

# ORDENACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES Y OPERACIONES DE PRIVATIZACIÓN (\*)

Javier GARCÍA DE ENTERRÍA  
Catedrático de Derecho Mercantil  
Universidad Autónoma de Madrid (c.s.)  
Vocal del Consejo Consultivo de Privatizaciones

SUMARIO: I. Consideraciones introductorias. Los principios rectores de los procesos de privatización. II. La utilización de la OPA como instrumento de privatización.—1. Supuestos.—2. Insuficiencia del marco regulador de las OPAs.—3. Condiciones y exigencias de utilización.—III. Problemas de articulación y de desarrollo de las OPVs.—1. Importancia de las OPVs como mecanismo privatizador.—2. La selección de entidades directoras y de coordinadores globales.—3. Coordinadores globales y accionistas estables o significativos de la sociedad privatizada.—4. Principio de concurrencia y control administrativo sobre la sociedad privatizada.

## I. CONSIDERACIONES INTRODUCTORIAS. LOS PRINCIPIOS RECTORES DE LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN

**P**ARTIENDO sin duda de la ausencia de cualquier referente normativo específicamente encargado de la ordenación jurídica de los procesos de privatización, así como de la sentida necesidad de sujetar a éstos a un régimen normalizado que permita garantizar debidamente su ordenado y regular desenvolvimiento, el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, «por el que se establecen las bases del programa de modernización del sector público empresarial del Estado», optó por someter dichos procesos a un conjunto de reglas y principios de marcado carácter rector y orientativo. Este Acuerdo no encierra propiamente ningún tipo de norma reglamentaria de naturaleza vinculante que discipline imperativamente la actuación de la Administración o de sus entes instrumentales en los pro-

---

AFDUAM 3 (1999), pp. 77-93.

(\*) Este trabajo recoge reflexiones personales de su autor, y no necesariamente refleja ni interpreta la opinión institucional del Consejo Consultivo de Privatizaciones.

cesos privatizadores, mediante la imposición de auténticas obligaciones directas con eficacia plena para sus destinatarios y para los administrados. Por el contrario, se limita a perfilar con efectos *ad intra* las directrices y orientaciones generales por las que han de regirse las actuaciones de los denominados «Agentes gestores» (1) en relación a los actos de disposición de patrimonios públicos, entendiendo por tales los que impliquen «la transferencia total o parcial de la propiedad de empresas, participaciones en el capital de sociedades, acciones, activos o unidades de negocio y, en todo caso, cuando la misma suponga para el sector público estatal la pérdida de influencia decisiva en la empresa de que se trate» (punto 5.º del Acuerdo). En la medida, pues, en que este Acuerdo se proyecta sobre una situación de práctica deslegalización de las operaciones de transmisión de activos públicos al sector privado, es claro que a través suyo se verifica un inequívoco ejercicio de *self-restraint* y de autocontención por parte del poder ejecutivo, que trata de compensar dicha situación de vacío normativo mediante la formulación de un conjunto de garantías y de principios ordenadores con los que acepta recortar y condicionar el margen de discrecionalidad que legalmente le corresponde (2).

La opción de no encastrar los procesos de privatización bajo un severo y detallado marco reglamentario y de someterlos a un simple conjunto de principios ordenadores de carácter general, justificada seguramente por el razonable propósito de preservar un margen de flexibilidad suficiente que permita amoldar las reglas de procedimiento a las características propias y distintivas de cada empresa o participación privatizada, ofrece como contrapunto una cierta indefinición e inseguridad, por la lógica dificultad de dotar a estas reglas de un contenido operativo cierto e inconcuso. Así ocurre, significativamente, con los principios de publicidad, transparencia y concurrencia, que el Acuerdo eleva genéricamente a principios rectores de los procesos privatizadores pero a los que no dota de contenido alguno, al venir formulados como simples imperativos generales de conducta de los Agentes

---

(1) Inicialmente los Agentes gestores eran tres: la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, la Agencia Industrial del Estado (creadas ambas por la Ley 5/1996, de 10 de enero, de Creación de Determinadas Entidades de Derecho Público) y la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales (creada por el propio Acuerdo de 28 de junio de 1996, y que engloba las sociedades participadas por la Dirección General del Patrimonio del Estado). Sin embargo, como es notorio, el Real Decreto-Ley 15/1997, de 5 de septiembre, acordó la supresión de la Agencia Industrial del Estado y la transmisión de todas sus participaciones accionariales, bienes, derechos y obligaciones a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales. Para una perspectiva general sobre la formación y la estructura del grupo público empresarial, vid. CUERVO, *La privatización de la empresa pública*, Madrid, 1997, pp. 31 y ss.

(2) Así se reconoce en la exposición de motivos del ya citado Real Decreto-Ley 15/1997, de 5 de septiembre, cuando afirma que el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 «sentó para el futuro un *responsable grado de autolimitación* en la conducta elegida por el Gobierno para continuar en la profundización y racionalización de la modernización del sector público industrial». Por lo demás, el concepto de «directriz», en tanto que acto que condiciona o limita la esfera discrecional de los órganos destinatarios, aunque sin llegar a vincularla, es plenamente conocido en la doctrina administrativista; al respecto, vid. ampliamente P. MENÉNDEZ, *Las potestades administrativas de dirección y de coordinación territorial*, Madrid, 1993, pp. 52 y ss.

gestores. Y ello, a pesar de la inequívoca trascendencia y del carácter preferente que se atribuye a dichos principios dentro del marco general de las privatizaciones, como incontestablemente acredita la creación de un órgano de control independiente —el Consejo Consultivo de Privatizaciones— encargado específicamente de velar por que el proceso en su conjunto y la propuesta concreta de venta se acomoden a los mismos (punto 9.º del Acuerdo) (3).

