



Universitat d'Alacant
Universidad de Alicante

Facultat de Dret
Facultad de Derecho

FACULTAD DE DERECHO

**GRADO EN DERECHO Y ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN
DE EMPRESAS**

TRABAJO FIN DE GRADO

CURSO ACADÉMICO 2014-2015

TÍTULO:

**LA REGULACIÓN JURÍDICA DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE
VENTA Y SU APLICACIÓN AL CASO DE AENA**

AUTOR:

ALEJANDRO ABAD ALGARRA

TUTOR ACADÉMICO:

Dra. Dña. NURIA FERNÁNDEZ PÉREZ

ÍNDICE

I.	INTRODUCCIÓN	3
	El afán tuitivo del inversor como origen de la regulación legal de las Ofertas Públicas de Venta	3
II.	RÉGIMEN JURÍDICO Y ASPECTOS ECONÓMICOS.....	7
1.	La toma de la decisión: salir a bolsa. Formas de hacerlo	7
2.	Valoración de la empresa y del entorno: aspectos económicos y estratégicos	10
3.	Bandas de precios y tramos	11
4.	Requisitos previos a la realización de la OPV	12
4.1.	Requisitos de idoneidad relativos al emisor	12
4.2.	Requisitos de idoneidad relativos a los valores	15
4.3.	<i>Due diligence</i> o auditoría. La <i>Comfort letter</i>	18
4.4.	Requisitos relativos a la aportación de documentos	19
5.	Sujetos intervinientes en una OPV	20
6.	El folleto informativo	24
6.1.	El resumen o nota de síntesis.....	24
6.2.	Formato y estructura del folleto, suplementos e idioma.....	25
6.3.	Aprobación, registro y publicación	28
6.4.	Excepciones a la obligación de publicar un folleto	30
6.5.	Responsabilidad por el folleto	30
7.	Publicidad.....	32
8.	Admisión a negociación	33
9.	Cronología	33
10.	Aspectos fiscales, costes y tarifas.....	35
III.	DESARROLLO DE LA OPV DE AENA.....	36
1.	La decisión del Consejo de Ministros	36
2.	Valoración de la compañía, tramos y bandas de precios.....	37
3.	Requisitos previos a la realización de la OPV	40
3.1.	Requisitos de idoneidad relativos al emisor	40
3.2.	Requisitos de idoneidad relativos a los valores	42
3.3.	<i>Due diligence</i> o auditoría. La <i>Comfort letter</i>	42
3.4.	Requisitos relativos a la aportación de documentos	43
4.	Sujetos intervinientes en la OPV	43

5. El folleto informativo	44
5.1. El resumen o nota de síntesis.....	45
5.2. Formato y estructura del folleto, suplementos e idioma.....	45
5.3. Aprobación, registro y publicación	46
6. Publicidad.....	46
7. Admisión a negociación	47
8. Calendario de la operación	48
9. Gastos de la oferta	49
IV. REFLEXIONES FINALES	51
V. BIBLIOGRAFÍA	52

I. INTRODUCCIÓN

El afán tuitivo del inversor como origen de la regulación legal de las Ofertas Públicas de Venta

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (en adelante, LMV) recoge en su exposición de motivos, a modo de inicio a la regulación general de las Ofertas Públicas de Venta (en adelante, OPVs) en su Título III, una serie de principios de protección de los intereses de los inversores. Así, en su punto 4, señala que: “...*para defender los intereses de los inversores, se exige la comunicación a la Comisión [Nacional del Mercado de Valores] de los proyectos de emisión, con publicidad de los mismos, el registro en aquélla del folleto informativo de la emisión y la existencia previa de una auditoría de cuentas de los estados financieros del emisor*”, encomendando esta protección, por otro lado, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV) en su art. 13: “*La CNMV velará por (...) la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines*”.

Pero, ¿qué se entiende por inversor? “Inversor es aquella persona física o jurídica que se dedica de forma habitual a aplicar sus recursos financieros a la adquisición de activos o títulos, esperando obtener con su posterior enajenación una rentabilidad¹ a través de la colocación de dinero en un negocio de explotación sometido a riesgo². Concretamente, y en lo que a nuestro estudio respecta, inversor es aquél que destina parte de sus recursos a la adquisición de valores mobiliarios que se encuentran o cuyo fin es que sean admitidos a cotización en un mercado secundario (transformándose en accionista); es decir, se convierte en inversor financiero pues coloca en el mercado financiero excedentes de renta no consumidos a través de la adquisición de activos financieros³. Estos valores mobiliarios representan partes alícuotas, indivisibles y acumulables del capital social de una sociedad anónima (art. 90 Ley de Sociedades de Capital). Por ello, “el titular de acciones pasa a convertirse en socio de la sociedad por su aportación de capital e inversor si sus objetivos se dirigen a la consecución de una alta rentabilidad económica”⁴.

¹ SANTANDREU, E. *Diccionario de términos financieros*. Barcelona, Granica, 2002. p. 118.

² FERNÁNDEZ PÉREZ, N. *La protección jurídica del accionista inversor*. Elcano, Aranzadi, 2000. p. 48

³ *Ibidem*

⁴ *Ibid.*, p. 41

Es en este momento cuando surge una colisión manifiesta de intereses. Por un lado nos encontramos con la entidad empresarial, cuyo fin principal es captar recursos externos para financiarse, y que dispone de toda la información relevante acerca de su evolución y estados financieros. Por otro lado aparece el accionista inversor, con una información limitada sobre la empresa, y cuyos intereses se resumen en tres: seguridad, liquidez y rentabilidad de la inversión⁵. Y junto a estos aparece el Estado como garante de estabilidad y transparencia en el Mercado de Valores, y de protección del inversor (Exposición de motivos de la LSC, apartado IV).

Merece, visto lo anterior, una especial atención la figura del accionista inversor por cuanto su posición en el entramado de relaciones que se dan en el Mercado de Valores es de inferioridad al resto de participantes. El número de inversores que acceden a la bolsa en la actualidad se ha incrementado y diversificado. Ya no sólo encontramos inversores cualificados sino también pequeños ahorradores⁶ cuyos conocimientos sobre el mercado financiero son más limitados⁷ y son merecedores de una especial protección. Por tanto, es relativamente sencillo para el oferente de estos activos financieros convencer al inversor potencial de la bondad de sus activos, pudiendo utilizar técnicas engañosas⁸ o que sorprendan su buena fe⁹. El inversor adquiere entonces una relevancia similar a la del consumidor si bien para algunos autores no se le protege por la ordenación del mercado de valores como tal, aunque las normas de protección del inversor puedan llegar a ser prácticamente análogas a las de protección del consumidor¹⁰.

⁵ *Ibíd.*, p. 50

⁶ A modo de ejemplo, en los tres primeros trimestres de 2014, las familias (pequeños ahorradores) residentes en territorio español representaron un 54,41% del total de inversores en la suscripción de capital en ofertas públicas de suscripción frente a los inversores cualificados e institucionales <<https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/Estadisticas-Mercados-Primarios.aspx>> Consultado el 01-03-2015.

⁷ *Ibíd.*, p. 40.

⁸ Véase, en este sentido, los Fundamentos de Derecho de la Sentencia núm. 18/2015 de 2 de febrero del Juzgado de Primera Instancia núm. 27 de Valencia junto con los de la SAP Asturias (Sección 5ª) núm. 78/2015 de 23 de marzo; relativos a la Oferta Pública de Suscripción realizada por Bankia SA.

⁹ RUIZ DE VELASCO, A. “La protección del inversor”. *Cuadernos de Estudios Empresariales* 7 (1997), pp. 432.

¹⁰ ZUNZUNEGUI PASTOR, F. “Aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores”, en Sergio Rodríguez Azuero, Erick Rincón Cárdenas y Juan Jacobo Calderón Villegas (dirs.) *Temas de Derecho Financiero Contemporáneo*. Bogotá, Universidad del Rosario, 2006, pp. 204.

Por ello, la protección del inversor se realiza, básicamente, a través de la exigencia de difundir información acerca de los riesgos derivados de la inversión¹¹, no así del atractivo económico de la misma (art. 24.1 RD 1310/2005) así como de la idoneidad del emisor¹²; imponiéndoseles a estos inversores la obligación de actuar en el mercado de valores a través de las Empresas de Servicios de Inversión (en adelante, ESIs) de modo que reciban una correcta tutela de este intermediario financiero convirtiéndose en “inversores informados”¹³ pues éstas habrán de actuar con el deber de diligencia y lealtad que les es exigible como comisionistas¹⁴. El derecho de información del accionista ha dado paso a un deber de información por parte de la entidad emisora, ya no sólo al accionista, sino al público potencial en general¹⁵.

El requisito de idoneidad del emisor se ve satisfecho por la exigencia de que el mismo esté válidamente constituido de acuerdo con la normativa del país en que esté domiciliado (art. 8.2 RD 1310/2005), requisito que se complementa con el de información en una triple vertiente: la aportación a la CNMV de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y los valores al régimen jurídico que les sea aplicable, sus cuentas anuales auditadas, y un folleto informativo de la emisión que tendrá que ser publicado (art. 11 RD 1310/2005 y 26 LMV). A través de estas exigencias se pretende que el inversor adquiera la información fundamental sobre la emisión y decidir acerca de las ofertas de valores que le conviene seguir examinando (art. 4 letra / RD 1310/2005 modificado por el RD 1698/2012), sin necesidad de una autorización administrativa previa (art. 25.1 LMV).

De esta forma se desarrolla una extensa normativa recogida tanto en la LMV (y otras leyes relacionadas como la Ley de Sociedades de Capital) como en sendos Reales Decretos y Reglamentos y Directivas Comunitarios que imponen obligaciones a los emisores de valores con el fin último de proteger los intereses de los inversores en el mercado de valores.

¹¹ FÉRNANDEZ PEREZ, N. *La protección jurídica...* Op. cit., p. 50 y ZUNZUNEGUI PASTOR, F. “Aproximación a la protección...”. Op. cit., p. 196.

¹² GALLEGU SÁNCHEZ, E. *Derecho Mercantil. Parte segunda*. Valencia, Tirant Lo Blanch, 2012. p. 302.

¹³ ZUNZUNEGUI PASTOR, F. “Aproximación a la protección...”. Op. cit., p. 197.

¹⁴ STS (Sala de lo Civil) nº 28/2003 de 20 de enero, citado en ZUNZUNEGUI PASTOR, F. “Aproximación a la protección...”. Op. cit., p. 199.

¹⁵ FÉRNANDEZ PEREZ, N. *La protección jurídica...* Op. cit., p. 275

El objetivo de este trabajo es, por tanto, recoger toda esta regulación de forma sistemática para con ello analizar cuál es el régimen jurídico de las OPVs, haciendo hincapié no sólo en aspectos jurídicos sino también económicos y recomendaciones; para posteriormente aplicar este esquema a la OPV realizada por Aena a principios del año 2015 y así constatar la sujeción al régimen jurídico que le es aplicable. Para ello nos hemos servido de monografías y artículos publicados tanto en revistas jurídicas como en diarios; junto con información divulgativa que procede de la CNMV y las Bolsas de Valores para las cuestiones prácticas. Asimismo, también hemos consultado el folleto informativo de la OPV de Aena, y sus Estatutos sociales y Reglamento de la Junta General de Accionistas. Por último, no se hace especial énfasis en fuentes jurisprudenciales en tanto nos encontramos ante un mercado primario judicialmente poco conflictivo donde los litigios entre inversores y emisores no suelen ser comunes¹⁶.

¹⁶ CASIMIRO, L. M. y LARA, R. “La contratación en el mercado primario”, en Ana Belén Campuzano, Fernando Conlledo y Ricardo J. Palomo (dirs.): *Los mercados financieros*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2013, pp. 649.

II. RÉGIMEN JURÍDICO Y ASPECTOS ECONÓMICOS

1. La toma de la decisión: salir a bolsa. Formas de hacerlo

La decisión de salir a bolsa para una empresa que todavía no cotiza en ella es trascendental, pues supone que ésta se va a abrir al mercado de valores a través de un sistema que facilita en gran medida la compraventa de los títulos que en él se van a negociar. Implica la venta de parte (o la totalidad) de la compañía al público inversor, pasando a formar parte de índices bursátiles y de carteras en manos de inversores de todas las clases. Tan importante es esta decisión que no sólo se cumplen requisitos legales y formales; sino también otros de carácter económico (como la valoración de la empresa o del mercado).

Es preciso elegir el momento idóneo para hacerlo. Una vez que la empresa anuncie su salida a bolsa, una serie de sujetos, entre los que se encuentran las Empresas de Servicios de Inversión, comenzarán a valorar, paralelamente a la entidad, su potencial de éxito o fracaso: si las acciones sufrirán una revalorización cuando comiencen a cotizar en el parqué, o si por el contrario experimentarán una caída en los precios por estar sobrevaloradas. Y en este proceso tendrá especial relevancia la situación del mercado, pues acontecimientos externos a la empresa pueden llevar a un fracaso en la operación¹⁷. De ahí que la empresa lleve a cabo un importante análisis macroeconómico a partir de matrices DAFO y análisis PESTEL antes de tomar la decisión (ver apartado segundo).

Por otro lado, varios son los motivos que pueden llevar a una empresa a tomar esta decisión, desde razones económicas hasta otras relacionadas con la imagen corporativa. Entre ellos, podemos destacar los siguientes:

- **Captación de recursos:** una compañía necesitada de recursos para acometer una inversión (a corto o largo plazo) puede encontrar en la bolsa una oportunidad para obtener fondos (que pueden ser públicos o privados) a partir del correspondiente aumento de capital social y posterior admisión a cotización en un mercado secundario¹⁸. Además, una vez que la empresa ya

¹⁷ HORMIGOS, A. “Comenzar a cotizar en bolsa o no, esa es la cuestión”. *El Economista* (04-12-2014), p. 27.

