

¿Y si hemos conferido demasiado poder a los directivos? Análisis de la *Accelerated Bookbuilt Offering*

Por **Miguel Ángel Villacorta Hernández** | Doctor en Derecho Mercantil | Profesor en la Universidad Complutense de Madrid

La existencia de una crisis económica y la consiguiente necesidad de ahorrar costes en todos los procesos empresariales (incluidos los de obtención de fondos en el mercado de capitales) tiene consecuencias insólitas, como que los inversores renuncien a un derecho económico-jurídico fundamental a cambio de nada.

Está claro que en las grandes empresas cotizadas el poder ya no está en manos de los accionistas sino de los directivos, pero cada día nos damos cuenta de que el traslado de poder era más profundo de lo que parecía.

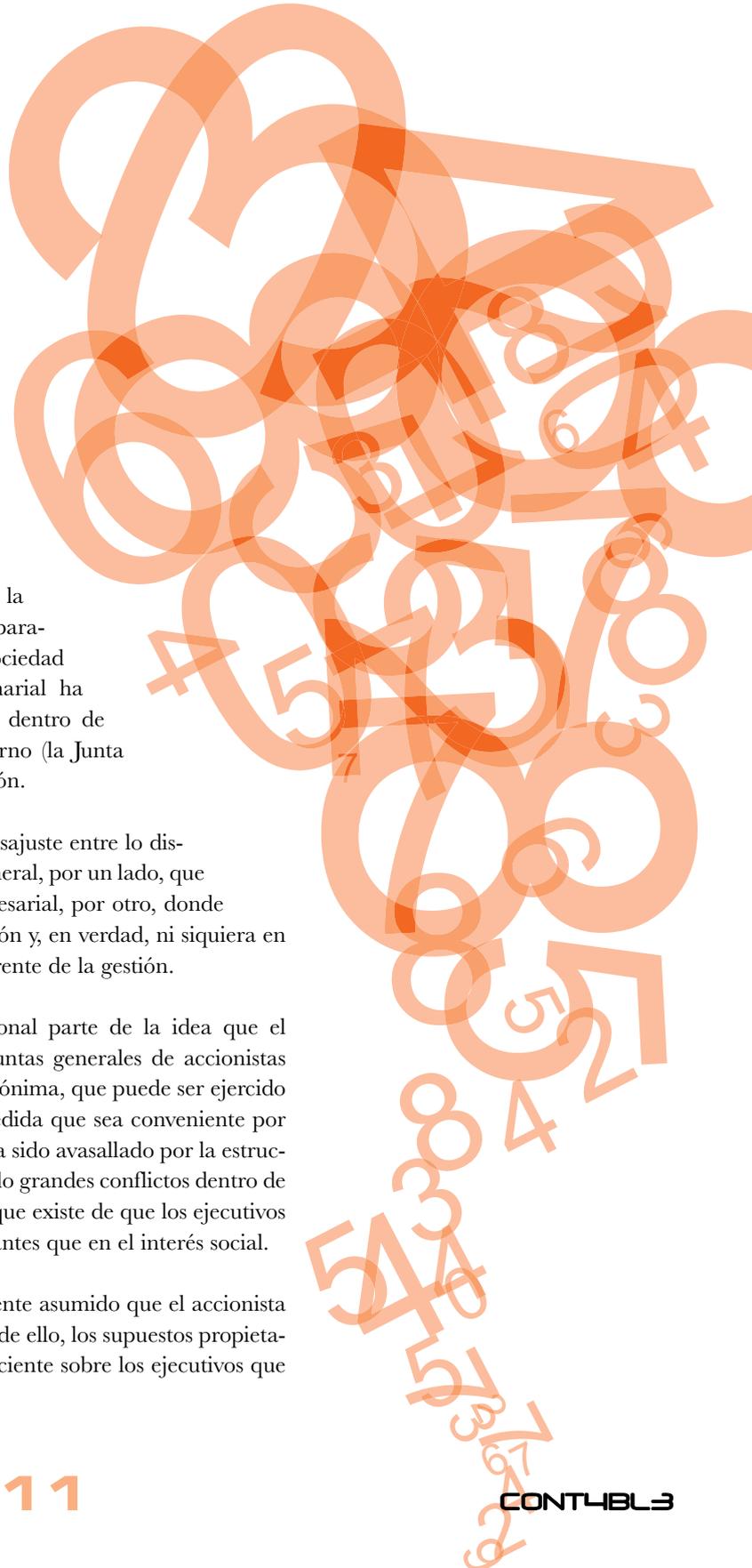
1. Excesivo poder de los directivos

La dispersión del accionariado, como instrumento para la acumulación de capitales, ha provocado la abismal separación entre la propiedad del capital y la gestión de la sociedad anónima bursátil. Este proceso de dispersión accionarial ha generado también un traslado del poder de decisión dentro de la sociedad anónima, del órgano tradicional de gobierno (la Junta General de Accionista) hacia el órgano de administración.

En las sociedades anónimas cotizadas se produce un desajuste entre lo dispuesto por el legislador para la sociedad anónima en general, por un lado, que asigna el gobierno a los accionistas, y la realidad empresarial, por otro, donde el poder de decisión recae en el órgano de administración y, en verdad, ni siquiera en dicho órgano, sino en aquellos ejecutivos que están al frente de la gestión.

Al regular la sociedad anónima, el legislador tradicional parte de la idea que el conjunto de accionistas-propietarios reunidos en las juntas generales de accionistas constituyen la fuente de todo el poder en la sociedad anónima, que puede ser ejercido directamente o bien delegar en otros órganos en la medida que sea conveniente por razones prácticas. Este esquema funcional tradicional ha sido avasallado por la estructura empresarial de la gran sociedad anónima; generando grandes conflictos dentro de las organizaciones que pueden sintetizarse en el riesgo que existe de que los ejecutivos orienten las decisiones societarias en beneficio propio, antes que en el interés social.