Las dificultades para efectuar un enjuiciamiento efectivo de las distintas operaciones de venta de empresas y de participaciones públicas sin más respaldo material que el proporcionado por estos principios rectores puede advertirse fácilmente atendiendo a algunos de los problemas que ha suscitado en la experiencia española la utilización como instrumento de privatización de dos figuras mercantiles plenamente consagradas, como son las ofertas públicas de adquisición (OPAs) y las ofertas públicas de venta (OPVs). Sin duda, en la medida en que estas dos instituciones se insertan en el ámbito propio de ordenación de los mercados de valores, es claro que las mismas se encuentran sometidas a un exhaustivo y riguroso marco normativo de alcance general que parece excluir, por su carácter eminentemente imperativo y necesario, cualquier control distinto al de legalidad, y que pretenda basarse en unos vagos principios generales que apelan antes que nada a simples criterios de oportunidad y de conveniencia. Con todo, aunque las posibilidades de regirse en este ámbito por reglas distintas de las formuladas legalmente sean bastante reducidas, las peculiares exigencias de control que presentan los actos de enajenación de patrimonio público y las sujeciones que resultan para los Agentes gestores de las reglas de conducta de las que se ha dotado el Gobierno para la realización de los procesos de privatización, y que lógicamente no rigen para los operadores privados, suscitan en este ámbito varias y delicadas cuestiones, que sirven para ilustrar la efectividad que pueden alcanzar, en tanto que instrumento de control, los principios de publicidad, concurrencia y transparencia.

## II. LA UTILIZACIÓN DE LA OPA COMO INSTRUMENTO DE PRIVATIZACIÓN

### 1. Supuestos

De acuerdo con el modelo de OPA imperativa vigente en nuestro ordenamiento (art. 60 L.M.V.), que erige a ésta en un instrumento de uso obligatorio para la ad-

---

(3) En relación a la configuración jurídica del Consejo Consultivo de Privatizaciones, y a su articulación con las demás formas de control y de fiscalización de los procesos de privatización, *vid.* A. TRONCOSO REIGADA, *Privatización, empresa pública y constitución*, Madrid, 1997, pp. 449 y ss. Sobre el órgano equivalente existente en Francia, y las dudas que se han planteado en torno a su verdadera naturaleza jurídica, *vid.* MANNAL, «La commission de la privatisation», *A.J.D.A.*, n.º 78, 1997, pp. 551 y ss.

quisición o la cesión del control de cualquier sociedad bursátil (4), la utilización de este mecanismo para la realización de una operación de privatización puede resultar en ocasiones ineludible, como de hecho ha ocurrido en nuestra experiencia. En efecto, en la medida en que nuestro ordenamiento exige imperativamente que la adquisición de participaciones accionariales significativas se canalice a través de este mecanismo, con exclusión de cualquier otro, la obligación legal de formular una OPA ha de surgir siempre que la empresa privatizada cotice en los mercados de valores y la operación comporte la transmisión a un tercero del control de la sociedad, con superación de cualquiera de los umbrales o porcentajes previstos en el Decreto sobre OPAs de 26 de julio de 1991.

En realidad, y en los supuestos en que la privatización, por su especial significación o relevancia, pudiese concebirse como una operación de reordenación o de reestructuración de un sector económico, la necesidad de servirse de la OPA podría venir soslayada al amparo de la facultad de dispensa prevista en el art. 4.d) del reglamento de OPAs, que se condiciona a la adopción de un simple acuerdo de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. Sin embargo, y prescindiendo de las fundadas dudas de legalidad que suscita –por su notoria falta de cobertura legal– una facultad de exclusión como ésta, que se reconoce en términos prácticamente discrecionales y sin sujeción a criterio o límite alguno de orden material (5), lo cierto es que las peculiares características que distinguen a la OPA –de acuerdo con su significado institucional propio– parecen convertirla en un instrumento idóneo para la plena realización de los principios rectores que animan al programa de privatizaciones, y del que no debería prescindirse por meras razones de agilidad o conveniencia. Porque dado que a través de la OPA se fuerza al oferente a dirigir su oferta de adquisición al conjunto de los accionistas de la sociedad afectada, éstos quedan sometidos a una rigurosa paridad de trato que les permite participar por igual –en términos de precio y de posibilidad misma de liquidación de la inversión– de las condiciones en que se produzca la operación de privatización. En caso contrario, si el Agente privatizador transfiriese directamente el paquete accionarial de control a quien resultase adjudicatario en un proceso cerrado de selección, los pequeños accionistas no sólo podrían sentirse perjudicados si el precio acordado difiriese del de mercado, sino que además se verían privados de la vía de salida que supone una OPA para quienes prefieran no permanecer en la sociedad afectada tras la modificación de su composición accionarial.

Atendiendo, pues, a exigencias palmarias de confianza y de transparencia absolutamente ineludibles en las operaciones de privatización que comporten la

---

(4) De las características y el fundamento de este modelo me he ocupado detenidamente en *La OPA obligatoria*, Madrid, 1996, *passim*.

(5) *Vid.*, al respecto, A. JIMÉNEZ-BLANCO, «Los supuestos excluidos de las ofertas públicas de adquisición», en *Estudios de Derecho bancario y bursátil. Homenaje a E. Verdura y Tuells*, t. II, Madrid, 1994, pp. 1.336 y ss.

transmisión del control de una sociedad bursátil, es claro que la disposición de los paquetes accionariales significativos integrados en el sector público dentro de un procedimiento abierto y regularizado como el que por definición encarna la OPA resulta preferible, en línea de principio, a cualquier otro mecanismo alternativo (6).

## 2. Insuficiencia del marco regulador de las OPAS

La concordancia objetiva de la OPA con los principios rectores del programa de privatizaciones no supone, en todo caso, que el recurso a este mecanismo para la transmisión unitaria de una participación accionarial de control pueda efectuarse libremente, sin más sujeciones que las resultantes del necesario sometimiento a la exhaustiva y rigurosa normativa que lo disciplina. En efecto, el hecho de que en la OPA la iniciativa corresponda desde un punto de vista jurídico al oferente, que es quien formalmente decide sobre el momento y los términos en que formula su oferta, implica aparentemente una alteración sustancial de los presupuestos bajo los cuales suele desarrollarse cualquier privatización, y que lógicamente postulan reservar al Agente gestor el impulso y la posición decisoria sobre el conjunto de la operación. Porque en la medida en que la OPA ha de ser formulada por quien pretende la adquisición del paquete de control de la sociedad afectada, y no por quien trata de transmitirlo, se suscita el riesgo de que la posición activa que obviamente ha de corresponder al ente público en cuanto a la fijación de las normas de procedimiento y a su concreta ordenación temporal pueda verse mermada o, al menos, indebidamente interferida.

