servicios Financieros e Inmobiliarias son las más numerosas: algo más de 130 OPAs a lo largo de estos veintitrés últimos años. Las sociedades inmobiliarias, los bancos y las sociedades de inversión mobiliaria han sido, en este orden, las más demandadas. Entre ellas presentan varias diferencias: casi todas las OPAs sobre las sociedades de inversión (SICAV) se llevan a cabo hasta 1996, con especial intensidad en 1988 cuando el por entonces Banco de Santander y Banesto lanzan cinco ofertas cada uno sobre sociedades suyas de cartera para aumentar su participación con carácter defensivo. Las inmobiliarias y los bancos han sido obje-

to de una demanda sostenida a lo largo de la etapa que analizamos, aunque la compra de empresas inmobiliarias presenta puntualmente una mayor intensidad en 1993 y 2006 mientras que en los bancos ésta se extiende al período 1993-1998. Las causas que hay detrás de las OPAs también difieren en el sector: así como las sociedades de inversión han sido adquiridas principalmente para aumentar la participación de los accionistas mayoritarios, en los bancos es especialmente llamativa la cantidad de OPAs de exclusión que hay (el 50% de las OPAs efectuadas en el subsector). Respecto de las inmobiliarias, la toma del control y el aumento de la participación tienen una importancia parecida. También es de destacar el escasísimo peso de adquirentes extranjeros en las OPAs sobre sociedades de inversión e inmobiliarias, siendo algo mayor en los bancos, aunque su fin suele ser excluir de la cotización sus filiales en España. Finalmente, los bancos son el subsector que mayor cuantía de recursos ha absorbido en las diferentes operaciones de adquisición: el 56% de los recursos empleados en las OPAs del sector de Servicios Financieros e Inmobiliarias. Sin embargo, es preciso señalar que la mitad de esta cuantía se debe a la OPA sobre Banesto en 1998.

#### El sector que más recursos financieros ha movido

Dentro del sector de Materiales Básicos, Industria y Construcción

do grado de control, que en el caso español se ha fijado en el 30% de los derechos de voto o controlar más de la mitad del Consejo de administración. Según el artículo 5.3 de la Directiva comunitaria, “se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce”. La nueva legislación española ha optado por el plazo de doce meses, lo que, según nuestra opinión, permitirá reflejar mejor las tomas de posición en el mercado de control. No obstante, consideramos que será difícil que, cuando se efectúen OPAs tras la venta privada de participaciones elevadas de control mediante tomas de razón o aplicaciones, los compromisos y acuerdos entre las dos partes interesadas se vayan a extender totalmente al resto de los accionistas que ya no otorgan el control efectivo. Como afirma San Sebastián (1996, pág. 515), puede suceder que “el

precio de la prima de control no se forme bien o, lo que es peor, que se falsee hacia el exterior”.

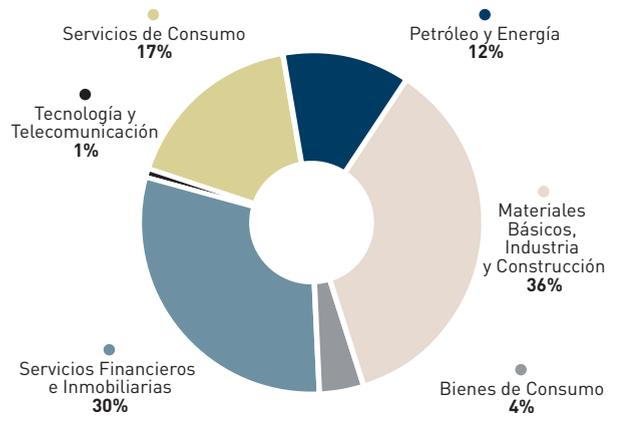
Otro cambio va a ser la desaparición de las OPAs parciales, excepto para el caso de las OPAs voluntarias. Ello puede ocasionar un encarecimiento de las adquisiciones ya que la cantidad que potencialmente se debe adquirir es mayor (hasta el 100%). Este inconveniente tendría, en principio, la contrapartida de que se desincentivarían las OPAs ineficientes. Por otra parte, es previsible que, al desaparecer las OPAs parciales, aumenten el número de sociedades que se excluyan tras una OPA, dada la renuencia de los adquirentes a poner en el mercado, tras la OPA, parte de las acciones adquiridas en la oferta para garantizar la liquidez de la sociedad. En referencia a ello, otro de