La situación se agrava por el hecho de que está totalmente asumido que el accionista clásico ha pasado a ser solamente un inversor; derivado de ello, los supuestos propietarios de la sociedad anónima no realizan un control suficiente sobre los ejecutivos que gestionan.



La *Accelerated Bookbuilt Offering* –o, de forma simplificada “oferta acelerada de acciones”– es un procedimiento mediante el cual una compañía emite y ofrece o vende de forma rápida un paquete de acciones

2. Ampliaciones de capitales sin derecho preferente de suscripción

Las reformas introducidas en 1998, en el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, permitieron liberalizar y flexibilizar el régimen de emisión de valores y, en particular, las ampliaciones de capital de las sociedades cotizadas, dando así cabida en el ordenamiento jurídico español a procedimientos novedosos. Estas reformas modificaron el régimen de inscripción de los aumentos de capital en el Registro Mercantil para agilizar la admisión a cotización de las nuevas acciones y alteraron parcialmente la regulación del derecho de suscripción preferente, dotando a las sociedades cotizadas de una disciplina menos rígida en esta materia.

En el mismo sentido, el 4 de mayo de 1999, representantes de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores –hoy, Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores–, el Colegio Oficial de Registradores de la Propiedad y Mercantiles y las Sociedades Rectoras de las cuatro Bolsas de Valores españolas, adoptaron un “Protocolo de Acuerdo para la agilización del procedimiento de admisión a negociación en Bolsa de los aumentos de capital”. Por medio de este acuerdo, las entidades firmantes asumen el compromiso de seguir un procedimiento –con plazos mínimos– que permitan acelerar la tramitación de la admisión a negociación en Bolsa de las acciones integrantes de aumentos del capital de sociedades anónimas. Este Protocolo también ha contribuido significativamente a acelerar la admisión a cotización de las nuevas acciones que se emiten en las ampliaciones de capital.

Ambas reformas han facilitado que se lleven a cabo la “**colocación privada acelerada de acciones a inversores cualificados**” en España, procedimiento conocido en la práctica anglosajona como *Accelerated Bookbuilt Offering* o «ABO».