Sin duda, podría entenderse que el carácter público de las OPAs y el riguroso principio de transparencia informativa que sustenta dominadoramente todo su entramado normativo, junto a la posibilidad de cualquier persona interesada de concurrir al proceso a través de la formulación de una OPA competidora, garantizan suficientemente la vigencia de los principios de publicidad, concurrencia y transparencia de cualquier privatización así realizada. Sin embargo, y en atención al premioso principio de igualdad de oportunidades que ha de presidir cualquier acto de disposición de activos públicos, no cabe obviar que el marco regulatorio de las OPAs ofrece notables distorsiones e insuficiencias desde esta perspectiva, que en principio debieran ser corregidas y compensadas por el Agente gestor durante la fase anterior a la formulación de cualquier oferta de adquisición.

Así ocurre, básicamente, por la restrictiva regulación de las OPAs competidoras contenida en el Decreto de 26 de julio de 1991 que, al atribuir una posición cla-

---

(6) Sin prejuizar así, por tanto, el fundamento intrínseco de un sistema tan riguroso y severo como el de la OPA obligatoria, que en términos generales resulta sumamente cuestionable; al respecto, *vid. J. GARCÍA DE ENTERRÍA, La OPA obligatoria, cit.*, pp. 135 y ss.

ramente ventajosa a quien formule su oferta en primer lugar, recorta de forma severa cualquier posibilidad efectiva de instrumentar auténticas pujas o concursos por la sociedad afectada. Porque al limitarse al primer oferente la facultad de mejora de la oferta en el supuesto de formulación de OPAs competidoras (art. 36.2), es manifiesto que la empresa que se adelante en el lanzamiento de su oferta adquiere una más que significativa ventaja táctica frente a eventuales competidores, que deberían incorporarse al proceso de adquisición a través de una oferta definitiva y plenamente vinculante para ellos que, sin embargo, podría ser mejorada por aquélla. Mientras que los oferentes que concurren a un proceso ya abierto quedan definitivamente comprometidos por las condiciones en que formulen su oferta, sin posibilidad alguna de mejora o de rectificación, el primer oferente –y solamente él– disfruta siempre de la facultad de modificar los términos de la suya y, con ello, de ofrecer una contraprestación superior a la de sus competidores (7). Se añade a ello la propia perentoriedad de los plazos legalmente previstos para la formulación de OPAs competidoras (quince días desde la publicación de la oferta precedente, según lo previsto en el artículo 33 del reglamento), que contribuye también a recortar seriamente cualquier posibilidad real de concurrencia por parte de eventuales empresas o grupos alternativos que tratasen de incorporarse a una operación de privatización ya iniciada.

Con independencia de la valoración que pueda merecer un régimen tan restringente (8), lo que es indudable es que el mismo no puede ser ignorado en la consideración de la OPA como instrumento de privatización. Y es que los principios por los que han de guiarse los procesos privatizadores comportan seguramente unas exigencias muy superiores a las que ofrece la mera posibilidad de competir de forma tardía y apresurada con otra oferta de adquisición ya formulada mediante el lanzamiento de una OPA competidora, que por lo demás el primer oferente estaría siempre en condiciones de mejorar. La puesta en práctica de conductas estratégicas y ventajistas como las que indirectamente fomenta este marco regulador, que puede resultar irreprochable en cualquier operación que sólo involucre a em-

---

(7) Hasta tal punto el proceso competitivo está sesgado, que en la experiencia española no han faltado intentos por eludir esta incómoda y desventajosa posición que la ley reserva a los eventuales competidores de una OPA ya formulada recurriendo a un ingenioso –aunque de más que dudosa legalidad– expediente, como es el de incorporarse a un proceso de adquisición abierto, no a través de la preceptiva formulación de una OPA competidora, sino mediante una simple promesa de OPA futura, que el promitente se compromete a lanzar tras la liquidación de la OPA inicial; de esta cuestión me he ocupado detenidamente en «¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente», *La Ley*, 1992/4, pp. 1178 y ss., y en «De nuevo sobre OPAs competidoras, OPAs futuras y promesas de OPAs», *La Ley*, 1994/1, pp. 944 y ss., con ulteriores referencias.

(8) Ofrecen valoraciones contrapuestas del mismo, por ejemplo, SÁNCHEZ ANDRÉS, «Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española», en la obra colectiva *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Bilbao, 1992, p. 14, y ARRUAÑADA, *Control y regulación de la sociedad anónima*, Madrid, 1990, p. 200.

presas privadas, no parece acomodarse en ningún caso al riguroso plano de igualdad que ha de presidir cualquier acto de enajenación de patrimonio público.

Además, el propio carácter reglado y apremiante de los plazos a los que ineludiblemente ha de ajustarse el desarrollo de una OPA puede dificultar también de modo notable el cumplimiento de otros requisitos establecidos en el programa de privatizaciones, y en particular el referido a la necesaria obtención de «informe o informes externos que indiquen la valoración estimada» de la participación privatizada (punto 6.º, apart. 3, del Acuerdo). Aunque la justificación de esta valoración externa podría cuestionarse en el caso de una operación bursátil como la OPA, en la que se parte de una estimación económica objetiva por parte del mercado en cuanto al valor de la empresa, la necesidad de prevenir cualquier riesgo de transferencia a operadores privados de activos públicos por debajo del que sería su auténtico valor real o liquidatorio parece postular una aplicación generalizada de esta particular exigencia, sin excepciones de ningún tipo. Se añade a ello que el propio valor de mercado apuntado por la cotización no siempre será suficientemente indicativo en el marco de una privatización, toda vez que la naturaleza pública del antiguo socio significativo o mayoritario puede haber introducido importantes correcciones o distorsiones en el proceso económico de formación de precios.