los cambios en la nueva legislación sobre OPAs, que aun no ha entrado en vigor, es la obligatoriedad de realizar una OPA de exclusión en caso de querer abandonar el mercado bursátil, excepto si la CNMV dispensa de ello a la sociedad, régimen contrario al actual en el que la CNMV es quien decide si se debe o no formular la oferta para excluirse.

Finalmente, como novedad en nuestro mercado se introducen las ventas forzosas (*squeeze out*) y las compras forzosas (*sell out*). Por la primera, el adquirente podrá obligar a los accionistas minoritarios a vender sus acciones de la sociedad una vez que, tras la OPA, haya alcanzado al menos el 90% del capital social; por la segunda, se reconoce el derecho a los minoritarios de que sean ellos los que soliciten

la compra forzosa de sus acciones a los oferentes. Un artículo teórico clásico sobre esta materia es el de Yarrow (1985).

**GRÁFICO 6**  
Volumen de recursos financieros empleados en las OPAs según el sector de la empresa adquirida



destacan las OPAs en los subsectores de Materiales de Construcción (el 33% de las OPAs del sector y el 40% del coste de las OPAs) y Minerales, Metales y Transformados (el 24% de las OPAs y el 34% del coste de las adquisiciones en el sector). En el primero de ellos sobresalen las adquisiciones realizadas en la primera parte de la década de los noventa sobre las sociedades cementeras debidas, en gran medida, a la entrada de empresas de la Comunidad Europea (sobre todo francesas) en el sector y al reforzamiento (defensivo) de las posiciones accionariales que hacen los accionistas nacionales. Posteriormente, la mayor parte de las OPAs han sido para excluir estas empresas de la cotización bursátil. En el subsector de Minerales, Metales y Transformados destacan las OPAs sobre las empresas de aceros, que son de las más tempranas pues empiezan en 1987 con la reordenación del sector, fomentada desde el Sector Público, y continúan a menor ritmo a lo largo del período, aunque aumentando la escala, como en el caso de la OPA de Mittal Steel sobre Arcelor en 2006.

#### Alimentación y Bebidas dominan en el sector de consumo

Más de la mitad de las OPAs del sector de Bienes de Consumo se debe a las adquisiciones de sociedades del subsector de la Alimentación y Bebidas. Este subsector también se ha visto afectado, co-

mo en el caso precedente, por el aumento del tamaño relativo del mercado y el incremento de la competencia que se derivaron de la incorporación de España a la CEE. Por una parte, a la característica organización familiar de

estas empresas se le acaba planteando el dilema de crecer (incrementando su riesgo de perder el control de la empresa al tener que acudir a otros inversores para ampliar sus fuentes de financiación) o vender la empresa para que ésta pueda sobrevivir en el nuevo entorno. Es significativo 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 familias, generalmente las fundadoras de la empresa, vendiendo dicho control. Otro de los rasgos relevantes de estas OPAs es la importancia que han tenido los compradores extranjeros en estas operaciones ya que éstas les permiten adquirir una cuota de mercado y beneficiarse de la existencia de materias primas y mano de obra relativamente baratas. Al tiempo que una parte de los accionistas familiares salen de sus empresas y se produce la entrada de inversión extranjera, se pro-

## CONCLUSIONES

El mercado de control mediante OPAs cumple ya casi un cuarto de siglo de existencia. A lo largo de este periodo se puede apreciar cómo ha ido madurando en algunos aspectos: las OPAs competidoras se han ido normalizando, la hostilidad de algunas operaciones (término que incluso se ha hecho popular) es más frecuente de lo que cabía sospechar, todo lo cual indica la existencia de un segmento del mercado que es competitivo, a pesar de lo concentrado de la estructura accionarial y la consiguiente existencia de pactos entre compradores y vendedores de control. También es destacable cómo, una vez transcurrido el proceso de incorporación a los mercados europeos, el peso de los adquirentes nacionales y extranjeros es actualmente parecido, en promedio.