La denominación de la operación en idioma castellano podría ser “**colocación privada acelerada de acciones a inversores cualificados**” o simplificada “**oferta acelerada de acciones**”. Por su parte, en los diversos Folletos de emisión de las ampliaciones de capital emitidos por las compañías se le denomina de formas diversas:

- “Colocación Privada Acelerada” (Folleto de Emisión de ampliación de capital de Liberbank 21/5/2014: p. 3)
- “Procedimiento de oferta acelerada con prospección de demanda” (Folleto de Emisión de ampliación de capital de Iberdrola 30/3/2006: p. 15)
- “Ampliación de Capital Acelerada” (Informe especial sobre exclusión del derecho de suscripción preferente del Banco Popular 09/03/2005: p. 4).

El procedimiento *Accelerated Bookbuilt Offering* suele ser empleado en los mercados de capitales con alguna de las dos siguientes finalidades:

- adjudicar a inversores cualificados las nuevas acciones que se emitan en el contexto de una ampliación de capital, generalmente acordada bajo la fórmula del capital autorizado (operaciones en mercado primario); o
- colocar entre uno o más inversores cualificados un paquete de acciones de una sociedad cotizada (operaciones en mercado secundario, también conocidas como *block trades*).

Aunque en España hemos tenido operaciones *block trades* –por ejemplo, la del Banco Sabadell en noviembre 2013– en los últimos años se han incrementado considerablemente las operaciones en el mercado primario de valores español. En este sentido, cabe destacar que se han producido nueve ampliaciones de capital mediante este procedimiento hasta marzo de 2015 (cuadro 1).

Cuadro 1. *Accelerated Bookbuilt Offering* en el mercado primario español

	Banco Popular	Iberdrola	Banco Sabadell	Sacyr	Liberbank	CIE Automotive	BBVA	SCH	NH Hoteles
Fecha	Marzo 2005	Marzo 2006	Febrero 2011	Abril 2014	Mayo 2014	Junio 2014	Noviembre 2014	Enero 2015	Enero 2015
Tamaño absoluto	7.850.000 euros	847.323.771,50 euros	126´4 millones de euros	170 millones de euros	475 millones de euros	2´54 millones de euros	2.000 millones de euros	7.500 millones de euros	121.839.404 euros
Tamaño relativo	4,65% del capital social antes del aumento	5,81% del capital social antes del aumento	10% del capital social antes del aumento	7,8% del capital social antes del aumento	8,3% del capital social antes del aumento	7´89% del capital social antes del aumento	4,09% del capital social antes del aumento	9,9% del capital social antes del aumento	7´6% del capital social antes del aumento
Bancos agentes de la colocación (Joint Book-runners)	UBS	J.P. Morgan y Morgan Stanley	UBS	JB Capital Markets y Fidentiis Equities	Deutsche Bank AG London Branch	JB Capital Markets y Societe Générale Corporate & Investment Banking	BofA Merrill Lynch y Morgan Stanley	Goldman Sachs y UBS	UBS

Fuente: elaboración propia

3. Procedimiento *Accelerated Bookbuilt Offering*

El procedimiento por el que cada una de las anteriores ampliaciones de capital han sido llevadas a cabo es casi idéntico. En todas estas ampliaciones de capital, una empresa vende un paquete de acciones en un breve espacio de tiempo solamente a los inversores cualificados, mediante una sociedad de inversión que ayuda a fijar el precio final y, en todas ellas, se ha constatado una exclusión del derecho preferente de suscripción.

La *Accelerated Bookbuilt Offering* es un procedimiento mediante el cual una compañía emite y ofrece o vende de forma rápida un paquete de acciones. De esta forma, las empresas cotizadas pueden utilizar este tipo de herramientas para obtener fondos rápidamente, para ampliar capital o para desprenderse de la participación que tienen en otras compañías. Esta operación se dirige exclusivamente a inversores institucionales o cualificados.