### 3. Condiciones y exigencias de utilización

Las disfunciones que suscita la transmisión de participaciones accionariales integradas en el sector público en el seno de un procedimiento como la OPA determina, en consecuencia, que las peculiares garantías de publicidad, transparencia y concurrencia a las que ha de acomodarse cualquier operación privatizadora deban ser garantizadas en una fase previa, anterior al momento de formulación de cualquier oferta definitiva. De hecho, lo habitual en cualquier mercado es que las OPAs se formulen en virtud de un acuerdo previo entre el oferente y la sociedad afectada y que los términos de aquéllas sean negociados y convenidos por ambas partes antes de su lanzamiento, al objeto de acordar compromisos con quienes estén interesados en la adquisición del control social y de someter la venta a un conjunto de condiciones previamente prefijadas. Y esta práctica no sólo es común, sino que evidentemente resulta obligada, cuando existe algún accionista que disfruta de una posición mayoritaria en la sociedad afectada, por la lógica inviabilidad práctica de cualquier oferta que no cuente con la debida aquiescencia del socio de control.

En consecuencia, en los supuestos en que el control de la sociedad cotizada corresponda a un ente público, la atención y consideración a los principios rectores del programa de privatizaciones ha de producirse fundamentalmente a lo largo de esta fase previa y no sólo durante el breve período en que las OPAs están abiertas y en período de aceptación, cuando la actuación del Agente privatizador se en-

cuentra ya claramente constreñida y encauzada por el carácter exhaustivo y constringente de la disciplina legal de las OPAs. Ello implica, por consiguiente, la necesidad del Agente privatizador (con la colaboración, en su caso, de la entidad asesora que pueda haber sido seleccionada para participar en el diseño de la operación) de llevar a cabo una tarea preliminar de prospección y de estudio del mercado, en la que se fijen las condiciones mínimas e irrenunciables que permitan participar en la operación, se perfile el círculo de entidades potencialmente interesadas y se difunda la información que sea pertinente para facilitar tanto la adecuación económica de las posibles ofertas como la debida igualdad de oportunidades entre los participantes. De esta forma, el Agente gestor puede garantizarse el necesario control sobre el ritmo y el desarrollo de la operación privatizadora sin renunciar a la posición activa y conductora que lógicamente ha de asumir. Por mucho que la iniciativa para el lanzamiento de una OPA corresponda formalmente al oferente y no a quien trata de transmitir una participación significativa, es claro que el ente privatizador que pretenda desprenderse de un paquete de control en una sociedad cotizada no puede desapoderarse de las facultades decisorias que le confiere su posición, renunciando al control pleno sobre el proceso y colocándose en la tesitura de tener que adoptar posibles decisiones precipitadas sobre la venta de las acciones (9).

Por lo demás, entre las condiciones necesarias que en principio tendría que requerir el Agente privatizador al diseñar la operación, y a las que debería quedar sujeta la posibilidad misma de participar en el proceso de privatización, se encuentra sin duda la exigencia de que las eventuales OPAs que puedan formularse lo sean por la totalidad del capital de la sociedad afectada. De no ser así, si se admitiese el simple lanzamiento de OPAs parciales por porcentajes determinados del capital social, las reglas de prorrateo que han de aplicarse cuando el número de aceptaciones excede del límite máximo de la oferta (reglas que además discriminan negativamente –de acuerdo con el régimen del artículo 29 del reglamento de OPAs– a los grandes accionistas) impedirían la enajenación de la participación global del Agente gestor, que podría verse forzado a conservar a su pesar parte de las acciones sometidas a privatización. Al propio tiempo, la extensión de las OPAs al 100 por 100 del capital de la sociedad afectada permite que todos los socios puedan beneficiarse en relación a la totalidad de sus acciones de las condiciones ofrecidas

---

(9) Lógicamente, durante la fase de concurso que preceda al lanzamiento de las eventuales ofertas, la sociedad privatizada ha de cumplir con los rigurosos deberes informativos que rigen para cualquier sociedad cotizada de una forma especialmente exigente, al objeto de evitar posibles filtraciones de información que pudiesen generar movimientos especulativos sobre sus valores y comprometer la transparencia de la operación. En particular, destaca la obligación de informar inmediatamente «de todo hecho o decisión que pueda influir de forma sensible en la cotización» de los valores (art. 82 de la Ley del Mercado de Valores), cuyo verdadero alcance en relación a las operaciones de adquisición ha sido clarificado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores en su Circular 14/1998, de 28 de diciembre.



por el oferente, sin incurrir en el riesgo –bastante recurrente en la práctica– de que una posible caída posterior de las cotizaciones pueda llegar a absorber una parte sustancial de las ganancias obtenidas a través de la OPA previa (10).

### III. PROBLEMAS DE ARTICULACIÓN Y DE DESARROLLO DE LAS OPVs

#### 1. Importancia de las OPVs como mecanismo privatizador

A diferencia de la OPA, que por su propio significado parece estar condenada a ocupar un lugar poco saliente entre las técnicas privatizadoras (al no ser habitual que la enajenación de empresas públicas comporte operaciones simultáneas de adquisición o de consolidación del control de sociedades cotizadas), la OPV se presenta como un instrumento jurídico de marcada relevancia en materia de privatizaciones. La especial idoneidad de este mecanismo para canalizar las operaciones de privatización que involucren a las empresas de mayor envergadura y trascendencia, y la propia inviabilidad económica en estos casos de cualquier otra fórmula alternativa que no pase por una apelación abierta al ahorro público, son factores que han convertido a la OPV en la técnica de privatización natural para la disposición por parte de los entes públicos de sus participaciones accionariales más relevantes y significativas (11). Fenómeno éste que se conjuga favorablemente con el propio ca-

---

(10) En efecto, en los sistemas que permiten la formulación de OPAs parciales, es habitual que el cierre de éstas vaya seguido de forma más o menos inmediata de importantes caídas en las cotizaciones (fenómeno éste que podría deberse a varios motivos: desaparición de cualquier expectativa futura de pago de una prima de control, subordinación del interés social a los intereses de un grupo, posible temor a que el patrimonio o la rentabilidad social puedan verse afectados por los compromisos financieros asumidos por el nuevo socio de control para el lanzamiento de la OPA, desconfianza en la capacidad gestora de éste, etc.), de tal forma que estas caídas pueden acabar causando pérdidas a los accionistas -en relación a las acciones que se ven obligados a conservar- superiores incluso a las ganancias obtenidas por la venta parcial de su participación dentro de la OPA. Este fenómeno, que aparentemente no es desconocido en la experiencia española, ha sido combatido en algunos ordenamientos a través de la proscripción de las OPAs parciales y la rigurosa, pero económicamente desmedida, exigencia de formulación de las OPAs por la totalidad del capital social; al respecto *vid.*, nuevamente, mi obra *La OPA obligatoria*, *cit.*, p. 270 y ss., así como FERNÁNDEZ ARMESTO, «Las OPAs y el mercado de control empresarial», *RDM*, 1998, p. 45 y ss.