En efecto, desde el punto de vista del marco económico y regulativo hay dos hechos que han impulsado el desarrollo de las OPAs en España. Por una parte, la in-

corporación de nuestra economía en 1986 a la Comunidad Económica Europea que ocasiona un aumento del tamaño relativo del mercado y la competencia. A partir de entonces se producen movimientos en el mercado de control español tanto de entrada de adquirentes extranjeros como de “defensa” por parte de las sociedades nacionales, que “blindan” el control en sus propias empresas y en sus filiales cotizadas. Una buena parte de las OPAs llevadas a cabo en los subsectores de Materiales de Construcción, Alimentación y Bebidas o Minerales, Metales y Transformados son reflejo de estos movimientos. La posterior incorporación a la Unión Europea en 1992 refuerza esta tendencia. El otro hecho relevante ha sido la regulación del mercado de valores. Con la Ley del Mercado de Valores de 1988 y el posterior Real Decreto de 1991 se marca un antes y un después en las

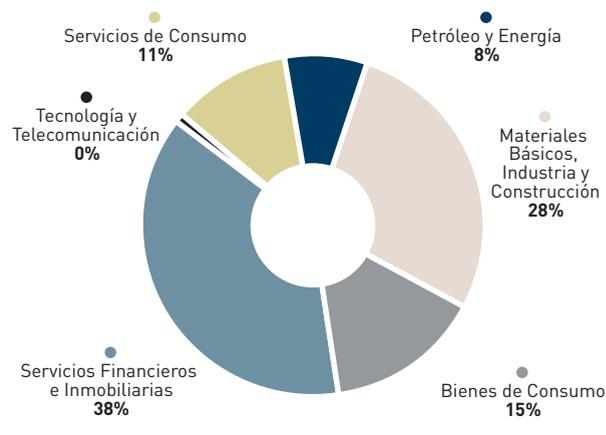
OPAs en España. El criterio de OPA *a priori*, así como la variada casuística que se contempla a la hora de tener que formular una OPA han actuado como un filtro tupido a la hora de regular las adquisiciones, de tal forma que difícilmente se puede adquirir el control de una sociedad sin haber lanzado previamente una OPA. Muy posiblemente sea la transposición de la Directiva Europea a la legislación española el otro hito que haya que considerar en el futuro por las importantes transformaciones que implica, tanto por cambiar al criterio de OPA *a priori*, como por la introducción del concepto de precio equitativo. Las compras y ventas forzosas también conllevarán cambios en las estrategias de adquirentes y accionistas de las sociedades objetivo. ▀

### → ANÁLISIS SECTORIAL DE LAS OPAS 1983-2006

duce un movimiento “defensivo” de las empresas nacionales (buena parte de ellas también familiares) en la medida en que se pactan OPAs y se llevan a cabo fusiones con el fin de ganar tamaño frente a la competencia de las grandes multinacionales foráneas de la alimentación. Como ejemplo, cabe citar la OPAs en el año 2000 de Campofrío sobre OMSA o la integración de Koipe en el grupo de SOS Cuétara en el año 2003. También es de destacar las numerosas OPAs de exclusión de empresas relativamente pequeñas de tipo familiar y de filiales o empresas participadas de multinacionales extranjeras. Estos son los casos de Unión Cervecera en 1992, adquirida mediante OPA por Cruzcampo (del grupo Heineken) en 1991; la empresa también cervecera San Miguel, que fue objeto de tres OPAs (en 1994, 1995 y 1996) por parte del grupo de alimentación francés General Agroalimentarie, que la excluye de la cotización en 1997; Conservas Garavilla, que se excluye en 1998; Bodegas y Bebidas (antigua 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.

Finalmente, es de destacar el poco peso de este sector en el volumen de recursos financieros empleados en la adquisición de estas empresas. La explicación puede estar en el pequeño tamaño relativo de las sociedades objetivo, así como en la importancia de las OPAs de exclusión, cuyo volumen de gasto es reducido dado el limitado número de acciones a las que se dirigen, por definición, estas adquisiciones.