¹⁸ ÁLVAREZ OTERO, S. *La valoración de las ofertas públicas iniciales*. s.l., Universidad de Oviedo, 2000. p. 14.

ha emitido acciones en bolsa, las sucesivas emisiones resultan más fáciles y baratas debido a la descarga de obligaciones formales a la sociedad cotizada¹⁹. Esta actuación se conoce con el nombre de Oferta Pública de Suscripción (en adelante, OPS).

- **Desinversión:** la bolsa de valores constituye un medio apropiado para que los accionistas de una sociedad puedan enajenar sus valores con distintas finalidades: desde la privatización de una empresa pública hasta la continuación de una empresa familiar. Así, esta técnica ha resultado ser con el tiempo la más idónea para colocar entre inversores privados acciones procedentes de empresas públicas²⁰. En este caso, no se produce un aumento de capital por parte de la empresa, sino que se transmiten acciones ya existentes. Esta operación es conocida con el nombre de Oferta Pública de Venta (en adelante, OPV). Dedicaremos especial atención a esta figura jurídica por cuanto se corresponde con el modelo seguido por la mercantil Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea (Aena) de la cual nos encargamos en la segunda parte de este trabajo.
- **Mejora de la imagen corporativa:** el cumplimiento de los requisitos que exige la ley para admitir a negociación los valores refuerzan la imagen y reputación de la empresa²¹.

Como se ha comentado en los párrafos anteriores, una sociedad tiene dos opciones a la hora de convertirse en sociedad cotizada: o bien mediante la realización de una OPS o a partir de una OPV. Ambas figuras son reguladas conjuntamente como un único fenómeno en la LMV (apartado 11 de la exposición de motivos) pues sus efectos jurídicos en lo referido al mercado de valores son los mismos y se pueden considerar ambas como operaciones realizadas en el mercado primario de valores²². Sin embargo, desde el punto de vista mercantil-societario presentan importantes diferencias:

- **Ofertas Públicas de Suscripción:** supone, en primer lugar, la ampliación de capital y, posteriormente, la solicitud de admisión a cotización de éste en un

¹⁹ A modo de ejemplo, el art. 26.1 a) del RD 1310/2005 exceptiona la publicación de folleto informativo en la emisión de acciones que, en un período de 12 meses, representen menos del 10% del número de acciones de la misma clase ya admitidas a negociación en el mismo mercado.

²⁰ GUARNIDO RUEDA, A., JAÉN GARCÍA, M. y AMATE FORTES, I. *La desregulación y privatización de las empresas públicas*. Almería, Universidad de Almería, 2007. p. 30.

²¹ ÁLVAREZ OTERO, S. *La valoración de...* Op. cit., p. 14

²² GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho Mercantil...* Op. cit., p. 302.

mercado secundario. La LSC establece requisitos específicos para estas emisiones, distintos y acumulables a los de las OPV, derivados de la ampliación de capital²³.

- **Ofertas Públicas de Venta:** implica la transmisión de parte o la totalidad de las acciones de la empresa en el mercado secundario de valores, sin que suponga en ningún caso una ampliación de capital de la sociedad previo a esta oferta con la intención de venderlo. Con esta operación lo que se pretende es diseminar la propiedad de la empresa entre el público inversor, de ahí que se suelen fijar distintos tramos de inversores.

La LMV viene a definir ambas figuras conjuntamente en su artículo 30 *bis* 1 como: *“toda comunicación a personas en cualquier forma o por cualquier medio que presente información suficiente sobre los términos de la oferta y de los valores que se ofrecen, de modo que permita a un inversor decidir la adquisición o suscripción de estos valores”*.

Estas dos modalidades, aunque inicialmente públicas, pueden perder dicha publicidad convirtiéndose en ofertas privadas con un régimen jurídico diferente. Así, el art. 30 *bis* 1 de la LMV, en consonancia con el art. 38 del RD 1310/2005 modificado por el RD 1698/2012 establece que no tendrán la consideración de oferta pública, sino privadas: a) las que estén dirigidas exclusivamente a inversores cualificados²⁴; b) las dirigidas a menos de 150 personas físicas o jurídicas por cada Estado miembro sin incluir a los inversores cualificados; c) la dirigida a inversores que adquieran valores por un importe mínimo de 100.000 euros por inversor; d) aquéllas cuyo valor nominal unitario sea al menos 100.000 euros; y e) aquéllas que, en un período de 12 meses, tengan un valor total en la Unión Europea inferior a 5.000.000 de euros.

Estos criterios, aunque resulta claro del tenor del artículo, son alternativos y no acumulativos. Además, la calificación de privadas se debe a la estructura “limitada” de la oferta y no a las características intrínsecas de los valores; de ahí que el mismo art. 38 del RD 1310/2005 continúe diciendo que la reventa ulterior de estos valores se

²³ Dado que no es objeto de estudio de este trabajo el régimen jurídico concreto de las OPS, nos remitimos a la consulta del Capítulo II del Título VIII de la LSC donde se regulan las ampliaciones de capital; junto con la Sección 10ª del Capítulo IV del Título II del Reglamento del Registro Mercantil.

²⁴ Se entiende por inversor cualificado, a tenor del art. 39.1 del RD 1310/2005 modificado por el RD 1698/2012: los clientes clasificados como profesionales por el art. 78 *bis* 3 LMV, las contrapartes elegibles del art. 78 *ter* LMV, y las PYMES que tengan su domicilio social en España y que hayan solicitado ser consideradas como inversor cualificado.

considerará como una oferta separada y se les aplicará la definición de oferta pública para determinar si se pueden considerar oferta pública o no²⁵.

La calificación como pública o privada de la oferta, además, no es cuestión baladí. Por el contrario, la ley establece requisitos legales diferentes en función de si la oferta es pública o no; y, por ende, menores costes en caso de ser privadas. Las ofertas privadas de venta no tendrán la obligación de publicar un folleto (art. 30 *bis* 1 LMV) pero sí de otorgar escritura pública de los valores (así se entiende del art. 6 LMV al no haber folleto informativo); ni les será de aplicación tampoco lo dispuesto en los arts. 25 (apartados 3 y 4) y 26 de la LMV²⁶. En cuanto a la colocación, y salvo para el caso de la oferta dirigida a inversores cualificados, será necesaria la intervención de una ESI²⁷. Estos requisitos se analizarán con más detalle en los apartados siguientes.

2. Valoración de la empresa y del entorno: aspectos económicos y estratégicos

Sin duda, este aspecto es uno de los más importantes de todo el proceso de salida a bolsa de una compañía. Determinará, en primer lugar, la decisión o no de proceder con la OPV en función del estado del mercado y el entorno; y en segundo lugar cuál va a ser el precio de la misma. A continuación detallamos sucintamente ambos elementos, dado que entrañan una gran complejidad:

En cuanto al análisis del entorno, GUERRAS y NAVAS distinguen el general y el específico²⁸. El análisis del entorno general se centra en la dimensión política, la económica, la socio-cultural, la tecnológica, la ecológica y la legal (análisis PESTEL); mientras que el específico estudia las debilidades, amenazas, fortalezas y oportunidades de la empresa en cuestión (matriz DAFO).

Por lo que respecta a la valoración de la empresa, FERNÁNDEZ identifica varios métodos para realizar este cometido²⁹: basados en el balance (valor patrimonial), en la cuenta de resultados, en el fondo de comercio o en los flujos de fondos futuros.

²⁵ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial", en Francisco Uria (coord.): *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, La Ley, 2007, p. 571

²⁶ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas...". Op. cit., p. 572.

²⁷ GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho Mercantil...* Op. cit., p. 302.

²⁸ GUERRAS, L. Á. y NAVAS, J. E. *La dirección estratégica de la empresa*. s.l., Aranzadi, 2011.

²⁹ FERNANDEZ, P. *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la reacción de valor*. Barcelona, Gestión 2000, 1998.

Además, la empresa tiene que tener en cuenta el análisis del entorno para poder determinar dicho valor. De esta valoración se obtendrá la banda de precios.

Paralelamente a la empresa, los inversores potenciales realizarán una valoración propia de la misma y estimarán si se ha producido una infra o sobrevaloración a partir de la información contenida en el folleto informativo.

Es habitual que la empresa encomiende a las entidades directoras la realización de este análisis por la dificultad e importancia que tiene³⁰.

3. Bandas de precios y tramos

A la hora de realizar la valoración de la empresa son varios los aspectos que se tienen en cuenta: posibilidades de mayores o menores beneficios esperados, factores externos, acontecimientos aleatorios, entre otros. De toda esta incertidumbre surgen dos valores posibles, que conforman la banda de precios. Dicho de otro modo, la banda de precios refleja el valor mínimo y máximo por el que se podrá suscribir acciones de la compañía y formará parte del folleto informativo para que el potencial inversor pueda hacerse una idea de cuál será, aproximadamente, el precio de estas acciones. Dividiendo cada uno de estos valores por el total de acciones se obtendría el precio por acción.

La banda de precios puede ser vinculante u orientativa. En el primer caso, el precio final de las acciones tendrá que estar comprendido en dicha banda sin que pueda ser modificada; no siendo así, y por tanto con la posibilidad de ser tanto superior como inferior, en el caso de que sea orientativa³¹. En este último supuesto, las peticiones de compra realizadas por los inversores potenciales tampoco serán vinculantes. De esta manera, la compañía podrá modificar la banda de precios al alza o a la baja en función de la demanda recibida, lo que suele ser habitual.

En cuanto a los tramos, normalmente la empresa se dirige hacia varios grupos de inversores, y en ocasiones fija un precio distinto para cada uno de ellos. BORREGO

³⁰ BORREGO RODRÍGUEZ, Á. y GARCÍA ESTÉVEZ, P. *Productos financieros*. Madrid, Pearson Educación, 2002. p. 153.

³¹ RODRIGO, N. *La bolsa contada con sencillez*. Madrid, Maeva Ediciones, 2004.

RODRÍGUEZ y GARCÍA ESTÉVEZ identifican varios tramos posibles³²: el internacional, el institucional o mayorista, el minorista o general, y el de empleados.

4. Requisitos previos a la realización de la OPV

La LMV, Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC), el RD 1310/2005 y el Capítulo V del Reglamento de las Bolsas de Comercio³³ imponen una serie de deberes a las empresas emisoras de valores para que éstos puedan ser admitidos a cotización en un mercado secundario, concretamente obligaciones de tipo documental y de idoneidad relativos al emisor y a los valores.

Si bien estos requisitos se exigen cumplidos en el momento en que se produce dicha solicitud (pues tal y como establece el art. 32.1 LMV, serán verificados por la CNMV en dicho momento), una empresa que esté valorando la posibilidad de comenzar a cotizar en el mercado de valores debería analizar desde un primer estadio los mismos, para comprobar que efectivamente podrá alcanzar estas imposiciones en el momento en que solicite la admisión a negociación de los valores, evitando así costes innecesarios derivados de su posible inadmisión.

4.1. Requisitos de idoneidad relativos al emisor

Una vez que los valores comiencen a cotizar en el mercado, la sociedad pasará a ser “sociedad anónima cotizada” (art. 495 LSC). Por lo tanto sólo las sociedades anónimas, cuyo capital social está dividido en acciones, podrán cotizar en bolsa. Ello implica que si la sociedad no era anteriormente una sociedad anónima (por ejemplo, por ser sociedad de responsabilidad limitada) tendrá que proceder a una transformación previa de su tipo social, para lo que habrá de atenerse a lo dispuesto en la ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles; transformación que habrá de ser acordada necesariamente por la junta de socios según el art. 8³⁴.

³² BORREGO RODRÍGUEZ, Á. y GARCÍA ESTÉVEZ, P. *Productos... Op. cit.*, p. 152.

³³ El Reglamento de las Bolsas de Comercio se encuentra actualmente derogado. No obstante, la Disposición transitoria tercera del RD 1310/2005 mantiene en vigor el Capítulo V en todo aquello que no sea contrario a las disposiciones del propio Real Decreto. En nuestro caso, este capítulo del Reglamento es el que nos interesa.

³⁴ ÁLVAREZ, S. y GONZÁLEZ-MENESES, M. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. Madrid, Dykinson, 2011. p. 67.

La Ley de Sociedades de Capital recoge, en su Título XIV, el régimen jurídico de las Sociedades anónimas cotizadas. De éste cabe destacar:

a) Acuerdos sociales de emisión

Es competencia de la Junta General de Accionistas tomar la decisión acerca de una OPV (decisión que, por ser sustancialmente independiente, deberá votarse de forma separada según el art. 197 *bis* LSC). En la reunión de la junta general se decidirá qué acciones son las que van a transferirse al mercado, a través del acuerdo de los accionistas oferentes. Este requisito se desprende del art. 27 b) del Reglamento de Bolsas de Comercio.

Por otro lado, compete al Consejo de Administración acordar, una vez que se ha decidido por la Junta General, la admisión a cotización de las acciones de la sociedad. Este acuerdo declarará el sometimiento a las normas que existan o puedan dictarse en materia de bolsas y, especialmente, sobre contratación, permanencia y exclusión de la cotización oficial (art. 27 b) *in fine* del Reglamento de Bolsas de Comercio).

b) Página web de la sociedad

La LSC recoge, en su art. 11 *bis*, la obligación para las sociedades anónimas cotizadas de disponer de una página web corporativa. Puede darse el caso de que, con anterioridad a solicitar la admisión a cotización de las acciones, la sociedad ya dispusiese de una. De no ser así, el propio artículo atribuye la potestad para crearla a la Junta General. El acuerdo de creación se hará constar en el Registro Mercantil y se publicará en el BORME³⁵.

Precisamente, será en esta página web donde se publique el Folleto de emisión, así como el resto de información obligatoria (como hechos relevantes) en virtud del art. 25.1 c del RD 1310/2005. No obstante, la última modificación introducida por el RD 1698/2012 permite que éste se publique, de forma alternativa y no acumulativa, en las páginas web de los intermediarios financieros que se encarguen de la colocación (a diferencia de lo que ocurría antes de la modificación donde sí era obligatorio hacerlo en ambas páginas web).