(11) Fenómeno éste que no es en absoluto privativo de la experiencia española y que se ha verificado por igual en los demás países europeos que han llevado a cabo programas privatizadores, y en los que se ha acudido casi invariablemente a la OPV para la enajenación de acciones de las empresas de mayor relevancia económica y social; para una exposición de la experiencia comparada en este terreno, *vid.* PALA LAGUNA, *Las ofertas públicas de venta (OPVs) de acciones*, Madrid, 1997, pp. 5 y ss. De hecho, el importe global de todas las privatizaciones realizadas en el mundo a través de OPVs o *public offers* ha sido cuantificado en más de 50 billones de pesetas (MEGGINSON/NETTER, «Equity to the people. The Record on Privatisation by Public Offers», en *Privatization Yearbook 1997*, Londres, 1997, p. 27), y se ha estimado que las 25 mayores ofertas de acciones de la historia financiera han sido precisamente operaciones privatizadoras (JONES/MEGGINSON/NASH/NETTER, «Share Issue Privatiza-

rácter abierto y público de las OPVs, que al permitir una participación igualitaria de todos los inversores (o de grupos predefinidos de los mismos) en los procesos de privatización contribuyen también de modo decisivo a la extensión del accionariado de las grandes empresas y al desarrollo reflejo de los mercados de valores (12).

Por supuesto, en la medida en que las OPVs se definen precisamente por ser ofertas públicas, que incluyen un ofrecimiento general para la adquisición de acciones a grupos más o menos amplios de inversores de acuerdo con criterios y procedimientos que han de ser debidamente publicitados, el cumplimiento de los principios de concurrencia, transparencia y publicidad en las operaciones de privatización de esta naturaleza se deriva en gran medida de las propias características funcionales del instrumento empleado, así como del régimen normativo que lo disciplina (básicamente, Decreto 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores). Además, la garantía ofrecida por el propio marco institucional en cuanto a la regularidad de la operación privatizadora resulta mucho más acusada en este caso que en relación a las OPAs; porque así como éstas canalizan normalmente operaciones de transmisión del control de una sociedad cotizada a un determinado operador privado (operaciones que en materia de privatizaciones parecen postular –como vimos– exigencias de control adicionales a las que con carácter general resultan de la mera ordenación jurídica de la OPA), en las OPVs se verifica necesariamente una dilución o diversificación accionarial que contribuye por lo general a desconcentrar la estructura de propiedad de la sociedad privatizada, y ello mediante un proceso abierto en el que por principio pueden participar todos los inversores que pertenezcan a los grupos (minoristas, institucionales, etc.) previamente definidos (13).

---

tions as Financial Means to Political and Economic Ends», *Working Paper*, 1997, p. 3). No es de extrañar, desde esta perspectiva, que el fenómeno privatizador haya resultado decisivo para el progresivo perfeccionamiento en los mercados europeos de las técnicas de colocación de acciones y para la introducción y consolidación en las OPVs de un conjunto de figuras y procedimientos, de inconfundible origen anglosajón, que con anterioridad eran prácticamente desconocidos (como el «pre-marketing», el «book-building», las cláusulas de «claw back» y de «green shoe», etc.). En Francia, por ejemplo, algunas de estas figuras han sido expresamente legalizadas por las normas que se han ocupado de forma específica de las privatizaciones; al respecto, *vid.* CARREAU/TREUHOLD, «Privatisations, Droit boursier, et pratiques del marchés», *Rev. sociétés*, 1994, pp. 14 y ss.; BORDE/PONCELET, «Le nouveau programme de privatisation français de 1993: une importante évolution des techniques de mise en vente sur les marchés financiers», *Riv. società*, 1994, pp. 270 y ss.

(12) Siendo así que la «extensión de los mercados de capitales y ampliación de la base accionarial de las empresas» es otro de los principios inspiradores del programa de privatizaciones, según lo previsto en el punto 6.º del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996. En general, sobre los beneficios que aportan las OPVs en los procesos de privatización, *vid.* DE CARLOS BERTRÁN, *Problemas jurídicos estructurales de las ofertas públicas de suscripción y venta de valores negociables*, tesis doctoral, Madrid, 1997, pp. 47-48; MEGGINSON/NETTER, «Equity...», *cit.*, pp. 29 y ss.; CUERVO, *La privatización...*, *cit.*, pp. 116 y ss.; así como la obra colectiva *Teoría y práctica de las privatizaciones*, coord. Gómez Acebo & Pombo abogados, Madrid, 1997, pp. 85 y ss.

(13) Como es sabido, el artículo 18.1.d) del Decreto sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores incluye entre las menciones obligatorias del folleto informativo de una OPV la «definición del colectivo de potenciales suscriptores, con indicación de las razones de la elección de los mismos,

Aun así, dado que los principios rectores del programa de privatizaciones extienden su operatividad, no sólo a las propuestas concretas de venta o de adjudicación, sino también a la realización del proceso privatizador en su conjunto, son varias las cuestiones que pueden suscitarse en este ámbito en relación con la configuración y diseño de las OPVs.

## 2. La selección de entidades directoras y de coordinadores globales

La trascendental función que desempeñan en una OPV los coordinadores globales, en su habitual labor de entidades directoras encargadas por el oferente de preparar y de dirigir la oferta pública (art. 31.1 RD 291/1992) (14), determina que su selección por parte de los Agentes privatizadores haya de efectuarse de acuerdo con un procedimiento regular y objetivado, que garantice, sobre la base de un riguroso principio de igualdad de oportunidades, la posible participación de todas las entidades potencialmente capacitadas. Las facultades normalmente atribuidas a los coordinadores globales, en materias tan relevantes como la configuración de la OPV y la fijación de los distintos tramos, las eventuales redistribuciones entre éstos, la prospección de la demanda y los contactos con los potenciales inversores, la formación del sindicato o la selección de las solicitudes de compra de carácter institucional, entre otras, ilustran de forma inequívoca la importante responsabilidad asumida por dichas entidades en cuanto al diseño y al resultado global de la operación de privatización (15) y, por este motivo, la ineludible necesidad de proceder a su elección a través de mecanismos plenamente transparentes y concurrenciales.