Los inversores cualificados (*qualified investor*) son las entidades que realizan operaciones de volumen significativo en los mercados de valores. Se consideran inversores cualificados tanto los inversores institucionales (bancos y cajas, compañías de seguros, sociedades gestoras de fondos, etc., que realicen habitualmente inversiones en valores negociables), como las personas físicas y jurídicas que, cumpliendo determinadas condiciones, soliciten ser considerados inversores cualificados.

La colocación acelerada comienza inmediatamente después de que la compañía publique el correspondiente hecho relevante en la página web de la CNMV. En ese documento, la empresa cotizada fija cuál es el periodo máximo de colocación (habitualmente, entre uno y tres días).

La empresa designa a una o varias sociedades de inversión para que realicen las labores de difusión y promoción de la colocación. Estas sociedades de inversión se encargan de efectuar una prospección de la demanda para determinar cuál puede ser el éxito final de la operación y, por tanto, cuántos inversores estarían dispuestos a acudir a esta operación.

Una vez concluido el período de prospección de la demanda, se determina el precio de la oferta y se lleva a cabo la selección de las propuestas de adquisición o de suscripción, procediéndose posteriormente a la confirmación de las seleccionadas y a la adjudicación definitiva de acciones.

En las colocaciones aceleradas de acciones nuevas realizadas en el marco de una ampliación de capital, se excluye el derecho de suscripción preferente de los accionistas de la sociedad. Dependiendo del precio que se fije, y teniendo en cuenta que con estas operaciones la cotización suele bajar, a los accionistas de la compañía les puede resultar más rentable acudir después al mercado y adquirir acciones de la sociedad para compensar su dilución.

La operación requiere dos requisitos:

- (i) El órgano de administración esté facultado para acordar la ampliación de capital (evitando así el retraso producido por la convocatoria y celebración de la junta general); y
- (ii) Las nuevas acciones puedan ofrecerse directamente al colectivo de potenciales inversores cualificados sin necesidad de agotar el periodo de suscripción preferente (para lo cual será necesaria la exclusión del derecho de suscripción preferente). Así pues, es imprescindible la autorización de la junta general para que el órgano de administración acuerde la ampliación de capital y excluya el derecho de suscripción preferente.

4. Ventajas de la “*Accelerated Bookbuilt Offering*” como método para realizar ampliaciones de capital

Las principales ventajas que se pueden derivar de este método son cuatro:

- **Al dirigirse a un número reducido de inversores, puede lanzarse y cerrarse las ampliaciones de capital de manera prácticamente inmediata a su anuncio.** El proceso de captación de recursos se desarrolla en un plazo muy reducido de tiempo, generalmente dos o tres días. Ello se debe a que no se hace necesario celebrar una junta para acordar el aumento, ni agotar el periodo de suscripción preferente, ni establecer un periodo prolongado de tiempo durante el cual se lleven a cabo las labores de comercialización de las nuevas acciones. Este procedimiento tan escueto permite aprovechar la coyuntura favorable y las oportunidades que se presentan en los mercados («ventanas de mercado»), reducir la presión sobre los precios de la acción y, consecuentemente, minorar el riesgo por la volatilidad de los mercados. Por ejemplo, el BBVA destacó la elevada demanda recibida para su aumento de capital social, que duplicó a la oferta; “En 20 minutos ya estaba cubierto” (El Economista: 20/11/2014).
- **Permite una menor exposición a la volatilidad del mercado.** Cualquiera de las otras alternativas dejan al emisor expuesto durante un periodo extenso de tiempo a una evolución negativa del valor de cotización de la acción. En las ampliaciones con derecho de suscripción preferente, es necesario fijar el precio de emisión por debajo del valor de mercado para descontar posibles caídas de la cotización bursátil y hacer más atractiva la oferta. Si se fijase el precio de emisión en un importe cercano al valor de cotización y se produjese posteriormente una caída imprevista de la cotización de las acciones, el tipo de emisión sería superior al valor de cotización, resultando más económico adquirir las acciones en bolsa que a través del aumento de capital, por lo que la ampliación de capital podría fracasar. Por el contrario, en la *Accelerated Bookbuilt Offering* la determinación del tipo de emisión se produce una vez se han recibido las solicitudes de suscripción, permitiendo su ajuste a las condiciones particulares del mercado en ese momento.
- **Los costes de este tipo de ampliación de capital social son inferiores a los de la oferta pública de suscripción.** Debido a la duración reducida del procedimiento, se reducen los gastos de gestión, se incurre en menores gastos de colocación, de publicidad y de comercialización; “Los costes son significativamente inferiores en torno al 1-1,5% del volumen agregado de recursos obtenidos por el emisor” (Folleto de Emisión de ampliación de capital de Iberdrola 30/3/2006: p. 19).
- **La entidad puede ejercer un mayor control en la asignación de acciones a los nuevos inversores.** El mayor control sobre el proceso de asignación de acciones permite crear una