³⁵ VICENT CHULIÁ, F. “Notas sobre convocatoria e información previa a la Junta en la Sociedad Cotizada española”. *Revista de Derecho Mercantil* 287 (2013), p. 44

Además, en virtud del art. 516 LSC, será a través de la web de la sociedad (junto con otros medios) donde se haga la difusión del anuncio de convocatoria de la Junta General de Accionistas; publicándose en ésta también los acuerdos aprobados y el resultado de las votaciones de la Junta en un plazo máximo de cinco días (art. 525.2 LSC).

c) Especialidades de la Junta General

El art. 512 de la LSC establece la obligatoriedad para las sociedades cotizadas de dotarse de un reglamento de la Junta General de Accionistas, en caso de no disponer con anterioridad del uno. Para ello, el art. 193 de la LSC establece que el quórum necesario para la constitución de la junta será del veinticinco por ciento del capital suscrito con derecho a voto en primera convocatoria (salvo que los estatutos fijen un quórum superior); mientras que en segunda convocatoria no se exige ningún mínimo (y en caso de hacerlo los estatutos, éste tendrá que ser inferior al de la primera convocatoria).

Por otro lado, en la Junta General se garantizará la igualdad de trato de todos los accionistas que se hallen en la misma posición en lo referido a información, participación y ejercicio del derecho de voto (art. 514 LSC). Este requisito se entiende por la pluralidad y dispersión de los accionistas que tendrá lugar tras la enajenación en el mercado de valores de las acciones de la sociedad, en aras de una protección de los derechos de los inversores.

La convocatoria de la Junta General se hará, en aplicación del art. 516 LSC, a través del BORME o un diario de mayor circulación en España, de la web de la CNMV o de la web corporativa de la entidad; si bien es cierto que el art. 82 de la LMV viene exigiendo que se haga cumulativamente, al menos, en estas dos últimas³⁶.

d) Especialidades del Consejo de Administración

El art. 529 *bis* LSC establece que las sociedades anónimas cotizadas deberán estar administradas por un Consejo de Administración. Por ello, en caso de no estarlo con anterioridad a la admisión a cotización de los valores, deberá nombrar a uno siguiendo los requisitos establecidos en la LSC.

e) Capital social mínimo y beneficios

³⁶ VICENT CHULIÁ, F. “Notas sobre convocatoria...” Op. cit., pp. 41-42

El art. 32.1 del Reglamento de las Bolsas de Comercio establece que, para que las acciones de una sociedad puedan ser admitidas a cotización, la entidad que emita los valores deberá contar con un capital social de, al menos, 1.202.025 euros. A efectos del cómputo del mismo no se tendrá en cuenta la parte del capital que corresponda a accionistas que posean, individualmente, una participación en el mismo igual o superior al veinticinco por ciento.

Por otro lado, el mismo artículo continúa exigiendo a la sociedad que los beneficios obtenidos en los dos últimos ejercicios consecutivos, o en tres no consecutivos de los cinco últimos, sean suficientes como para poder repartir, al menos, unos dividendos del seis por ciento del capital social desembolsado, una vez deducidos los impuestos sobre beneficios y dotadas las reservas legales u obligatorias.

4.2. Requisitos de idoneidad relativos a los valores

Por otro lado, junto a los requisitos que se le exigen a la entidad que se va a convertir en “sociedad cotizada”, los valores que emite también tienen que cumplir una serie de características que vienen contempladas en el art. 9 del RD 1310/2005. Estos son:

a) Representación de los valores por medio de anotaciones en cuenta

El art. 5 de la LMV, en sus párrafos primero y segundo, señala que: *“Los valores negociables podrán representarse por medio de anotaciones en cuenta o por medio de títulos (...) la representación de valores por medio de anotaciones en cuenta será irreversible”*. La misma línea sigue el RD 116/1992 sobre representación de valores por medio de anotaciones en cuenta; así como el art. 92.1 de la LSC. Por tanto, una sociedad tiene dos opciones a la hora de representar los valores negociables: anotaciones en cuenta o títulos. La elección de una u otra opción se consignará en los estatutos sociales (art. 23 d LSC).

No obstante, el art. 9.3 del RD 1310/2005 establece que: *“Los valores que sean objeto de una solicitud de admisión a negociación habrán de representarse por medio de anotaciones en cuenta”*, dejando de lado la posibilidad de que, en este caso, se hallen representados por medio de títulos. Por tanto, nos ceñiremos a desarrollar la representación de acciones por medio de anotaciones en cuenta.

La representación de valores por medio de anotaciones en cuenta supone su inscripción en el registro contable establecido a tal efecto (art. 11 RD 116/1992). Este registro contable viene recogido por el art. 44 *bis* de la LMV, en forma de sociedad anónima con la denominación de “Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores” (en adelante, Sociedad de Sistemas), que en la actualidad es Iberclear.

Una entidad puede haber emitido sus acciones originarias en forma de anotaciones en cuenta, bien porque previó una posible salida a bolsa futura, o bien porque simplemente se decantó por esta segunda opción en lugar de la emisión en títulos. En cualquier caso, de haberlo hecho mediante títulos, tendrá que transformar éstos en anotaciones en cuenta³⁷. Dado que esta situación puede ser más corriente, a continuación exponemos el procedimiento que debería seguir para llevar a cabo dicha transformación:

i. Acuerdo social de transformación

Como hemos comentado anteriormente, en los estatutos sociales debe constar la forma en que se representan las acciones. Por ello, si se optó por una representación mediante títulos y ahora se desea convertirlos a anotaciones en cuenta, se habrán de modificar los estatutos. Corresponde a la Junta General dicha potestad por el art. 160 LSC, acuerdo que deberá adoptar con el quórum de constitución reforzado del art. 194 LSC con presencia de accionistas que tengan, como mínimo, en total el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho a voto.

ii. Documento, depósito y publicidad

El documento en el que debe estipularse el acuerdo de transformación puede ser de dos tipos: en el caso de proceder de una ampliación de capital (aspecto que no desarrollamos en este trabajo pero que nombramos a efectos ilustrativos) o de ser una colocación privada, deberá constar en el documento de emisión, que podrá potestativamente ser elevado a escritura pública (art. 6 LMV)³⁸; mientras que si se trata de la transformación de acciones ya emitidas de las que además, como en nuestro caso,

³⁷ CENTENO HUERTA, L.: “Régimen jurídico de los valores negociables y de los instrumentos financieros”, en Francisco Uria (coord.): *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, La Ley, 2007, p. 474.

³⁸ Ahora bien, la propia ampliación de capital sí deberá constar en escritura pública por tratarse de una modificación estatutaria: <https://www.cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ10> consultado el 05-04-2015

se va a solicitar la admisión a negociación en un mercado secundario oficial, bastará con el folleto informativo que la entidad emisora está obligada a realizar (art. 6 LMV). En cualquier caso, en este documento constará la información necesaria para identificar a los valores: denominación, número de unidades y demás características y condiciones de los mismos (arts. 6 RD 116/1992 y 6 LMV).

Por otro lado, dicho documento deberá depositarse ante la Sociedad de Sistemas y la CNMV. Además, cuando se solicite la admisión a negociación de dichos valores, se deberá depositar otra copia en la Sociedad de Bolsas o ante cualquiera de las sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, según el art. 6 de la LMV y 7 del RD 116/1992³⁹.

Finalmente, el art. 119 de la LSC establece la obligación de la entidad de publicar en el BORME y en uno de los diarios de mayor circulación de la provincia donde la entidad tenga su domicilio social el acuerdo de transformación, con la finalidad de que los accionistas puedan aportar los títulos físicos de los que disponen para que se produzca la transformación.

iii. Presentación de títulos y transformación

Una vez publicados los anuncios anteriores, los accionistas que estén en disposición de títulos que estén sujetos a transformación deberán presentarlos, en el plazo no inferior a un mes ni superior a un año (que será fijado en el anuncio), ante IBERCLEAR que practicará las inscripciones a favor de quienes aparezcan como titulares. Transcurrido este plazo, los títulos no inscritos serán anulados (art. 4 RD 116/1992).

b) Libre transmisibilidad de los valores

Por su parte, el art. 9.4 del RD 1310/2005 establece que los valores cuya admisión a cotización en un mercado secundario se pretenda, tendrán que ser libremente transmisibles. Asimismo, también el art. 25.5 LMV viene a establecer la misma exigencia.

Sólo pueden tener restricciones a la libre transmisión las acciones representadas por medio de títulos (art. 123.1 LSC). Por tanto, *a sensu contrario*, la transformación de acciones representadas mediante títulos a anotaciones en cuenta supondrá la caída de las posibles restricciones a la libre transmisión.

³⁹ CENTENO HUERTA, L.: “Régimen jurídico de los valores...” Op. cit., 474.

La transmisión de estos valores representados por medio de anotaciones en cuenta tendrá lugar por transferencia contable (art. 9 LMV).

c) Importe total de los valores y distribución suficiente

Finalmente, el apartado 6 del art. 9 del RD 1310/2005 establece la obligación de que, como mínimo, el valor total (medido por el precio pagado por los inversores en la OPV) de las acciones sea de seis millones de euros. Además, el apartado 7 del citado artículo impone la exigencia de que se dé una distribución suficiente de los valores entre el público inversor; esto es, cuando al menos el veinticinco por ciento de las acciones respecto de las cuales se solicita la admisión estén repartidas entre el público.

Hay que tener en cuenta que las entidades que solicitan la admisión a cotización de sus valores en el mercado secundario suelen reservar un porcentaje del valor de la oferta inicial en concepto de *green shoe*: “opción de compra que se reservan las entidades colocadoras de una nueva emisión de acciones al precio de colocación inicial en caso de exceso de asignación”⁴⁰.

Como se especificó al inicio de este apartado, estos requisitos únicamente se alcanzarán –por las exigencias que imponen- una vez se vaya a solicitar la admisión a cotización de las acciones. No obstante, la empresa debe tenerlos en cuenta con anterioridad de manera preventiva.

4.3. Due diligence o auditoría. La Comfort letter

Como se afirmó en la introducción a este trabajo, una de las aspiraciones de la regulación de las OPVs no es otra sino la protección de los accionistas inversores. Éstos, dotados de una menor información que la empresa emisora, tienen derecho a conocer cuál es la evolución de la misma, a través de una auditoría legal y financiera de sus cuentas. En el lenguaje financiero, se conoce al documento que resulta de esta auditoría con el nombre de “*Comfort letter*”. Esta “carta de patrocinio” servirá para completar el folleto informativo y servir como referencia a las entidades directoras para

⁴⁰ CASTELO MONTERO, M. *Diccionario comentado de términos financieros ingleses de uso frecuente en español*. A Coruña, Netbiblo, 2003. p. 118. Y CASIMIRO, L. M. y LARA, R. “La contratación en el mercado ... Op. cit., pp. 665.

llevar a cabo diligentemente las comprobaciones que le impone el art. 35.1 del RD 1310/2005⁴¹.

Según el art. 12.1 del RD 1310/2005, la auditoría abarcará las cuentas anuales de la entidad (según el art. 34.1 del CCom: Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias, Estado de Cambios en el Patrimonio Neto, Estado de Flujos de Efectivo y Memoria) de los tres últimos ejercicios, dado que estamos ante valores participativos (acciones según el art. 26.2 LMV). Asimismo, también se auditarán los resultados prospectivos que la empresa haya podido ofrecer, no siendo estos últimos obligatorios. Estos documentos deberán ser preparados para su posterior aportación a la CNMV.

Generalmente, las entidades que tienen el suficiente tamaño como para poder decidir la cotización en bolsa, suelen realizar auditoría de sus cuentas⁴². Es por ello que normalmente se adjudica la tarea de auditoría a la entidad que había venido estando encargada de ello (como ocurrió en el caso de Aena).

A la hora de realizar la carta de patrocinio, es común acudir a un modelo conocido como: “*Letters for Underwriters and Certain Other Requesting Parties*” propuesto en el *Statement on Auditing Standard (SAS)* número 72⁴³. En el caso de España, se utiliza un modelo similar al SAS 72, conocido como “*Lookalike*” que no es válido para EE.UU.⁴⁴, de ahí que se haya de especificar de forma expresa que dicho documento no se podrá utilizar para una eventual emisión de acciones en el mercado norteamericano⁴⁵

4.4. Requisitos relativos a la aportación de documentos

Las exigencias que se han plasmado en los requisitos de idoneidad relativos tanto al emisor como a los valores, así como los de información, han de ser aportados junto con la solicitud de admisión a la negociación de los valores en el mercado secundario oficial. Así, y en virtud del art. 26.1 de la LMV, la sociedad tendrá que aportar y registrar en la CNMV los documentos que acrediten los extremos anteriores. Concretamente, estos documentos serán:

⁴¹ CASIMIRO, L. M. y LARA, R. “La contratación en el ... Op. cit., pp. 662.

⁴² Una vez que se conviertan en sociedades cotizadas, la auditoría de cuentas facultativa comenzará a ser preceptiva según la Disposición adicional primera de la Ley de Auditoría de Cuentas.

⁴³ BARTOS J. *United States Securities Law: A Practical Guide*. s.l., Kluwer Law International, 2006. p. 42.

⁴⁴ En EE.UU. el que se utiliza es el SAS 72 “*Style*”.

⁴⁵ <http://www.icjce.es/images/pdfs/guias_de_actuacion/anterior/guia_actuacion_6.pdf> consultado el 08-04-2015.