---

en caso de que la emisión [u oferta] contenga alguna previsión a este respecto»; es claro, en todo caso, que la definición de los grupos de inversores a los que va dirigida la oferta ha de hacerse necesariamente de acuerdo con criterios genéricos, de tal forma que pueda acogerse a la misma cualquier persona que pertenezca al grupo prefijado de antemano; al respecto, *vid.* CACHÓN BLANCO, *Las ofertas públicas de venta de valores negociables*, Madrid, 1997, pp. 186 y ss.

(14) La categoría de coordinador global, que aparece recogida ahora –tras las modificaciones introducidas en el Decreto 291/1992 por el Decreto 2590/1998– entre las diversas actividades profesionales relacionadas con las ofertas públicas de venta, se ha difundido en la reciente experiencia española en conexión fundamentalmente con las OPVs más relevantes con trascendencia internacional, en las que estos coordinadores que asumen las tareas generales de preparación y de dirección de la oferta coexisten con distintos directores de tramo que desempeñan importantes labores de liderazgo y de protagonismo en relación al tramo o mercado específico que les es asignado. En todo caso, lo habitual es que los coordinadores globales merezcan la calificación jurídica de entidades directoras, a efectos de lo prevenido por el artículo 31 del Decreto 291/1992 (aunque no necesariamente ha de ser así, por la necesidad de vincular la determinación de la condición jurídica a las funciones realmente desempeñadas y no tanto a la denominación recibida); al respecto, *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ, «Deberes de la entidad directora», en la obra colectiva (dir. SÁNCHEZ CALERO), *Régimen jurídico de las emisiones y ofertas públicas de venta (OPVs) de valores*, Madrid, 1995, p. 893.

(15) En general, sobre las funciones habitualmente asignadas a las entidades directoras de una OPV, *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ, «Deberes...», *cit.*, pp. 894 y ss.; CACHÓN BLANCO, *Los contratos de dirección, colocación, aseguramiento y asesoramiento de emisiones y ofertas públicas de venta de valores*, 1996, Madrid, pp. 19 y ss.

Ello no implica, en todo caso, que la selección de las entidades financieras a las que correspondan labores de preparación y de dirección de la OPV haya de efectuarse a través de convocatorias universales, abiertas a la eventual participación de cualquier operador interesado que reúna la capacitación legal necesaria. Por razones absolutamente elementales, que tienen que ver con las particulares exigencias impuestas en cada caso por las características específicas e irrepetibles de las distintas privatizaciones, las entidades invitadas a participar en el concurso pueden ser preseleccionadas de acuerdo con los activos o requisitos específicos que vengan exigidos por la propia naturaleza de la operación (capacidad de colocación minorista, liderazgo para la formación del sindicato, posibilidad de interlocución con grupos determinados de inversores, conocimiento del sector económico, presencia significativa en los mercados afectados, etc.). Desde la perspectiva de las directrices que animan al programa de privatizaciones, lógicamente, la principal exigencia que suscita esta práctica va referida a la necesidad del Agente privatizador de explicitar y de motivar debidamente los criterios de preselección manejados, en el sentido de justificar las razones que aconsejan restringir la participación en el concurso a unas u otras entidades. Por mucho que estos criterios hayan de ser necesariamente abiertos y flexibles, por las propias dificultades de objetivación que pueden ofrecer algunas de las condiciones o características requeridas de las entidades coordinadoras, resulta ineludible someter dichas convocatorias a procedimientos plenamente diáfanos y reglados que permitan ceñir al máximo cualquier reducto de discrecionalidad.

Una preselección efectuada sobre bases rigurosamente objetivas puede ofrecer, incluso, significativas ventajas frente a una convocatoria de carácter universal. Porque al circunscribirse la participación en el concurso a las entidades que reúnan la solvencia y la capacitación necesarias para realizar las labores de dirección y de coordinación de acuerdo con la particular configuración de la oferta pública querida para el desarrollo de la operación, se permite así que en la resolución final del concurso pueda incrementarse la atención a los criterios o elementos de las distintas ofertas que sean más objetivos y comparables. En particular, supuesta una aptitud similar de todos los intervinientes para llevar a cabo debidamente los servicios requeridos, la ponderación del criterio de los honorarios o comisiones puede verse notablemente reforzada, al tratarse de un indicador objetivo de fácil contraste que resulta especialmente adecuado para promover una situación de competencia real y efectiva (16). Aunque podría considerarse que la incidencia real de esta con-

---

(16) No es casual, por ello, que el nivel de comisiones aplicado en las OPVs haya ido reduciéndose de forma constante y progresiva a lo largo de las distintas operaciones de privatización, hasta alcanzar niveles (inferiores al 2 %) que resultan prácticamente desconocidos en otros países. Puede encontrarse una referencia a esta evolución, con referencia a las comisiones de colocación y de aseguramiento de las últimas OPVs realizadas en nuestro mercado, en el diario *Expansión* del 13 de septiembre de 1997, p. 7, así como en el Informe de actividades del Consejo Consultivo de Privatizaciones, de 1998, p. 19.

currencia económica es irrelevante en términos globales, no sólo por la magnitud habitual de las privatizaciones canalizadas a través de ofertas públicas sino también –y fundamentalmente– por la mayor incidencia sobre el coste final de la operación de la calidad de los servicios prestados por los propios coordinadores globales (considerando la relevancia de sus funciones en materias como la fijación de precios o la selección de inversores estables, que eviten la necesidad de posteriores estabilizaciones de las cotizaciones), lo cierto es que la valoración prioritaria de los aspectos económicos de las distintas ofertas contribuye, no sólo a promover una mayor eficiencia en cuanto a la realización de los servicios por parte de las entidades participantes, sino también a objetivar de forma sustancial la realización de los procesos de selección.

### **3. Coordinadores globales y accionistas estables o significativos de la sociedad privatizada**

La elección como coordinador global de la OPV de una entidad que reúna al mismo tiempo la condición de accionista relevante o significativo de la propia sociedad privatizada, algo que ha sido bastante recurrente en la experiencia española, suscita también delicadas cuestiones desde la perspectiva de los principios que han de gobernar los procesos de privatización (cuestiones que se ven agravadas, lógicamente, cuando la designación como coordinador global recae, no ya sobre un socio relevante de la sociedad privatizada, sino sobre ésta misma, como de hecho ha llegado a ocurrir).