base accionarial adecuada, no especulativa y, a largo plazo, que pueda contribuir favorablemente a la evolución positiva de la cotización de los títulos.

Por estas cuatro ventajas, las citadas entidades han optado por la opción de una *Accelerated Bookbuilt Offering* frente a la oferta pública de suscripción. Las ventajas anteriores no serían viables si la ampliación de capital mantuviera el derecho de suscripción preferente, que requeriría un periodo de colocación más dilatado.

Por lo tanto, la exclusión de los derechos de suscripción preferente es el principal requisito de las ampliaciones de capital analizadas.

5. Los derechos de suscripción preferente de los accionistas

La *Accelerated Bookbuilt Offering* es una suscripción dirigida a un número reducido de inversores institucionales, en la que se produce la exclusión de los derechos de suscripción preferente de los accionistas. La alternativa más directa corresponde a la “Oferta pública de suscripción”, en la cual habitualmente se mantienen los mencionados derechos de suscripción preferente de socios/accionistas.

La suscripción preferente es un derecho de socios y accionistas, recogido en el Art. 93 de la Ley de Sociedades de Capital (LSC); no obstante, la propia LSC regula en su Art. 308 la posibilidad de suprimir este derecho, en los casos en los que “el interés de la Sociedad así lo exija”. En cualquier caso, dicho artículo establece una serie de condiciones y salvaguardas, necesarias para poder validar su supresión, entre las que destacan las siguientes:

- Los administradores deben elaborar un informe, especificando el valor de las participaciones/ acciones, justificando la propuesta y la contraprestación por ellas.

En las colocaciones aceleradas de acciones nuevas, realizadas en el marco de una ampliación de capital, se excluye el derecho de suscripción preferente de los accionistas de la sociedad

CONVENIO AECE-TUTELA OFERTA ASOCIADOS AECE



1 Asesoría asociada a AECE



- ✓ Servicios de consultoría gratuitos en LOPD y PBC.

2 Asesoría que formalice convenio de colaboración con Tutela® (Programa Tutela Socios)



- ✓ Servicios de consultoría gratuitos en LOPD y PBC.



- ✓ Servicios gratuitos a 5 clientes a elección de la asesoría.



- ✓ Abono mensual del 30% de la facturación total a sus clientes.



- ✓ Reuniones por parte de Tutela® a sus clientes.

Programa Tutela Socios

“Incremente la paleta de servicios ofertada a clientes sin aumentar sus costes laborales”

“Incremente la fidelización de sus clientes”

“Incremente su facturación sin trasladar costes monetarios para sus clientes”



Nuestros servicios

Protección de Datos (LOPD)-LSSI-CE

Servicio integral, Asunción funciones responsable de seguridad, Auditoría anual, Asistencia y Defensa Jurídica.

Prevención de Blanqueo de Capitales (PBC)

Manual, Órgano de Control Interno, Formación, Auditoría experto externo SEPBLAC.

Prevención Penal del Empresario (PPE) - Compliance

Compliance officer, en virtud de la reforma del código penal Ley Orgánica 1/2015, de 30 de Marzo.

Alergias e Intolerancias Alimentarias

Manual, Plataforma de autogestión, Código QR, Usuario y contraseña privados.