- a) **Documentos que acrediten la sujeción del emisor y los valores al régimen jurídico que les sea aplicable.** La orden EHA/3537/2005 establece, en su artículo tercero, que la CNMV especificará cuáles son esos documentos en función de la naturaleza del emisor y de los valores. En la página web de la CNMV se especifica que estos documentos son, con carácter general, los estatutos, acuerdos sociales de emisión y poderes vigentes del firmante del folleto⁴⁶.
- b) **Estados financieros del emisor** de los tres últimos ejercicios.
- c) **Folleto informativo**, que exigirá a su vez que sea aprobado y publicado por la CNMV. Nos detendremos en este documento con más detalle en apartados posteriores.

Como podemos recordar, las colocaciones privadas de valores están exceptuadas de preparar estos documentos por el art. 26.3 LMV.

5. Sujetos intervinientes en una OPV

El mercado primario de valores es un mercado complejo. Las operaciones que se llevan a cabo en él precisan de la participación de entidades con un alto grado de especialización, cuyo régimen jurídico viene regulado extensamente en la LMV⁴⁷. Son conocidas como Empresas de Servicios de Inversión (ESIs).

El art. 62 de la citada ley recoge que: *“Las empresas de servicios de inversión son aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros sobre los instrumentos financieros del art. 2”*, que, en nuestro caso, se ciñe a valores negociables.

A su vez, el art. 63 viene a recoger cuáles son esos servicios de inversión; así como los de carácter auxiliar. En lo que a este trabajo respecta, serían servicios de inversión: la colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme (letra e del apartado 1), el aseguramiento o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme (letra f del apartado 1); mientras que servicios auxiliares: el asesoramiento a empresas sobre la estructura del capital, estrategia industrial y

⁴⁶ <https://www.cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ3> consultado el 05-04-2015

⁴⁷ CASIMIRO, L. M. y LARA, R. “La contratación en...”. Op. cit., p. 661.

cuestiones afines (letra c del apartado 2), los servicios relacionados con el aseguramiento de emisiones o colocación de instrumentos financieros (letra d del apartado 2), y la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros (letra e del apartado 2).

Junto con estos, pueden intervenir otras entidades que, sin ser ESIs, también colaboran en el proceso de salida a bolsa. A continuación detallamos quiénes son estos intermediarios financieros:

a) Coordinador global o director de la emisión

Según el art. 35.1 del RD 1310/2005, el director de la emisión es aquél que, siendo ESI, recibe el mandato por parte del emisor u oferente para dirigir las operaciones relativas al diseño de las condiciones financieras, temporales y comerciales de la oferta o admisión, así como para la coordinación de las relaciones con las autoridades de supervisión, con los operadores de los mercados, con los potenciales inversores y con las restantes entidades colocadoras y aseguradoras. Además, en el caso de ser la primera emisión hecha por el emisor, señala el apartado 3 del citado artículo que la entidad directora deberá comprobar que lo consignado en la nota sobre los valores del folleto informativo es cierto y no se omite información relevante. En este último caso, señala el apartado 2, la entidad directora será responsable en caso de no realizar diligentemente dichas comprobaciones.

Para CASIMIRO y LARA nos encontramos ante un contrato de comisión⁴⁸, a pesar de que el Real Decreto utilice el término de “mandato”. Las obligaciones del comisionista no sólo serán las recogidas en el CCom (arts. 244 y ss.); sino también la explicada del art. 35.3 RD 1310/2005.

En ocasiones intervienen varias entidades directoras cuando la emisión tiene un tamaño considerable⁴⁹.

b) Entidades colocadoras y aseguradoras

El apartado 4 de la exposición de motivos de la LMV proclama un principio de libertad de emisión, declarando libre el sistema de colocación que cada emisor desee

⁴⁸ CASIMIRO, L. M. y LARA, R. “La contratación en...”. Op. cit., p. 663.

⁴⁹ BORREGO RODRÍGUEZ, Á. y GARCÍA ESTÉVEZ, P. *Productos...* Op. cit., p. 153.

utilizar, con el único requisito de que se haga público y quede definido en todos sus extremos antes del lanzamiento de la emisión.

Como se ha comentado anteriormente, son servicios de inversión la colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso en firme, y el aseguramiento y colocación de los mismos en base a un compromiso en firme (art. 63.1 LMV).

En el primer caso, la entidad colocadora no asume ninguna responsabilidad por los valores que coloca entre el público inversor, únicamente mediando por cuenta del inversor u oferente, en la distribución de dichos valores entre los inversores potenciales⁵⁰. Nos encontramos ante un contrato de comisión y no de agencia⁵¹ dado que el agente colocador carece de la independencia del empresario propia del agente. Además, este contrato se regirá por la LMV y CCom, y no por las disposiciones contenidas en el folleto informativo; de manera que si, por ejemplo, en éste último se exige la existencia de una provisión de fondos para atender las peticiones de los clientes, las entidades colocadoras tendrán la posibilidad (y no la obligación) de atender estas peticiones aun no habiéndose hecho dicha provisión (art. 39 LMV)⁵².

Generalmente intervienen varios colocadores formando un síndico a través de un contrato de sindicación. Además, puede darse el caso de que sean ESIs (como agencias de valores) o no (como entidades de crédito), siempre que su régimen jurídico, estatutos y autorización específica les habiliten para ello (art. 65.1 LMV).

Por otro lado, el apartado f del art. 63.1 LMV recoge el servicio de inversión consistente en el aseguramiento y colocación en firme de valores. En el primer caso, el asegurador se obliga a adquirir los valores que no hayan sido colocados finalmente entre los inversores; mientras que en el caso de la colocación en firme, la entidad adquiere primero los valores y luego los revende al público inversor, obteniendo las ganancias derivadas del sobreprecio de los mismos⁵³. El aseguramiento ha de constar en el folleto informativo y en ocasiones implica la constitución de un síndico.

En ocasiones, suelen firmarse entre las entidades aseguradoras y el emisor de la OPV contratos de estabilización. Se pretende con ello que la cotización de las acciones caiga

⁵⁰ CONDE AMO, I. y CONDE LÓPEZ, A. *Mercados Financieros I. Análisis y gestión de valores bursátiles*. Madrid, Colex, 2003, p. 243.

⁵¹ CASIMIRO, L. M. y LARA, R. "La contratación en...". Op. cit., p. 664.

⁵² SAP Murcia (Sección 3ª) número 145/2003 de 16 de junio; Fundamento de Derecho segundo.

⁵³ CASIMIRO, L. M. y LARA, R. "La contratación en...". Op. cit., p. 664.

una vez que se produce la admisión en el mercado secundario debido a las órdenes de venta masivas de los inversores. En este caso, las entidades financieras se comprometen a introducir órdenes de compra que contrarresten las anteriores órdenes de venta de aquellos inversores cuya pretensión es obtener rentabilidades a muy corto plazo⁵⁴.

Finalmente, puede darse el caso de que el emisor decida colocar por sí mismo y sin la intervención de entidades financieras los títulos. No obstante, y dada la envergadura de estas operaciones, se suele acudir a expertos para realizar la colocación⁵⁵. Es importante recordar que, como ya se comentó, cuando estemos ante colocaciones de las contempladas en los apartados b), c), d) y e) del art. 30 *bis* 1 de la LMV dirigidas al público en general, deberá intervenir una ESI o entidad autorizada para comercializar los valores.

Junto a estos intervienen entidades agente, auditores y asesores legales (ver bloque III de este trabajo).

c) La Comisión Nacional del Mercado de Valores

La CNMV es una entidad de derecho público con personalidad jurídica propia a la que se le encomienda la supervisión e inspección del mercado de valores, velando por su transparencia y la protección de los inversores, entre otras tareas (apartado 3 de la exposición de motivos de la LMV).

Es en la CNMV donde las entidades emisoras de valores deberán aportar todos los documentos exigidos para solicitar la admisión a cotización (art. 26.1 LMV) para que ésta pueda verificar que se cumplen los requisitos legales y reglamentarios antes de proceder a dicha admisión (art. 32 LMV). No realizará juicios de valor acerca de la calidad del emisor o de los valores (art. 24.1 RD 1310/2005).

d) La Sociedad de Sistemas y las Sociedades Rectoras de las Bolsas

Como se hizo alusión en apartados anteriores, la LMV en su art. 44 *bis* atribuye a una sociedad anónima la llevanza del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta que estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. Con la denominación de “Sociedad de Gestión de los Sistemas de

⁵⁴ *Ibíd.*, p. 665.

⁵⁵ CONDE AMO, I. y CONDE LÓPEZ, A. *Mercados Financieros I... Op. cit.*, p. 242.

Registro, Compensación y Liquidación de Valores” (Sociedad de Sistemas) actualmente se le encarga a Iberclear.

Por su parte, las Sociedades Rectoras de las Bolsas tienen las mismas competencias que la Sociedad de Sistemas cuando se solicita la admisión únicamente en una Bolsa de Valores (art. 44 *bis* 2 LMV).

6. El folleto informativo

El folleto informativo es, sin duda, uno de los aspectos clave de las OPVs. En palabras de GALLEGO SÁNCHEZ, es la “pieza básica”⁵⁶ dado que contiene toda la información relativa al emisor u oferente y a los valores de manera que permita a los inversores hacer una evaluación, con la suficiente información, de los activos y pasivos, situación financiera, beneficios y pérdidas, así como de las perspectivas del emisor; siempre de forma fácilmente analizable y comprensible (art. 27.1 LMV); “cumpliendo una función de exteriorización de la oferta”⁵⁷. Además, el propio art. 30.2 LMV establece que no se podrá realizar una OPV sin la previa publicación de un folleto, cuando el mismo no esté exceptuado⁵⁸. Tendrá una validez de 12 meses una vez publicado (art. 27 RD 1310/2005), debiendo actualizarse si alguna información relevante se alterase⁵⁹.

6.1. El resumen o nota de síntesis

El folleto incluirá un resumen informativo que, siendo breve y sin lenguaje técnico, contenga la información fundamental que refleje las características y riesgos esenciales tanto del emisor y los garantes como de los valores. Este resumen se deberá leer como introducción al folleto, cualquier decisión de invertir se deberá basar en la consideración de todo el folleto en su conjunto y no se podrá exigir responsabilidad civil

⁵⁶ GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho Mercantil...* Op. cit., p. 303.

⁵⁷ BARRACHINA, E. *Derecho del Mercado de Valores*. Madrid, Difusión Jurídica y Temas Actualidad, 2011. p. 212

⁵⁸ Como podemos recordar, en el apartado de *La toma de la decisión: salir a bolsa. Formas de hacerlo* se expuso los casos en los que el art. 30 *bis* 1 de la LMV exceptúa de la obligación de publicar un folleto. Y CASIMIRO, L. M. y LARA, R. “La contratación en...”. Op. cit., p. 656.

⁵⁹ ARRANZ, G.: “Emisiones, ofertas públicas de venta...”. Op. cit., p. 563.

exclusivamente por el resumen salvo que éste sea engañoso, inexacto o incoherente con el resto del folleto⁶⁰, tal y como se desprende del art. 27.3 LMV.

Si bien la normativa recalca la necesidad de tener todo el folleto en su conjunto en consideración a la hora de decidir la inversión, la existencia del resumen no es más que una prueba de que el folleto en sí resulta complejo, extenso y prolijo para el pequeño inversor⁶¹. Además, también queda probado este extremo por el hecho de que el resumen deja de ser obligatorio cuando los valores sean no participativos y tengan un valor unitario de, al menos, 50.000 euros (que suelen ser los adquiridos por inversores cualificados); y por la obligación de traducir el resumen al castellano cuando el folleto no lo esté y se pretenda la admisión a cotización de dichos valores en España, según el art. 17 del RD 1310/2005⁶².

6.2. Formato y estructura del folleto, suplementos e idioma

El folleto se puede elaborar tanto como un documento único o como documentos separados (art. 18 RD 1310/2005); pero en cualquier caso estará compuesto por tres piezas informativas básicas⁶³: el resumen, el documento de registro y la nota sobre los valores. A continuación pasamos a explicar los dos últimos (dado que el resumen ha sido objeto de estudio en el apartado anterior).

El contenido del folleto informativo viene regulado por el Reglamento 809/2004 y 486/2012 que modifica al anterior; y por la directiva 2003/71/CE posteriormente modificada por la directiva 2010/73/CE que se transpuso al ordenamiento jurídico español a través del RD 1698/2012 al que se ha hecho alusión en otras partes de este trabajo. Este contenido está compuesto por módulos específicos con la información estandarizada⁶⁴ de manera que el emisor sólo ha de completarla, cuando sea preciso, rellenándola a modo de esquema.

⁶⁰ GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho Mercantil...* Op. cit., p. 303

⁶¹ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". Op. cit., p. 544.

⁶² *Ibíd.*, p. 545.

⁶³ *Ibíd.*

⁶⁴ *Ibíd.*, p. 548

i. Documento de registro

La directiva 2003/71/CE recoge en su Anexo II la información que debe contener el Documento de registro⁶⁵ que será:

- **Identidad de directores, altos directivos, consejeros y auditores** con el propósito de identificar a los representantes de la sociedad y otros responsables de la oferta: quienes elaboran el folleto y auditan las cuentas.
- **Información importante sobre el emisor**, que contenga los datos financieros seleccionados, la capitalización y endeudamiento y los factores de riesgo.
- **Información sobre la empresa**, comprendiendo su historial y evolución, la descripción empresarial, la estructura organizativa y el inmovilizado material y maquinaria.
- **Estudio y perspectivas operativas y financieras:** resultados de explotación, liquidez y recursos de capital, investigación, desarrollo, patentes y licencias, y tendencias.
- **Directores, altos directivos y empleados** haciendo referencia a su remuneración, prácticas de gestión y accionariado.
- **Accionistas importantes y operaciones de partes vinculadas.**
- **Información financiera** a partir de los estados consolidados y demás información financiera, así como cambios significativos.
- **Información adicional:** capital social, escritura de constitución y estatutos, contratos importantes, declaraciones de expertos, entre otros.