Desde luego, el principio de concurrencia que ha de observarse para la elección de los coordinadores globales o directores de la OPV parece proscribir por sí solo la posible atribución de cualquier prioridad o derecho preferente a las entidades financieras que estén integradas en el accionariado de la sociedad privatizada, en el sentido de mejorar o de incrementar sus posibilidades de designación frente a los demás participantes. En la medida en que la labor prestada por los coordinadores globales trata esencialmente de obtener una colocación de las acciones ofertadas bajo las mejores condiciones posibles, tanto en términos de precio como de estructura accionarial resultante, y de acuerdo siempre con los intereses o preferencias prefijados de antemano por el oferente, la pertenencia previa a la sociedad afectada a través de una participación relevante no justifica ni presupone en principio ningún tipo de ventaja o de garantía adicional en cuanto a la calidad o efectividad de los servicios de preparación y de dirección de la oferta requeridos por el Agente privatizador. El mejor conocimiento de la sociedad privatizada, que lógicamente puede presumirse de las entidades financieras que participen de forma significativa en su capital, no parece ser un factor suficiente, por sí solo, para discriminar a favor de éstas en el proceso de selección de los coordinadores globales de las OPVs, por la ausencia de cualquier correlación aparente entre una situación de

mayor información y la bondad o pericia de las funciones realizadas para el vendedor (17).

Sin embargo, si se admite por igual que las entidades financieras que participen de forma estable en el capital de la sociedad privatizada tampoco han de ser penalizadas en los concursos de selección de coordinadores globales, en atención a un elemental principio de igualdad de oportunidades, se hace necesario introducir en el proceso un conjunto de correcciones y de garantías mínimas para los supuestos en que la designación acabe recayendo –por aplicación de los criterios objetivos previamente definidos– en uno de dichos accionistas, con la finalidad de neutralizar y de desactivar las potenciales situaciones de conflicto de interés que podría llegar a generar esa doble condición (18).

En principio, el riesgo no se localiza en la simple realización de actividades de colocación y de intermediación de las acciones ofertadas entre los inversores minoristas. Al limitarse las entidades colocadoras a poner su red comercial al servicio del vendedor u oferente y a canalizar, por cuenta de éste, las solicitudes de compra recibidas, se verifica aquí una función de mera intermediación (art. 30 RD 291/1992), que en principio no ha de verse afectada por la posible pertenencia de aquéllas al accionariado de la sociedad afectada (19).

---

(17) Cabe cuestionarse incluso que la información interna poseída por las entidades financieras que sean accionistas estables de la sociedad privatizada redunde favorablemente sobre las labores de preparación y de dirección de la oferta. De hecho, en relación a las ofertas de suscripción de valores, la literatura económica suele entender que los *underwriters* están más capacitados por lo general para determinar el auténtico valor de las acciones y para estructurar la oferta que la propia sociedad afectada (por la realización de *due diligence*, por su experiencia en emisiones previas, por su seguimiento del mercado, etc.), por mucho que ésta disponga de mayor información sobre los negocios de la empresa; al respecto, IBBOTSON/SINDELAR, «Initial Public Offerings», en AA.VV. (dir. CHEW Jr.), *The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice*, Nueva York, 1993, pp. 258 y ss.

(18) El problema de los conflictos de interés en el mercado financiero, que en los Derechos europeos continentales ha solido merecer escasa atención, se encuentra sin embargo en el núcleo de la ordenación misma de los mercados de capitales en los países anglosajones. Para una aproximación general a estas cuestiones, y a la posible conveniencia de abordarlas a través de normas legales, *vid.* RIDER, «Liability for Conflicts of Interest - An English Problem?», en AA.VV. (dir. RIDER/ANDENAS), *Developments in European Company Law*, vol. 1/1996, Londres, 1997, pp. 17 y ss., y BAMFORD, «Conflicts of Interests in the Financial Markets», en la misma obra, pp. 49 y ss.

(19) En general, sobre la actividad de colocación y de comercialización en las OPVs, *vid.* FERNÁNDEZ DE ARAOZ, «Entidades colocadoras y comercializadoras» (1995), en la obra colectiva (dir. SÁNCHEZ CALERO), *Régimen jurídico...*, *cit.*, pp. 835 y ss.; DE CARLOS BERTRÁN, «Problemas jurídicos...», *cit.*, pp. 253 y ss.; CACHÓN BLANCO, «Los contratos de dirección...», *cit.*, pp. 69 y ss.; PALA LAGUNA, *Las ofertas públicas...*, *cit.*, pp. 133 y ss. En realidad, podría estimarse que el accionista significativo que procede simultáneamente a la colocación de acciones está garantizándose en cierta forma, a través de las delegaciones de voto que pueda recibir de sus clientes, el control posterior de los derechos políticos correspondientes a dichos valores, incrementando así el peso relativo en la sociedad de su propia participación accionarial; sin embargo, se trata aquí de un fenómeno general que excede con mucho del ámbito específico de las privatizaciones, y cuya ordenación ha de buscarse en el Derecho de sociedades (en particular, art. 107 L.S.A.). Otro tanto sucede con el riesgo de trasvase de información entre las distintas áreas o departamentos de la propia entidad y la consiguiente obli-

Sin embargo, existen otros cometidos habitualmente atribuidos a los coordinadores globales en relación a los cuales podrían suscitarse, cuando dicha condición sea atribuida a un socio relevante de la propia sociedad privatizada, eventuales interferencias o disfunciones. Así ocurre con las cuestiones relativas a la fijación de los distintos tramos de la oferta (minorista, institucional, internacional, etc.) y las posibles redistribuciones entre los mismos, por el riesgo de que el diseño de la estructura de la OPV por parte del coordinador global atienda a consideraciones de propia conveniencia en cuanto a la futura estructura accionarial de la sociedad (considerando, además, que la privatización contribuye normalmente a realzar el peso relativo de su participación). Y otro tanto sucede con la facultad de selección de compras institucionales, que se caracteriza generalmente por la amplia discrecionalidad con que puede ejercitarse; porque aun encontrando la libertad de adjudicación de acciones en los tramos institucionales un claro fundamento, por la necesidad de seleccionar a inversores estables y seguros que no actúen por razones especulativas y que garanticen así una mayor estabilidad de los precios de las acciones tras el cierre de la operación, lo cierto es que las facultades decisorias que en principio corresponden en este ámbito a los coordinadores globales podrían llegar a ser indebidamente percibidas y valoradas en el mercado cuando éstos ostenten un interés accionarial directo en la propia sociedad afectada.