**GRÁFICO 7**  
**OPAs (%) por sectores de las sociedades adquiridas**



### Las compañías eléctricas reinas del sector energético

En el sector Petróleo y Energía destacan las OPAs sobre las sociedades eléctricas (el 71% de las OPAs y el 80% del coste de las ofertas sobre el sector) que, desde 1991 en que se inicia el reordenamiento del sector con el fin de ganar economías de escala, no han cesado de recibir ofertas desde empresas del mismo sector, con Endesa a la cabeza (Electra de Viesgo en 1991, Sevillana de Electricidad y FECSA en 1991 y 1996, Saltos del Nansa en 1992 y 1994). El hecho distintivo desde el año 2000 es que algunas de las OPAs las lanzan empresas de otros sectores (por ejemplo, la OPA del holding Ferroatlántica sobre Hidrocantábrico en 2001 o la de la constructora ACS sobre Unión Fenosa en 2006) y otros países (las alemanas RWE y E.ON sobre Hidrocantábrico y Endesa, respectivamente, que finalmente no prosperan).

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Agrawal, A. y Jaffe, J.F. (2003):** "Do Takeover Targets Underperform? Evidence from Operating and Stock Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38, 4, pp. 721-747.
- Alcalde, N. y Espitia, M. (2002):** "Análisis ex post de la influencia de las OPAs en el performance de las empresas adquiridas", *Moneda y Crédito*, 215, pp. 11-42.
- Alcalde, N. y Espitia, M. (2003):** "The Characteristics of Takeover targets: The Spanish Experience 1991-1997", *Journal of Management and Governance*, 7, pp. 1-26.
- Alcalde Fradejas, N. y Pérez-Soba Aguilar, Inés (2007):** "Influencia de las ofertas públicas de adquisición sobre el empleo de las empresas adquiridas: un análisis empírico", *Investigaciones Económicas*, XXXI (1), pp. 5-42.
- Arranz Pumar, G. (1992):** "El proyecto de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición y la normativa española. Un enfoque comparado", en J. L. Urquijo; J. M. Moreno-Luque, y Alonso, A. (eds.) *La lucha por el control de las grandes sociedades: las ofertas públicas de adquisición*, Deusto, Bilbao, pp. 67-88.
- Bebchuk, L. A. (1994),** "Efficient and inefficient sales of corporate control", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, n.4, pp. 957-993.
- Bhagat, S., A. Shleifer y R.W. Vishny (1990),** "Hostile Takeovers in the 80s: The Return to Corporate Specialization", *Brookings Papers: Microeconomics*, pp. 1-85.
- Canyon, M.J., G. Sourafel, S. Thompson y P.W. Wright (2001),** "Do Hostile Mergers Destroy Jobs?", *Journal of Economic Behavior and Organization* 45, pp. 427-440.
- Denis, D.K. (1994),** "Evidence of the Effects of Hostile and Friendly Tender Offers on Employment", *Managerial and Decision Economics* 15, pp. 341-357.
- Ferrari, G., Hopt, K.J., Winter, J. y Wymeersch, E. (eds) (2004),** *Reforming Company and Takeover Law in Europe*, Oxford University Press, Oxford.
- Forstinger, C.M. (2002),** *Takeover Law in the EU and the USA: A comparative Analysis*, Kluwer Law International, Boston.
- Franks, J. y Harris, R. (1993):** "Shareholder Wealth Effects of UK Take-overs: Implications for Merger Policy", en M. Bishop y J. Kay (eds.) *European Mergers and Merger Policy*. Nueva York: Oxford University Press, págs. 134-161.
- Franks, J. y Mayer, C. (1996):** "Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure". *Journal of Financial Economics*, nº 40, págs. 163-181.
- Gugler, K. y B.B. Yurtoglu (2004),** "The effects of mergers on company employment in the USA and Europe", *International Journal of Industrial Organization* 22, pp. 481-502.
- Jarrel, G.A.; Brickley, J.A. y Netter J.M. (1988):** "The Market for Corporate Control". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, nº 1, invierno, págs. 49-68.
- Jensen, M.C. (1988):** "Takeovers: Their Causes and Consequences". *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, nº 1, invierno, págs. 21-48.