El esquema para presentar esta información se puede encontrar en el Anexo XXIII del Reglamento Delegado de la Comisión Europea 486/2012, que los inversores habrán de rellenar de forma esquemática.

No obstante, y con la intención de facilitar el proceso, se permite aportar las cuentas auditadas como documento de registro siempre que contengan la información que se exige para el documento de registro, según el art. 19.2 RD 1310/2005⁶⁶.

⁶⁵ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". Op. cit., p. 546.

⁶⁶ *Ibidem*.

ii. Nota sobre los valores

La nota sobre los valores contiene, como su nombre indica, la información relativa a los mismos⁶⁷, tal y como establece el art. 19.3 RD 1310/2005. Sirve, a su vez, para actualizar la información contenida en el Documento de registro⁶⁸ Podemos encontrar el contenido de la misma en el Anexo III de la Directiva 2003/71/CE, y su esquema en el Anexo XXIV del Reglamento 486/2012:

- **Identidad de directores, altos directivos, consejeros y auditores**, con el mismo propósito que en el Documento de registro.
- **Estadísticas de la oferta y calendario previsto**, para facilitar la información relevante acerca de las fechas que se estiman importantes.
- **Información importante sobre el emisor**: capitalización y endeudamiento, motivo de la oferta y destino de los ingresos, y factores de riesgo.
- **Intereses de expertos**.
- **Información de la oferta y admisión a cotización**, incluyendo el plan de distribución, los mercados, los accionistas vendedores, la dilución y los gastos de emisión.
- **Información adicional** como controles de cambio, fiscalidad, dividendos y organismos pagadores, documentos disponibles para consulta, entre otros.

Además, añade el art. 19.4 del RD 1310/2005 modificado por el RD 1968/2012 que: *“El emisor que tenga ya un documento de registro aprobado por la CNMV solamente deberá elaborar la nota sobre los valores y el resumen cuando los valores vayan a ser admitidos a negociación. Estos documentos deberán ser aprobados por la CNMV”*.

Mediante la utilización de suplementos al folleto, por su parte, se deberá completar el folleto ante cualquier nuevo factor significativo, inexactitud o error relevantes, según el art. 22.1 RD 1310/2005⁶⁹, regulación modificada por el Reglamento Delegado 382/2014, de 7 de marzo, que complementa a la directiva 2003/71/CE⁷⁰. Este suplemento será aprobado de la misma manera que el folleto original en un plazo máximo de cinco días,

⁶⁷ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". Op. cit., p. 546.

⁶⁸ *Ibíd.*, p. 552.

⁶⁹ *Ibíd.*

⁷⁰ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. "Reglamento sobre suplementos de folleto". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 134 (2014), p. 297.

y se publicará a través de los mismos medios que sirvieron para publicar el folleto (que veremos a continuación), en base al art. 22.2 RD 1310/2005.

En cuanto al idioma, señala el art. 23.1 RD 1310/2005 que se podrá redactar en castellano, en una lengua habitual en el ámbito de las finanzas (inglés) o en otro idioma distinto a estos que sea aceptado por la CNMV. Ahora bien, señala el apartado segundo que cuando se solicite la admisión a negociación en uno o más Estados miembros de la UE distintos a España se redactará en una lengua aceptada por todos los Estados miembros de acogida o en la que sea habitual en el ámbito de las finanzas (de nuevo, inglés), si bien el resumen habrá de estar traducido al español⁷¹.

6.3. Aprobación, registro y publicación

La aprobación del folleto por parte de la CNMV constituye el trámite administrativo fundamental en el caso de las OPVs⁷².

El art. 24 del RD 1310/2005 establece que la aprobación del mismo por parte de la CNMV es un acto expreso, por el que ésta infiere que el folleto está completo, es comprensible y contiene información coherente sin realizar, como se ha reiterado en varias ocasiones, un juicio sobre la calidad del emisor o los valores⁷³.

La CNMV tiene un plazo que puede ser considerado breve para notificar al interesado: 10 días. De este plazo cabe destacar⁷⁴:

- Se trata de un plazo máximo, de manera que la CNMV podrá imponer plazos menores.
- La CNMV debe pronunciarse por tratarse de un acto expreso. No obstante, en caso de silencio administrativo éste será desestimatorio (art. 26.4 LMV).
- El plazo de 10 días pasa a ser de 20 si la CNMV desconoce al emisor de valores; es decir, si se trata de la primera emisión de éste y además va precedida de una OPV (art. 40.1 b) del RD 1310/2005).
- Si la CNMV considera la información incompleta deberá notificar al interesado para que éste, en un plazo de 10 días, la complete.

⁷¹ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". Op. cit., p. 552.

⁷² *Ibíd.*, p. 554

⁷³ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". Op. cit., p. 555 y GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho Mercantil...* Op. cit., p. 302.

⁷⁴ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". Op. cit., p. 555.

Además, la CNMV podrá transferir la competencia de aprobar el folleto a la autoridad de otro Estado miembro de la UE, notificándolo en el plazo de tres días hábiles a los interesados, en base al art. 24.5 RD 1310/2005⁷⁵.

Una vez aprobado el folleto, compete a la entidad emisora registrar el mismo en el Registro previsto en el art. 92 c) de la LMV⁷⁶.

Tras haber sido aprobado y registrado, el folleto tendrá que ser publicado. La publicación del folleto viene recogida por el RD 1310/2005 en su artículo 25, habiendo sido éste modificado recientemente por el RD 1698/2012. La publicación implica la “puesta a disposición de las personas interesadas”⁷⁷, pudiendo hacerse la misma de las siguientes maneras (ap. 2 del citado art.):

- a) En uno o más periódicos en los Estados miembros en los que se solicita la admisión cuando éstos tengan una amplia circulación en ellos.
- b) En formato impreso, debiendo ponerse a disposición de forma gratuita en las oficinas del mercado en el cual los valores se admiten a negociación, o en los domicilios sociales del emisor y oficinas de los intermediarios financieros.
- c) En formato electrónico en la página web de la entidad emisora o de los intermediarios financieros. Se trata de una de las modificaciones del RD 1698/2012, pues con anterioridad a éste se tenía que hacer cumulativamente en las páginas web de los dos entes.
- d) Al menos durante el plazo de validez del mismo, en la página web del mercado en que se solicita la admisión a negociación de los valores.
- e) En la página web de la CNMV, señalando además el apartado siguiente que ésta constituye una obligación para la entidad de derecho público, que habrá de publicar los folletos aprobados en los últimos 12 meses⁷⁸.

El emisor puede elegir entre estas opciones la que más le convenga. Ahora bien, en caso de que utilice cualquier posibilidad de publicación online habrá de ofrecer a todo inversor que lo solicite una copia en papel del folleto; siendo éste idéntico a la versión publicada por la CNMV⁷⁹.

⁷⁵ *Ibíd.*, p. 558.

⁷⁶ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". *Op. cit.*, p. 558.

⁷⁷ *Ibíd.*

⁷⁸ *Ibíd.*, p. 559

⁷⁹ *Ibíd.*

En cuanto al momento de publicación en el caso de una OPV, señala ARRANZ, el momento determinante para proceder a la misma será el del inicio de la oferta, de manera que los inversores estarán informados sobre ésta al menos cuando la colocación se inicie⁸⁰. No obstante, el art. 40.1 e) del RD 1310/2005 establece que el folleto deberá estar puesto a disposición del público inversor al menos seis días antes de la conclusión de la oferta; plazo que, en opinión de este autor, es algo corto y no se aplica en la práctica.

6.4. Excepciones a la obligación de publicar un folleto

Como hemos tenido oportunidad de comentar en sendas ocasiones, el RD exceptúa de la obligación de publicar un folleto informativo a determinadas ofertas públicas, recogiendo el art. 26 del RD 1310/2005 una lista de excepciones.

En cuando a lo que a nosotros nos interesa, están exceptuadas de publicar un folleto informativo:

- a) Acciones que representen, durante un período de 12 meses, menos del 10% de las acciones ya emitidas de esta clase⁸¹. Precisamente, esta excepción lo que hace es facilitar las posteriores emisiones en bolsa de acciones por parte de una empresa que ya cotiza en ella.
- b) Acciones emitidas en sustitución de otras de la misma clase cuando no suponga aumento de capital.
- c) Valores admitidos a negociación en otros mercados de la UE.
- d) Oferta pública dividida en tramos sucesivos cuando se realice en los 12 meses siguientes a la publicación (art. 40.1 d) del RD 1310/2005).

6.5. Responsabilidad por el folleto

i. Personas responsables

En primer lugar, es preciso distinguir entre responsables principales y responsables secundarios⁸².

Son responsables primarios: el emisor, oferente o persona que solicita la admisión a negociación de los valores contenidos en el folleto (art. 33.1 a RD 1310/2005), y los

⁸⁰ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". Op. cit., p. 559.

⁸¹ *Ibíd.*, p. 560.

⁸² *Ibíd.*, p. 579.

administradores de los anteriores (apartado b). En este caso estamos ante una responsabilidad solidaria⁸³.

Serán responsables secundarios: las personas que acepten asumir responsabilidad y así se mencione en el folleto (apartado c), quienes siendo distintos de los anteriores hayan autorizado el folleto (apartado d), el garante de los valores⁸⁴, y las entidades directoras en los términos en los que se habló en el epígrafe correspondiente (artículo 35).

ii. Extensión de la responsabilidad

Las personas que resulten responsables por los artículos anteriores tendrán que indemnizar, por los daños causados, a las personas que hayan adquirido estos valores de buena fe. Esta responsabilidad es exigible tanto por dolo como por culpa; y, además, únicamente se extiende al folleto y no a otros documentos salvo que éstos se incluyan en el primero⁸⁵.

La acción de responsabilidad prescribe a los 3 años desde que el reclamante tuvo conocimiento de la falsedad u omisiones de los datos contenidos en el folleto, estando legitimados para interponerla aquéllos que hubiesen adquirido de buena fe estos valores (art. 36 RD 1310/2005).

iii. Exenciones de responsabilidad

La falsedad u omisión de información contenida en el folleto no tiene por qué dar lugar siempre a responsabilidad⁸⁶. El art. 37 del citado Real Decreto viene a establecer que cuando quien debería ser responsable por la falsedad u omisión haya aplicado la debida diligencia para asegurarse de que la información contenida era cierta o que las omisiones respondían a una justa causa. Ahora bien, esta exención no será de aplicación si con posterioridad a la publicación del folleto tuvieron conocimiento de esta falsedad u omisión injustificada⁸⁷.

⁸³ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". Op. cit., p. 580.

⁸⁴ *Ibidem*.

⁸⁵ *Ibid.*, p. 581

⁸⁶ *Ibid.*, p. 582

⁸⁷ *Ibidem*.

7. Publicidad

El art. 28 del RD 1310/2005 viene a recoger la regulación concreta de la publicidad en el ámbito de las OPVs/OPSs por remisión del art. 94 de la LMV. Es imprescindible tener en cuenta que no cabe confundir la publicidad con la obligación de publicar un folleto⁸⁸. Así pues, del citado artículo se puede extraer la siguiente regulación:

La publicidad relativa a la admisión a negociación podrá ser difundida al público por cualquier parte interesada: quien solicita la admisión o un intermediario financiero; así como utilizando cualquier medio y en cualquier momento, incluso antes de que el folleto sea publicado (ap. 1). En caso de que exista la obligación de elaborar un folleto, la publicidad deberá indicar este extremo así como el lugar o lugares donde puede adquirirse el mismo, siendo la información contenida en la publicidad coherente con el mismo (ap. 3).

La publicidad deberá ser claramente reconocible como tal, no conteniendo información inexacta o engañosa (ap. 2). Además, no estará sometida a aprobación previa por parte de la CNMV; pero sí podrá ser controlada por esta entidad con posterioridad, por lo que quienes realicen dicha publicidad habrán de conservar ese material publicitario durante el plazo que la propia CNMV establezca a los efectos de dicho control (ap. 5). Por eso mismo se aconseja que se le consulte con carácter previo a la difusión para evitar, en la medida de lo posible, que la CNMV pueda exigir posteriores rectificaciones o ceses de la publicidad en base al art. 44.3 *in fine* del RD 1310/2005.

Cabe destacar que las actividades publicitarias dirigidas a los inversores institucionales difieren de aquéllas que buscan la inversión minorista. Por un lado, el *pre-marketing* institucional se encarga de contactar con los clientes para estudiar la posible demanda de la operación⁸⁹; por otro, el conocido *roadshow* o gira internacional para presentar la colocación en la bolsa de una sociedad⁹⁰.

Finalmente, el art. 100 l) de la LMV señala como infracción grave de las personas físicas o jurídicas la realización de la publicidad infringiendo la ley o reglamentos.

⁸⁸ GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho Mercantil...* Op. cit., p. 305.

⁸⁹ BORREGO RODRÍGUEZ, Á. y GARCÍA ESTÉVEZ, P. *Productos financieros...* Op. cit., p. 154.

⁹⁰ CASTELO MONTERO, M. *Diccionario comentado de términos financieros ingleses de uso frecuente en español*. A Coruña, Netbiblo, 2003.

8. Admisión a negociación

La admisión a negociación es el acontecimiento clave en una OPV, porque se trata del momento en el que la CNMV comprueba que el emisor cumple con todos los requisitos exigidos legal y reglamentariamente (art. 32.1 LMV), y una vez realizado este trámite se da vía libre a la cotización de las acciones en el mercado de valores, fin último que sigue esta operación.

Regulado por el Título I del RD 1310/2005, establece su art. 5 que los requisitos de admisión serán los de idoneidad relativos al emisor y a los valores, y los de información (requisitos que se analizaron con detalle en el epígrafe 4).

El art. 26.4 [sic] de la LMV⁹¹ establece que: “*El procedimiento para la admisión de valores a negociación en los mercados secundarios oficiales deberá facilitar que los valores se negocien de un modo correcto, ordenado y eficiente*”.