BENEFICIESE DE LOS PRECIOS ESPECIALES PARA ASOCIADOS DE AECE Y SUS CLIENTES. CONSULTE NUESTRAS TARIFAS

900 830 003
www.tutelaempresas.es | info@tutelaempresas.es



- En el caso de las sociedades anónimas, un auditor distinto del auditor de las cuentas de la sociedad, nombrado por el Registro Mercantil, debe elaborar un informe sobre el valor razonable de las acciones (presumiéndose el que se establezca por referencia a la cotización bursátil), sobre el valor teórico del derecho de preferencia que se propone suprimir y sobre la razonabilidad de los datos del informe de los administradores.
- En la convocatoria de la junta se debe hacer constar la propuesta de supresión del derecho de preferencia, así como las características de las nuevas participaciones/acciones.
- El valor nominal de las nuevas participaciones/acciones, más la prima, se corresponda con el valor real atribuido a las participaciones en los informes anteriores.

Es decir, **el principal inconveniente para los socios/accionistas del método *Accelerated Bookbuilt Offering* es la eliminación de su derecho a la suscripción preferente de las nuevas acciones.**

La eliminación del derecho a la suscripción preferente de las nuevas acciones impide corregir el **efecto dilución** que consiste en la disminución del valor teórico de las acciones en circulación de una empresa, como consecuencia de la emisión de nuevas acciones por su valor nominal, sin prima de emisión o por un precio inferior al valor de mercado. Al no haber prima que cubra la diferencia de valor, las reservas de la sociedad se mantienen estables en el mismo importe que antes de la emisión, pero deben repartirse entre un mayor número de acciones, por lo que el valor teórico de cada acción disminuye.

Es imprescindible preguntarse **si las cuatro ventajas que se pueden derivar de este método justifican dicha anulación, o el procedimiento se ha diseñado así buscando otro tipo de motivaciones.**

Para analizar lo anterior, hay que valorar si el derecho preferente de suscripción es relevante en un entorno de valores cotizados, porque alguien podría pensar que no es tan importante perder ese derecho; no obstante, esto se contradice porque los nuevos suscriptores sí valoran la posesión de este derecho, pues las nuevas acciones producto de la *Accelerated Bookbuilt Offering* sí presentan derecho preferente de suscripción. “Las acciones de nueva emisión serán acciones ordinarias, iguales y con los mismos derechos políticos y económicos que las actualmente en circulación” (Folleto de Emisión de ampliación de capital de Liberbank 21/5/2014: p. 8: apartado *F. Derechos de las acciones nuevas*).

Por tanto, la emisión por medio de *Accelerated Bookbuilt Offering* permite el traspaso de recursos auto-generados anteriormente por los accionistas antiguos hacia los inversores cualificados, sin que estos realicen contraprestación por ello. Si los accionistas antiguos no salen favorecidos, los directivos no deberían permitir tal operación, pues fueron empleados por estos accionistas antiguos, y se supone que son a los que debe proteger. Su consecución sólo se entiende si los directivos recibieran indirectamente alguna compensación indirecta, ya sea monetaria presente o de garantía de su estabilidad en el cargo futura.

Conclusiones

El *Accelerated Bookbuilt Offering* es un procedimiento de importancia creciente en el mercado primario español, pues permite a la empresa emisora que se aprovechen las «ventanas de mercado» para permitir que el emisor obtenga los recursos necesarios para el desarrollo de sus actividades, limitando el riesgo de pérdida de oportunidades por retrasos en el proceso de captación de dichos recursos.

No obstante, este procedimiento puede proporcionar ventajas a los directivos, pero existen dudas sobre si beneficia a los accionistas antiguos. Renunciar a este derecho no tiene ningún sentido ni justificación razonable para los accionistas. Es más, es fácil suponer que la mayoría de los accionistas no son conscientes del acuerdo tomado por los directivos, de la renuncia de su derecho y mucho menos de las consecuencias que su eliminación conlleva para su inversión.