Desde esta perspectiva, y al margen de la conveniencia de objetivar al máximo los mecanismos de adjudicación de acciones mediante la previa fijación y ponderación de los criterios que se estimen relevantes, parece conveniente reforzar en estos casos la labor supervisora y de control que pueda desplegar el Agente privatizador (en conjunción, en su caso, con la entidad asesora de la operación de privatización), al objeto de evitar que la labor de los coordinadores globales pueda verse distorsionada —o al menos ser así percibida— por intereses ajenos a los de la propia oferta. La transparencia exigible respecto de los procesos de privatización, y la necesidad de ordenarlos con unos principios que excluyan la posible interferencia de cualquier tipo de consideración distinta del propio interés público, postulan el sometimiento de los coordinadores globales a un conjunto de controles y de contrapesos que eviten el riesgo de activación de dichos conflictos de interés.

#### **4. Principio de concurrencia y control administrativo sobre la sociedad privatizada**

Existen otras consideraciones que inciden sobre los procesos de privatización y que también pueden abordarse desde el punto de vista del principio de concu-

---

gación de establecer barreras informativas o «murallas chinas», al ser ésta una cuestión de la que con carácter general se ocupa el Derecho del mercado de valores (art. 83 L.M.V., Decreto de 3 de mayo de 1993 sobre normas de actuación en los mercados de valores, y Circular de la C.N.M.V. 10/1997, de 21 de julio).

rrerencia. En efecto, el legislador español, que no ha considerado oportuno regular los procesos de privatización con carácter general y exhaustivo, se ha preocupado a cambio por garantizar un cierto control administrativo sobre determinados aspectos esenciales de la gestión de aquellas empresas privatizadas que ofrezcan una mayor envergadura y relevancia. Y es que las operaciones de privatización, que en principio resultan neutrales desde la perspectiva de los intereses públicos en el caso de las sociedades que desempeñan actividades comerciales o industriales en mercados competitivos, pueden llegar a presentar una gran trascendencia cuando la participación de la Administración en la empresa privatizada sirve para garantizar la realización y la cobertura de una actividad de marcado carácter público o que se considera esencial para la comunidad. En estos supuestos, en los que el Estado interviene en sociedades encargadas de la prestación de un servicio público o que desempeñan una actividad de profunda incidencia sobre los intereses nacionales, es claro que la privatización podría llegar a comprometer la atención a los objetivos públicos garantizada originariamente por la propia participación accionarial del Estado o de sus entes instrumentales.

Esta preocupación está en el origen de la Ley de 23 de marzo de 1995, sobre régimen jurídico de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas, que instaura un sistema de autorización administrativa para los actos más relevantes de adquisición de participaciones accionariales y de toma de decisiones societarias en las empresas privatizadas (20). Este sistema de autorización administrativa, habitualmente conocido bajo el nombre de «*golden share*» (aunque las facultades exorbitantes reservadas a la Administración no resultan, en rigor, de la titularidad de ninguna acción privilegiada o con derechos especiales), viene a consagrar así un título de intervención de carácter autorizador sobre las sociedades privatizadas, con el que se busca prolongar en el tiempo la garantía sobre el interés público que anteriormente se derivaba de la participación accionarial del Estado.

Con todo, desde el punto de vista del principio de concurrencia y de la maximización del precio de venta de las acciones ofertadas en una OPV, lo cierto es que la aplicación de este régimen puede llegar a tener cierta incidencia sobre el desarrollo de la operación de privatización. El sometimiento de la empresa privatizada

---

(20) Sobre este régimen, *vid.*, con carácter general, SERNA BILBAO, «La enajenación de participaciones públicas en empresas que realizan actividades de interés público. Su regulación por la Ley 5/1995, de 23 de marzo», *R.A.P.* n.º 143, 1997, pp. 435 y ss.; S. MARTÍN RETORTILLO, «Reflexiones sobre las privatizaciones», *R.A.P.* n.º 144, 1997, pp. 30 y ss. En todo caso, debe tenerse presente que la aplicación de la Ley queda condicionada en relación a cada empresa privatizada a la aprobación de un Real Decreto específico, en el que ha de establecerse el régimen de la autorización administrativa previa y su plazo de vigencia; pueden verse, a título de ejemplo, el RD de 15 de enero de 1996, relativo a REPSOL, el RD de 10 de enero de 1997 sobre TELEFÓNICA, el RD de 16 de enero de 1998 sobre ARGENTARIA o el RD de 2 de abril de 1998 en relación a TABACALERA.



a un régimen administrativo de autorización, por limitado que sea, y el consiguiente mantenimiento de incentivos parcialmente divergentes de los de mercado en cuanto a la gestión de la empresa, por la preclusión de tomas de control accionariales y de posibles modificaciones estructurales, son factores que pueden disuadir a posibles inversores y afectar en cierta medida al proceso de formación de precios de las acciones ofertadas.

Aun así, el sometimiento de una empresa a este peculiar régimen de intervención administrativa es una decisión que responde a criterios de marcado cariz político y estratégico, que al venir explícitamente amparados por una norma con rango de Ley parecen quedar excluidos de cualquier tipo de control distinto al de pura legalidad. En este sentido, los principios rectores de los procesos de privatización no parecen comportar en este ámbito más carga que la de justificar la inserción de la empresa privatizada dentro del ámbito de aplicación de la referida Ley, en el sentido de prestar servicios esenciales o servicios públicos formalmente declarados como tales, de desarrollar actividades sujetas por Ley y razones de interés público a un específico régimen administrativo de control o de estar exentas total o parcialmente de la libre competencia en los términos del artículo 90 del Tratado constitutivo de la CEE (art. 1 de la Ley).