ARRANZ distingue dos etapas en el procedimiento de admisión⁹²: una primera ante la CNMV que aprobará la admisión si se cumplen los requisitos de idoneidad e información (art. 6 RD 1310/2005); y una segunda por el organismo rector del mercado.

La CNMV podrá denegar la admisión, señala el apartado segundo del citado artículo, si en su opinión la situación del emisor es tal que la admisión podría dañar el interés de los inversores o dichos valores ya se encuentran admitidos en otro Estado miembro (en cuyo caso, y en aplicación del art. 29 *in fine* de la LMV, la CNMV no tiene competencias de verificación).

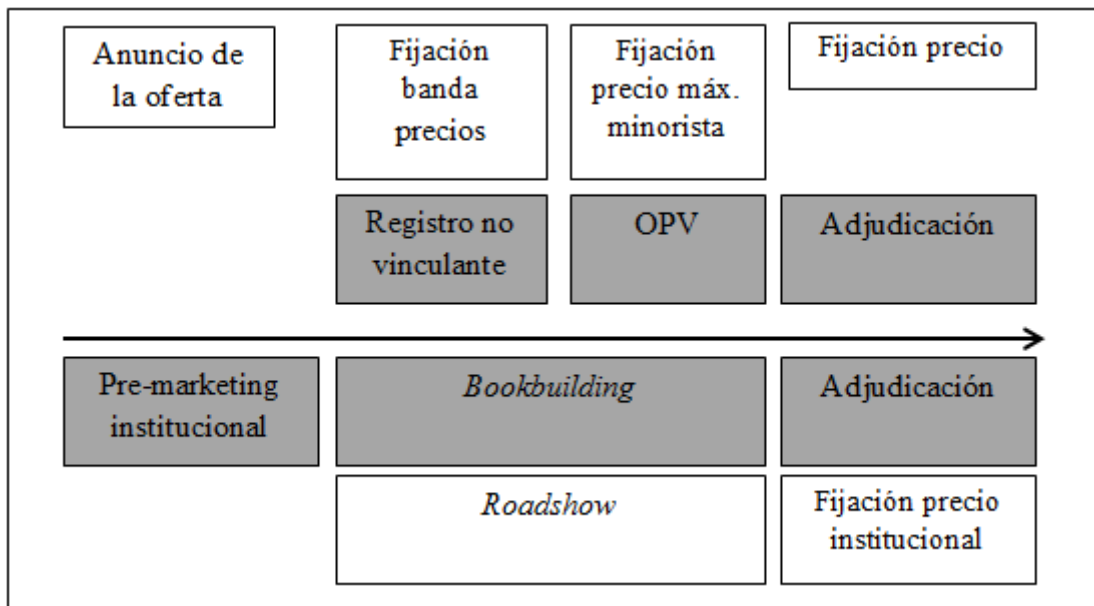
9. Cronología

Una vez analizado todo el proceso de salida a bolsa, resulta conveniente resumirlo en un gráfico, operación que realizan con gran acierto BORREGO RODRÍGUEZ y GARCÍA ESTÉVEZ⁹³:

⁹¹ ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta...". Op. cit., p. 535.

⁹² *Ibíd.*, p. 536.

⁹³ BORREGO RODRÍGUEZ, Á. y GARCÍA ESTÉVEZ, P. *Productos financieros...* Op. cit., p. 154.



En la parte superior del gráfico aparece el proceso de adjudicación al tramo minorista. Una vez anunciada la oferta, se fija la banda de precios (ver epígrafe 3), y en el caso de que ésta sea orientativa, las peticiones de compra no serán vinculantes. En el momento en que se fije el precio máximo minorista (el que pagarán los inversores), las peticiones de compra comienzan a ser vinculantes, y en función de éstas se fijará el precio para este tramo. Finalmente se procederá a la adjudicación.

En el caso en el que las peticiones de compra superen a las acciones disponibles, tendrá que establecerse un sistema de adjudicación de los valores⁹⁴ que se hará constar en el folleto informativo y suele ser el del prorrateo, dividiendo los valores entre las aceptaciones proporcionalmente a su importe o cuantía.

En la parte inferior se representa una OPV para el tramo de inversores cualificados. Como se tuvo ocasión de comentar, la publicidad para este tramo se caracteriza por ser distinta que la dirigida a los inversores minoristas: aparece el *roadshow*. En la parte de pre-marketing institucional la Sociedad de Valores se pone en contacto con los clientes y realiza una investigación de mercados para averiguar la demanda de los valores por estos inversores cualificados; y a través del *Bookbuilding* se rellena el libro de operaciones con las peticiones de compra de estos clientes⁹⁵

⁹⁴ GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho Mercantil...* Op. cit., p. 306.

⁹⁵ BORREGO RODRÍGUEZ, Á. y GARCÍA ESTÉVEZ, P. *Productos financieros...* Op. cit., p. 154-155.

10. Aspectos fiscales, costes y tarifas

El art. 108 de la LMV establece que la transmisión de valores, admitidos o no a negociación en un mercado secundario oficial, estará exenta tanto del IVA como del ITPAJD⁹⁶. Ahora bien, los posibles servicios que presten tanto las ESIs como otros intermediarios financieros, incluidos la CNMV e Iberclear, estarán sujetos a lo dispuesto en la ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido.

En cuanto a los costes que se derivan de una OPV, éstos son bastantes variables: desde los surgidos del cumplimiento de las obligaciones legales hasta los que se producen con ocasión de las costosas campañas publicitarias⁹⁷. Así, estos pueden ser resumidos en los siguientes:

- **Comisión de aseguramiento y colocación**, que dependen de las propias Entidades de Servicios de Inversión y son las de mayor importe⁹⁸.
- **Gastos de publicidad**, que se estiman en torno al 15-20% del total de gastos y dependerán del tipo de publicidad emitida.
- **Tarifas de Bolsa** que pueden ser consultadas en las páginas web de las Bolsas de Barcelona, Bilbao, Valencia y Madrid. En éstas se cobra un canon de estudio, examen y tramitación del expediente de admisión de 1.160€; y un canon por derechos de admisión del 0,1 por mil sobre la capitalización bursátil de los valores a admitir, con un mínimo de 6.000 euros y un máximo de 500.000⁹⁹. Además hay que tener en cuenta que el pago de estos cánones es único e independiente del número de Bolsas en las que se solicite la admisión a negociación en base a un acuerdo entre las cuatro Bolsas españolas¹⁰⁰.
- **Tarifas de la CNMV e Iberclear** que igualmente pueden ser consultadas en sus respectivas páginas web y circulares.

El coste total de una OPV suele rondar el 5% del capital que se oferta¹⁰¹.

⁹⁶ GIL MACIÁ, L., POVEDA BLANCO, F. y SÁNCHEZ SÁNCHEZ, A. *Sistema fiscal. Esquemas y supuestos prácticos*. s.l., Aranzadi, 2014. p. 421

⁹⁷ <<http://www.borsabcn.es/>> consultado el 13-04-2015

⁹⁸ *Ibidem*.

⁹⁹ <<http://www.bolsamadrid.es/docs/BMadrid/Canones/CanonesBolsaMadrid.pdf>> consultado el 13-04-2015.

¹⁰⁰ <<http://www.borsabcn.es/>> consultado el 13-04-2015.

¹⁰¹ BRUN, X. et al. *Mercado de renta variable y mercado de divisas*. Barcelona, Bresca, 2008. p. 41

III. DESARROLLO DE LA OPV DE AENA

Aena: Aeropuertos españoles y navegación aérea, es un ente público creado por el art. 82 de la ley 4/1990, de 29 de junio, de Presupuestos Generales del Estado para 1990. Aena se constituía como Ente de Derecho Público con personalidad Jurídica propia y plena capacidad pública y privada adscrito al entonces Ministerio de Turismo, Transporte y Comunicaciones. Entre sus funciones se encontraban: la ordenación, dirección, coordinación, explotación, conservación y administración de los aeropuertos públicos de carácter civil.

Posteriormente, el Real Decreto-ley 3/2010, de 3 de diciembre, de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y creación de empleo, creaba la Sociedad mercantil estatal “Aena Aeropuertos, SA” en su art. 7, adjudicando la totalidad del capital social al Ente Público anterior y determinando que, siempre que este ente conservase la mayoría del capital social, el resto podría ser enajenado de conformidad con lo establecido en la Ley de Patrimonio de las Administraciones Públicas.

No obstante, no sería hasta el Real Decreto-ley 8/2014, de 4 de julio, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia cuando se hiciese realidad esta última previsión a través de la realización de una Oferta Pública de Venta del 28% del capital de la sociedad mercantil estatal produciéndose un cambio de nombre de la compañía a “Aena, SA” (art. 18).

Aena tiene una cifra de capital social de 1.500.000.000 euros, dividido en 150.000.000 acciones de nominal 10 euros (Pág. 30 del folleto, sección de valores del resumen, subsección tercera).

1. La decisión del Consejo de Ministros

El sábado 5 de julio de 2014 se publicaba en el BOE el Real Decreto-Ley 8/2014, de 4 de julio, de aprobación de medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia; justificándose el mismo por la necesidad de consolidar la recuperación económica que España venía experimentando hasta ese momento (punto I de la Exposición de motivos).

Este RD constituye la base por la cual Aena, SA comenzó a cotizar en bolsa a través de una Oferta Pública de Venta (OPV), con la finalidad de dar entrada a la inversión privada en la entidad y con ello equilibrando el derecho constitucional a la libertad de empresa que recoge nuestra Carta Magna en su art. 38, garantizando el interés general (punto IV de la Exposición de motivos).

Para este cometido se preveía, continúa diciendo el punto IV, configurar un sistema de regulación económica sólido, estable y predecible que, dando confianza y certidumbre a los mercados, permitiese la inversión privada a corto plazo; proceso que únicamente tendría lugar tras una intensa valoración de la compañía que habría de extenderse durante varios meses.

La gestión del ente público continuaría estando en manos del Estado (art. 17) a través de ENAIRE, que vendría a sustituir al Ente de Derecho Público creado por el art. 82 de la Ley 4/1990 (art. 18).

El 11 de julio de 2014, el Consejo de Ministros autorizó al ENAIRE a iniciar los trámites para la venta a través de una OPV del 28% del capital social y la adjudicación de un 21% a inversores de referencia. La decisión de realizar la OPV sería cerrada finalmente el viernes 23 de enero de 2015 por el Consejo de Ministros como culminación del proceso que se había iniciado en julio del año anterior con la aprobación del citado RD 8/2014.

La finalidad de salir a bolsa respondía a las razones de: ampliar la base accionarial para conseguir la difusión necesaria para la admisión a cotización de las acciones en las 4 bolsas españolas y en el Sistema de Interconexión Bursátil¹⁰², facilitar el acceso de Aena a los mercados de capitales, potenciando su prestigio y aumentando la liquidez de los accionistas, y monetizar parte de las acciones de ENAIRE en Aena (apartado 3.4 de la Nota sobre los valores del folleto).

2. Valoración de la compañía, tramos y bandas de precios

Como se ha expuesto en el apartado anterior, la valoración del entorno en el que tendría lugar la OPV se realizó en el propio RD 8/2014, estableciéndose en su

¹⁰² Que, como se ha expuesto anteriormente en el bloque teórico de este trabajo, se fija en un reparto entre el público del 25% del capital social, según el art. 9.7 del RD 1310/2005.

exposición de motivos que el marco económico en el que se desenvolvería ésta sería el de la recuperación económica. Además, Aena había comenzado a ser rentable en 2013 (razón por la que se aprobó su salida a bolsa por el Consejo de Ministros) duplicándose el resultado bruto de explotación¹⁰³.

La valoración de la compañía se puede consultar en el folleto informativo aprobado con ocasión de la OPV (en adelante, el folleto), en la nota de síntesis. Así, la capitalización bursátil total inicial de la compañía se situó entre 6.450 y 8.250 millones de euros, “siguiendo procedimientos de valoración de empresas generalmente aceptados por el mercado en este tipo de operaciones y teniendo en cuenta las características y circunstancias propias de Aena y la situación *presente* de los mercados financieros internacionales” (punto 5.3 de la Nota sobre las acciones: pág. 488 del folleto).

Por su parte, la venta se dividió en dos bloques:

Un 21% dirigido a una serie de inversores de referencia en base a un Concurso Público que asegurasen un núcleo estable de accionistas: Alba Participaciones S.A.U. (que se haría con un 8% del capital social), Faero España S.L. (Ferrovial) y TCI (ambas con un 6,5% respectivamente del capital social). Esta información se puede consultar en el punto 6 sobre acuerdos de admisión a cotización de la nota sobre los valores en la página 504.

Con estos inversores de referencia se pactaron una serie de condiciones suspensivas de manera que los contratos firmados no entrarían en vigor en tanto no se corroborase que: 1. En el plazo de 6 meses contados desde el 16 de octubre se produjese la admisión de estas acciones en el mercado secundario; y 2. Que el precio de las acciones no superase el máximo dispuesto a pagar por cada inversor de referencia: Alba Participaciones S.A.U.: 53,33 euros; Faero España S.L.: 48,66 euros y TCI: 51,60 euros (según el punto 6.3. de la nota sobre los valores del folleto).

El resto de las acciones de la sociedad (alrededor de un 25,45% ampliable hasta un 28% por el ejercicio del *green shoe*) quedarían divididas de la siguiente manera (subapartado 3 de la sección de “oferta” del resumen, pág. 35 del folleto):

¹⁰³

http://www.lamoncloa.gob.es/consejodeministros/referencias/documents/2015/refc20150123e_3.pdf>
consultado el 08-05-2015.