- Jensen, M.C. y Ruback, R.S. (1983):** "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5-50.
- Kennedy, V.A. y Limmack, R. J. (1996):** "Takeover Activity, CEO Turnover, and the Market for Corporate Control". *Journal of Business, Finance and Accounting*, 23 (2), pág. 267-285.
- Köke, J. (2000):** Control Transfers in Corporate Germany: Their Frequency, causes and Consequences, Mannheim: ZEW Discussion Paper nº 00-67.
- Manne, H.G. (1965):** "Mergers and the Market for Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 73, pp. 110-120.
- Martin, K.J. y McConnell, J.J. (1991),** "Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover", *The Journal of Finance*, 46(2), pp. 671-687.
- Martynova, M. y Renneboog, L. (2005):** *Takeover waves: The Triggers, performance and motives*, Working Paper European Corporate Governance Institute.
- Martynova, M. y Renneboog, L. (2006):** *Mergers and Acquisitions in Europe*, Finance Working Paper, Nº 114/2006, January, European Corporate Governance Institute.
- Márquez de la Cruz, E. y Pérez-Soba Aguilar, I. (2006):** "Las empresas de Alimentación y bebidas en la Bolsa Española", *Distribución y Consumo*, nº 87, mayo-junio, pp. 39-50.
- Sánchez Andrés, A. (1992):** "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española" en J. L. Urquijo; J. M. Moreno-Luque y A. Alonso (eds.) *La lucha por el control de las grandes sociedades: las ofertas públicas de adquisición*. Bilbao: Deusto, pp. 3-16.
- Sánchez Calero, F. (1993):** "Introducción", en Sánchez Calero, F. (dir.) *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs): comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991*. Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, pp. 11-25.
- Vázquez, C.J. (1992):** "Perfil característico de las empresas españolas objetivo de fusiones", *Investigaciones Económicas*, 16 (3), pp.489-499.
- Walsh, J.P. y Ellwood, J.W. (1991):** "Mergers, Acquisitions and the Pruning of Managerial Deadwood". *Strategic Management Journal*, 12, pp. 201-217.
- Yarrow, G. K. (1985):** "Shareholder Protection, Compulsory Acquisition and the Efficiency of the Takeover Process", *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 34, 1, pp. 3-16.
- Zurita y Sáenz de Navarrete, J. (1988):** "La oferta pública de adquisición: génesis, alcance, contenido y problemas de la normativa vigente". *Papeles de Economía Española*, nº 36, pp. 113-139.
- Shleifer A. y Summers, L.H. (1988),** "Breach of Trust in Hostile Takeovers". en A. J. Auerbach (Ed.) *Corporate takeovers: Causes and consequences*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 33-69.

## NOTAS

- (1) Hay antecedentes, tal y como señalan Sánchez Calero (1993) y Zurita (1988), en 1967 con el Reglamento de las Bolsas de Comercio donde se otorgan facultades a las Juntas sindicales de las Bolsas para establecer determinados procedimientos ante ofertas o demandas excepcionales en las Bolsas; en 1970 con un borrador de anteproyecto; un proyecto de Decreto en 1972 (basado en el anterior borrador) y las propuestas del Informe de una comisión para el estudio del mercado de valores de 1977 que se publica en 1978.
- (2) Esto es algo que ha estado en el ánimo del legislador desde el comienzo pues ya en una norma contenida en el proyecto del RD 279/1984 se proponía que quien hubiese obtenido una participación significativa al margen de lo que el RD dictaba tendría que realizar una OPA a los restantes accionistas, y a un precio que superase en un 10% al de cotización. De esta manera se pretendía imponer una sanción especial "para paliar las consecuencias de la falta de respeto a la normativa" (Zurita, 1988).
- (3) Previamente, el 3 de abril, E. ON había comunicado su pacto con Enel y Acciona sobre la venta de activos de Endesa por parte de la coalición entre la constructora y la eléctrica italiana a la alemana, si logran hacerse definitivamente con el control. ▀