- Tramo minorista, al que le correspondería el 10% de las acciones asignadas a este bloque antes del posible ejercicio del *green shoe* (3.818.182) y que a su vez se distribuiría en:
 - o Subtramo para empleados: con un 10% de la cifra anterior; esto es: 381.818 acciones, pudiendo hacer peticiones de compra que oscilasen entre los 1.500 y 15.000. A los empleados se les adjudicarían las acciones finalmente con un 10% de descuento.
 - o Subtramo minorista general, formado por el 90% de las acciones de este tramo: 3.436.364. Los importes mínimo y máximo por el que se podían realizar peticiones de compra para este subtramo se hallaban entre los 15.000 y 200.000 euros.
- Tramo para Inversores Cualificados, correspondiéndole el 90% de las acciones de este bloque antes del ejercicio del *green shoe* (34.363.636), con un importe para cada petición acotado inferiormente en la cuantía de 100.000 euros (si bien por encima no tienen límite).

No obstante, el 11 de marzo de 2015, las entidades colocadoras de la OPV ejecutaron el *green shoe* y ampliaron la oferta en 6,67 millones de acciones, con lo que se neutralizó la oleada de peticiones de compra recibidas tras su debut en la bolsa¹⁰⁴.

En cuanto a la banda de precios inicial, ésta vino fijada en el folleto informativo entre 43 y 55 euros “con el único objeto de que los inversores dispongan de una referencia para la formulación de sus peticiones de compra” (página 35 del folleto, nota de síntesis).

Indicativa y no vinculante, fue establecida tras las negociaciones de Enaire y las entidades coordinadoras globales, advirtiéndose de la posibilidad de que la cotización de las acciones pudiese variar, tanto a la alza como a la baja, pudiendo perder toda la inversión (punto 4.2 de los Factores de Riesgo; pág. 67 del folleto).

Precisamente, Aena elevó la banda de precios como resultado del gran número de peticiones de compra no vinculantes que se recibieron el 3 de febrero: entre 53 y 58

¹⁰⁴ <http://cincodias.com/cincodias/2015/03/11/mercados/1426110627_831347.html> consultado el 10-05-2015.

euros por acción (frente a la inicial de 43 a 55 euros) suponiendo una capitalización bursátil total de entre 7.950 y 8.700 millones de euros¹⁰⁵.

Esta nueva banda de precios supuso que dos de los tres inversores de referencia anteriores: Ferrovial y TCI que habían fijado precios máximos más bajos en las condiciones suspensivas decidiesen echarse atrás. Este 13% que quedó libre pasó a integrar el tramo de los inversores cualificados¹⁰⁶ integrando la OPV.

3. Requisitos previos a la realización de la OPV

3.1. Requisitos de idoneidad relativos al emisor

a) Acuerdos sociales de emisión

La decisión de enajenar parte del capital de la mercantil correspondía a Enaire, único accionista hasta entonces de la entidad; que aceptó la venta de sus acciones el 14 de octubre de 2014.

Una vez tomada la decisión por éste, el Consejo de Administración acordó solicitar la admisión a negociación de los valores en el mercado secundario el 20 de enero de 2015.

Se puede consultar esta información en la pág. 502 del folleto, punto 6 de la nota sobre los valores.

b) Página web de la sociedad

Cumpliendo con el art. 11 *bis* de la LSC, la mercantil Aena, S.A. ya disponía con anterioridad al anuncio de la OPV de una página web corporativa: <http://www.aena.es> en la que se publicó tanto el folleto informativo de la Oferta como toda la información relevante: convocatoria de la junta general de accionistas para el día 3 de junio de 2015¹⁰⁷.

¹⁰⁵ <<http://www.rtve.es/noticias/20150203/aena-eleva-banda-precios-prevista-salida-bolsa-entre-53-58-euros/1092680.shtml>> consultado el 06-05-2015

¹⁰⁶ *Ibidem*.

¹⁰⁷ <<http://www.aena.es/csee/Satellite/Accionistas/es/Page/1237571224035/1237568522634//>> consultado el 10-05-2015.

c) Especialidades de la Junta General

Aena se dotó de un Reglamento de la Junta General de Accionistas con ocasión de su salida a bolsa; Reglamento que entraría en vigor a partir de la fecha de admisión a negociación de las acciones en las bolsas de valores (art. 2).

Éste garantiza, en su art. 1, la igualdad de trato de todos los accionistas y su participación efectiva en la Junta, para lo que el anuncio de la convocatoria de la Junta se hará tanto en el BORME o uno de los diarios de mayor circulación en España, como en las páginas web de la CNMV y Aena con un mes de antelación (art. 11 del Reglamento); y se publicará el texto de lo acordado en la página web corporativa dentro de los 5 días siguientes a la finalización de la Junta General (art. 45).

d) Especialidades del Consejo de Administración

Cumpliendo con el art. 529 *bis* LSC, Aena se encontraba ya administrada por un Consejo de Administración, cuyos miembros se pueden consultar en el propio folleto de emisión, en el apartado 14 del Documento de Registro.

El presidente y consejero delegado del Consejo, a la fecha de publicación del folleto, era José Manuel Vargas Gómez, que es quien firma el folleto de emisión. Junto a él encontramos a 10 consejeros dominicales (2 mujeres y 8 hombres), y a 4 independientes (todo hombres)¹⁰⁸.

e) Capital social mínimo y beneficios

El capital social de Aena, como se ha establecido anteriormente, está integrado por 1.500.000.000 euros, dividido en 150.000.000 acciones de nominal 10 euros (Pág. 30 del folleto, sección de valores del resumen, subsección tercera).

Por otro lado, los resultados del ejercicio después de impuestos de los dos últimos ejercicios (tomando como dato de 2014 la información financiera última auditada que es la de 30 de septiembre de 2014) fueron de 450.533.000 euros en 2013 y 819.458.000

¹⁰⁸ En este caso, no se cumplen las recomendaciones del Código Conthe de Buen Gobierno Corporativo: GARCÍA-PERROTE ESCARTÍN, I. y MERCADER UGUINA, J. R. *La ley de igualdad: consecuencias prácticas en las relaciones laborales y en la empresa*. Valladolid, Lex Nova, 2007. pp. 190-191.

euros en 2014 (página 347), que constituyen un 30 y un 55% respectivamente del capital social.

3.2. Requisitos de idoneidad relativos a los valores

Las acciones se encontraban primitivamente representadas por medio de anotaciones en cuenta y, por ende, no hubo que hacer ninguna modificación a este respecto (Estatutos sociales, art. 7.1).

Asimismo, no se establece ninguna restricción a la libre transmisibilidad de los valores, que se podrá realizar por cualquier medio admitido en Derecho y vía transferencia contable (art. 9 de los Estatutos).

Finalmente, el importe total *a priori* de los valores para los cuales se solicitaba la admisión a negociación ascendió a 381.818.180 euros, suponiendo una distribución entre el público inversor del 25,45% del capital social con anterioridad al ejercicio del *green shoe* (página 29 del folleto).

3.3. Due diligence o auditoría. La Comfort letter

La *due diligence* fue una de las cuestiones más controvertidas de la salida a bolsa de Aena, y que cerca estuvo de trincar el objetivo de la entidad de enajenar en el parqué el 49% de su capital social.

En un principio la operación estaba prevista para el 12 de noviembre de 2014 pero posibles conflictos de interés con los auditores de la entidad retrasaron la OPV hasta el 11 de febrero de 2015¹⁰⁹.

Como entidad de gran tamaño, las cuentas de Aena venían siendo auditadas por la mercantil *PriceWaterhouseCoopers*, y como es habitual en este sector, también se le adjudicó a esta compañía la realización de la *due diligence* para la salida a bolsa y la *comfort letter*.

No obstante, Luis de Guindos (Ministro de Economía y Competitividad) estimó que podía haber un conflicto de interés que se traduciría en un perjuicio para los inversores

¹⁰⁹ GAVIRA, M. Á., MUÑOZ, A. y BLANCO, I. “Aena despegó el 12 de febrero tras subir el Ibex un 10% desde mínimos anuales”. *El Economista* (25-11-2014), p. 13.

derivado de la situación anterior¹¹⁰, por lo que se decidió no aprobar el folleto informativo el 24 de octubre de 2014, y retrasar la OPV a 2015 el 30 de octubre de 2014¹¹¹.

El 14 de noviembre de 2014, Aena convocó un concurso público para elegir cuál sería el auditor de sus cuentas para cumplir con los requisitos de la OPV y realizar las *comfort letters*; concurso al que únicamente se presentó la auditora Ernst&Young¹¹² después de que *PriceWaterhouseCoopers* decidiese no acudir al concurso; y que por tanto le fue adjudicado a ésta (folleto, págs.: 72-73).

3.4. Requisitos relativos a la aportación de documentos

Podemos encontrar todos los documentos exigidos por el art. 26 de la LMV en el propio folleto.

En primer lugar, el firmante del folleto es D. José Manuel Vargas Gómez, Consejero Delegado de Aena y quien representa a la sociedad (página 1).

Además, en el folleto se indica que se pueden consultar los Estatutos en el domicilio social de Aena así como en el Registro Mercantil de Madrid (págs.: 392-293).

Finalmente, incluyen el folleto los Estados financieros auditados de la entidad de los últimos 3 años, que se pueden consultar a partir de la página 115.

4. Sujetos intervinientes en la OPV

a) Coordinador global y entidades colocadoras

Los coordinadores globales, que coinciden con las entidades colocadoras, fueron: Merrill Lynch International, BBVA, Goldman Sachs International, Morgan Stanley & Co. International y Banco Santander (págs. 40 y 425), junto con las respectivas entidades asociadas a éstas.

¹¹⁰ Si bien un dictamen del despacho de abogados Uría Menéndez estimó que no había conflicto de interés: <<http://www.expansion.com/2014/10/27/mercados/1414394058.html>> consultado el 09-05-2015.

¹¹¹ GAVIRA, M. Á., MUÑOZ, A. y BLANCO, I. “Aena despega el 12 de febrero...”. Op. cit.

¹¹² <http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-12-12/ernst-young-se-queda-sola-para-hacer-la-auditoria-de-la-opv-de-aena_590180/> consultado el 09-05-2015.

En la nota sobre los valores, además, se pueden consultar las declaraciones de las entidades directoras en cumplimiento del art. 35 del RD 1310/2005 acerca de la comprobación, en base a criterios comúnmente aceptados, de que los términos y condiciones de la OPV así como los derechos y obligaciones de los valores no es falsa ni se omiten datos relevantes (pág. 425).

b) Entidades aseguradoras, agentes, auditoras y asesores legales

Para el tramo de Inversores cualificados cumplieron esta función HBSC, J.P. Morgan Securities, Credit Agricole Corporate and Investment Bank, Société Générale y RBC Europe Limited (págs. 491-492). Con estas se firmó un compromiso de aseguramiento en firme (págs. 497 y 500).

Mientras que para el tramo minorista, tenemos al BBVA, Banco Santander, Banca March, Banco Cooperativo Español, Banco de Caja España de Inversiones, Salamanca y Soria, Banco Sabadell, Banco Mare Nostrum, Banco Mediolanum, Banco Popular Español, Bankia, Bankinter, BEKA Finance, Caixabank, Caja Laboral Popular, CECABANK, GVC, Ibercaja Banco, Norbolsa, Renta 4 Banco y Unicaja Banco (págs. 492 y 493) con los que se firmó un contrato de colocación sin base en un compromiso en firme (pág. 497).

BBVA y Santander se constituyeron como entidades agentes (pág. 453), encargadas de realizar el prorrateo hasta el 8 de febrero de 2015 inclusive, adjudicando las acciones el 10 de febrero del mismo año (pág. 454); y Ernst&Young la entidad auditora (como se ha comentado anteriormente).

Por su parte, Lazard, N+1 (como asesores financieros de Enaire), Pérez-Lorca Abogados, Mayer Brown International (como asesores legales de la compañía), Uría Menéndez Abogados y Davis Polk & Wardwell (como asesores legales del sindicato colocador). (pág 514).

5. El folleto informativo

Redactado en castellano, el folleto informativo de la OPV de Aena se presenta como un documento único, pues cumple la estructura que el art. 25.1 del Reglamento 809/2004 exige en este caso.

5.1. El resumen o nota de síntesis

La nota de síntesis puede ser consultada en la página 9 en adelante del folleto informativo.

En éste se especifica que la misma ha sido redactada conforme a la normativa comunitaria (Reglamento 809/2004, Anexo XXII) cuya información se estructura en 5 secciones: A. Introducción y advertencias; B. Emisor y posibles garantes; C. Valores; D. Riesgos y E. Oferta.

5.2. Formato y estructura del folleto, suplementos e idioma

i. Documento de registro

El documento de registro se puede consultar a continuación del apartado de Factores de riesgo (que se corresponde con el apartado 4 del Documento de registro), a partir de la página 71 del folleto. La información que éste contiene se puede esquematizar en:

- **Identidad de directores, altos directivos, consejeros y auditores:** en el apartado 1 (página 71) se puede consultar quienes son las personas responsables del documento de registro. A continuación, en el apartado 2 (pág. 72), se determina que el auditor de las cuentas es la entidad Ernst&Young.
- **Información importante sobre el emisor,** pudiéndose consultar la información financiera seleccionada en la página 74, apartado 3, que incluye información histórica e intermedia.
- **Información sobre la empresa,** a partir del apartado 5 en la página 77 se incluye información acerca de la historia y evolución de Aena, seguido por la descripción del negocio en el apartado 6, la estructura organizativa en el 7, y finalizando con la propiedad, instalaciones y equipo en el 8.
- **Estudio y perspectivas operativas y financieras:** que se puede consultar en el apartado 9 del documento (página 233).
- **Directores, altos directivos y empleados** en los apartados 14 y 15, en las páginas 263 y 289 los directores y altos directivos; y en el apartado 17 (página 300) los empleados
- **Accionistas importantes y operaciones de partes vinculadas,** en el apartado 18 del folleto (página 307) y 19 (página 308) respectivamente.
- **Información financiera** en el apartado 20 (página 315).
- **Información adicional:** en los apartados 21 a 25 (página 387 en adelante).

ii. Nota sobre los valores

Pudiendo ser leída a continuación del documento de registro, a partir de la página 425, y cuya información puede ser resumida en:

- **Personas responsables por la Nota sobre las acciones** en el apartado 1 (pág. 425).
- **Información importante sobre el emisor:** leyéndose los factores de riesgo en el apartado 2 y la información fundamental en el 3 (pág. 426)
- **Información de la oferta y admisión a cotización**, como la información acerca de los valores que se van a ofertar en el apartado 4 (pág. 429), cláusulas y condiciones de la oferta en el apartado 5 (pág. 444), acuerdos de admisión en el apartado 6 (pág. 502), quiénes van a vender sus valores en el apartado 7 (pág. 510), los gastos de emisión en el 8 (pág. 512) y la dilución en el 9 (pág. 514)
- **Información adicional** en el apartado 10 (página 514 y ss.)

Finalmente se añaden como apéndice los Estados financieros consolidados de los ejercicios 2013, 2012 y 2011 (pág. 518) y una lista de documentos incorporados por referencia (pág. 517).

5.3. Aprobación, registro y publicación

El folleto informativo fue aprobado y registrado por la CNMV el 23 de enero de 2015 (página 2 del folleto), publicándose en la página web de este organismo, así como en la web corporativa de Aena. Junto a estos, en cualquiera de las entidades que formaban parte del sindicato colocador de la oferta se podía obtener información escrita sobre la OPV¹¹³.

6. Publicidad

La salida a bolsa se publicitó en varios medios:

¹¹³ <<http://opv.aena.es/las-acciones-y-la-salida-a-bolsa.html>> consultado el 01-02-2015

- Por un lado, en la propia página web corporativa de la compañía, donde además se incluía información resumida para los inversores potenciales, solicitándose datos acerca del país de residencia:



Fuente: <<http://opv.aena.es>> consultado el 01-02-2015

- Junto al anterior, se realizaron varios *spots* publicitarios en televisión, se insertaron anuncios en periódicos de tirada nacional como el *Expansión* (miércoles 28 de enero, página 7), y se imprimieron dísticos informativos que se podían adquirir gratuitamente en las entidades colocadoras.

En todos ellos se informaba de que el folleto informativo se podía obtener de las webs corporativas de Aena y la CNMV, prohibiéndose la difusión de dicha documentación en EE. UU., Australia, Canadá o Japón.

Por otro lado, el *Roadshow* con los Inversores Cualificados fue protagonizado por el Consejero Delegado y presidente de Aena, José Manuel Vargas, comenzando el 27 de enero en Londres con dos conferencias (con 50 y 100 inversores asistentes a cada una) y 17 reuniones particulares con los fondos más dispuestos a apostar por la operación¹¹⁴.

7. Admisión a negociación

El 20 de enero de 2015 el Consejo de Administración de Aena, tras la decisión de Enaire como accionista único, acordó solicitar la admisión a negociación de Aena en las

¹¹⁴ CASADO, R. “La OPV de Aena atrae a 200 grandes inversores en Londres”. *Expansión* (28-01-2015), p. 18.

cuatro Bolsas de Valores españolas (Madrid, Valencia, Barcelona y Bilbao) así como en el SIBE (Sistema de Interconexión Bursátil), tal y como se puede consultar en las páginas 502 y 503 del folleto.

Las acciones fueron finalmente admitidas a negociación el 11 de febrero de 2015 siendo hasta día de hoy (08/05/2015) su cotización la siguiente:



Fuente: <<https://es.finance.yahoo.com/q/bc?s=AENA.MC&t=3m&l=on&z=l&q=l&c=>>> consultado el 09-05-2015.

8. Calendario de la operación

El calendario de la operación viene recogido, a modo de resumen, en la página 36 del folleto. Cabe destacar que este difiere (como se ha explicado en el apartado correspondiente del bloque II de este trabajo) según se trate de inversores minoristas o cualificados.

- Tramo de inversores minoristas

Actuación	Fecha (2015)
Firma del contrato de colocación	22 de enero
Registro del folleto por la CNMV	23 de enero
Inicio del período de formulación/revocación de mandatos de compra	26 de enero
Fin del período de formulación/revocación de mandatos de compra	3 de febrero ¹¹⁵

¹¹⁵ Este día fue cuando se elevó la banda de precios, dentro del plazo de revocación de solicitudes.

Inicio del período de solicitudes vinculantes de compra	4 de febrero
Fin del período de formulación/revocación de solicitudes vinculantes de compra	6 de febrero
Asignación definitiva de acciones al Tramo Minorista	7 de febrero
Realización del prorrateo	Hasta 8 de febrero
Fijación del precio minorista	9 de febrero
Adjudicación de acciones	10 de febrero
Admisión a negociación oficial	11 de febrero
Liquidación de la oferta	13 de febrero

Fuente: folleto informativo de la OPV.

- Tramo de Inversores Cualificados

Actuación	Fecha (2015)
Registro del Folleto por la CNMV	23 de enero
Inicio del período de <i>book-building</i>	26 de enero
Fin del período de <i>book-building</i>	9 de febrero
Fijación del precio del tramo para inversores cualificados Selección de propuestas de compra Firma del contrato de aseguramiento Inicio del plazo de confirmación de propuestas de compra	9 de febrero
Finalización del plazo de confirmación Adjudicación de acciones a inversores	10 de febrero
Admisión a negociación oficial	11 de febrero
Liquidación de la oferta	13 de febrero
Fin del período de estabilización	11 de marzo

Fuente: folleto informativo de la OPV.

9. Gastos de la oferta

Los costes de la operación vienen recogidos en el propio folleto informativo, en el apartado 8 de la nota sobre los valores; indicándose que son meramente indicativos dada

la dificultad de determinarlos hasta el fin de la OPV. Se pueden resumir en la siguiente tabla:

Gastos	Millones de euros
Comisiones de la Oferta	5,1
Tarifas y cánones de las Bolsas Españolas	0,7
Tasas de la CNMV	0,1
Tasas de Iberclear	0,1
Agencia y campaña de publicidad	8
Póliza de seguro de responsabilidad para la Oferta	Hasta 0,85
Otros gastos (Notaría, Registro, entre otros)	3 – 3,7
Total	17,85 – 18,55

Fuente: folleto informativo de la OPV.

IV. REFLEXIONES FINALES

Del análisis realizado en este trabajo, se pueden extraer varias conclusiones:

En primer lugar, el proceso de salida a bolsa, bien sea a través de una OPV o una OPS, resulta excesivamente complejo, debido a la enorme cantidad de documentos de carácter técnico que se tienen que presentar a la hora de solicitar la admisión a negociación de los valores, así como las importantes cifras de capital que están en juego.

Además se consigue, bajo mi punto de vista, una elevada protección del accionista inversor que, una vez consultados los documentos anteriores, se convierte en un verdadero inversor informado (como se ha dicho anteriormente); pues si bien el folleto informativo en su totalidad puede resultar complejo, el papel que juegan el resumen y las entidades colocadoras cobra una gran trascendencia en este sentido.

Finalmente, la salida a bolsa de Aena puede ser calificada de exitosa, en la medida en que la cotización de sus acciones se elevó en los días posteriores (como se puede consultar en el gráfico de la página 47) y el proceso, aunque estuvo al borde de resultar fallido, concluyó satisfactoriamente.

V. BIBLIOGRAFÍA

- ÁLVAREZ OTERO, S. *La valoración de las ofertas públicas iniciales*. s.l., Universidad de Oviedo, 2000.
- ÁLVAREZ, S. y GONZÁLEZ-MENESES, M. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. Madrid, Dykinson, 2011.
- ARRANZ, G.: "Emisiones, ofertas públicas de venta y admisión a negociación de valores en un mercado secundario oficial", en Francisco Uria (coord.): *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, La Ley, 2007, pp. 523-588.
- BARRACHINA, E. *Derecho del Mercado de Valores*. Madrid, Difusión Jurídica y Temas Actualidad, 2011.
- BARTOS J. *United States Securities Law: A Practical Guide*. s.l., Kluwer Law International, 2006.
- BORREGO RODRÍGUEZ, Á. y GARCÍA ESTÉVEZ, P. *Productos financieros*. Madrid, Pearson Educación, 2002.
- BRUN, X., ELVIRA, Ó. y PUIG, X. *Mercado de renta variable y mercado de divisas*. Barcelona, Bresa, 2008.
- CASADO, R. "La OPV de Aena atrae a 200 grandes inversores en Londres". *Expansión* (28-01-2015), p. 18.
- CASIMIRO, L. M. y LARA, R. "La contratación en el mercado primario", en Ana Belén Campuzano, Fernando Conlledo y Ricardo J. Palomo (dirs.): *Los mercados financieros*, Valencia, Tirant Lo Blanch, 2013, pp. 644-667.
- CASTELO MONTERO, M. *Diccionario comentado de términos financieros ingleses de uso frecuente en español*. A Coruña, Netbiblo, 2003.
- CENTENO HUERTA, L.: "Régimen jurídico de los valores negociables y de los instrumentos financieros", en Francisco Uria (coord.): *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Madrid, La Ley, 2007, pp. 457-522.

- CONDE AMO, I. y CONDE LÓPEZ, A. *Mercados Financieros I. Análisis y gestión de valores bursátiles*. Madrid, Colex, 2003.
- FERNÁNDEZ PÉREZ, N. *La protección jurídica del accionista inversor*. Elcano, Aranzadi, 2000.
- FERNANDEZ, P. *Valoración de empresas. Cómo medir y gestionar la reacción de valor*. Barcelona, Gestión 2000, 1998.
- GALLEGO SÁNCHEZ, E. *Derecho Mercantil. Parte segunda*. Valencia, Tirant Lo Blanch, 2012.
- GARCÍA-PERROTE ESCARTÍN, I. y MERCADER UGUINA, J. R. *La ley de igualdad: consecuencias prácticas en las relaciones laborales y en la empresa*. Valladolid, Lex Nova, 2007.
- GAVIRA, M. Á., MUÑOZ, A. y BLANCO, I. “Aena despega el 12 de febrero tras subir el Ibex un 10% desde mínimos anuales”. *El Economista* (25-11-2014), p. 13.
- GIL MACIÁ, L., POVEDA BLANCO, F. y SÁNCHEZ SÁNCHEZ, A. *Sistema fiscal. Esquemas y supuestos prácticos*. s.l., Aranzadi, 2014.
- GUARNIDO RUEDA, A., JAÉN GARCÍA, M. y AMATE FORTES, I. *La desregulación y privatización de las empresas públicas*. Almería, Universidad de Almería, 2007.
- GUERRAS, L. Á. y NAVAS, J. E. *La dirección estratégica de la empresa*. s.l., Aranzadi, 2011.
- HORMIGOS, A. “Comenzar a cotizar en bolsa o no, esa es la cuestión”. *El Economista* (04-12-2014), p. 27.
- RODRIGO, N. *La bolsa contada con sencillez*. Madrid, Maeva Ediciones, 2004.
- RUIZ DE VELASCO, A. “La protección del inversor”. *Cuadernos de Estudios Empresariales* 7 (1997), pp. 431-452.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. “Reglamento sobre suplementos de folleto”. *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* 134 (2014), p. 297.

SANTANDREU, E. *Diccionario de términos financieros*. Barcelona, Granica, 2002.

VICENT CHULIÁ, F. “Notas sobre convocatoria e información previa a la Junta en la Sociedad Cotizada española”. *Revista de Derecho Mercantil* 287 (2013), pp. 29-61.

ZUNZUNEGUI PASTOR, F. “Aproximación a la protección del inversor en el mercado de valores”, en Sergio Rodríguez Azuero, Erick Rincón Cárdenas y Juan Jacobo Calderón Villegas (dirs.) *Temas de Derecho Financiero Contemporáneo*. Bogotá, Universidad del Rosario, 2006, pp. 190-208.

SAP Murcia (Sección 3ª) núm. 145/2003 de 16 de junio.

SAP Asturias (Sección 5ª) núm. 78/2015 de 23 de marzo.

STS (Sala de lo Civil) núm. 28/2003 de 20 de enero.

SJPI Valencia, núm.27, sentencia núm. 18/2015 de 2 febrero.

<http://cincodias.com/cincodias/2015/03/11/mercados/1426110627_831347.html>
consultado el 10-05-2015.

<https://www.cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ9> consultado el 05-04-2015

<https://www.cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ3> consultado el 05-04-2015

<https://www.cnmv.es/Portal/GPage.aspx?id=MP_FAQ10> consultado el 05-04-2015

<<http://www.borsabcn.es/>> consultado el 13-04-2015

<<http://www.bolsabilbao.es/>> consultado el 12-03-2015

<<http://www.bolsamadrid.es/docs/BMadrid/Canones/CanonesBolsaMadrid.pdf>>
consultado el 13-04-2015

<<http://www.expansion.com/72014/10/27/mercados/1414394058.html>> consultado el
09-05-2015

<http://www.icjce.es/images/pdfs/guias_de_actuacion/anterior/guia_actuacion_6.pdf>
consultado el 08-04-2015.

<http://www.elconfidencial.com/empresas/2014-12-12/ernst-young-se-queda-sola-para-hacer-la-auditoria-de-la-opv-de-aena_590180/> consultado el 09-05-2015.

<<http://www.rtve.es/noticias/20150203/aena-eleva-banda-precios-prevista-salida-bolsa-entre-53-58-euros/1092680.shtml>> consultado el 06-05-2015

<<http://opv.aena.es/las-acciones-y-la-salida-a-bolsa.html>> consultado el 01-02-2015

<<https://es.finance.yahoo.com/q/bc?s=AENA.MC&t=3m&l=on&z=1&q=1&c=>>
consultado el 09-05-2015.

<<https://www.cnmv.es/Portal/Publicaciones/Estadisticas-Mercados-Primarios.aspx>>
Consultado el 01-03-2015