

Informe de Actividades

2014-2015

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Informe de Actividades

2014-2015

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Informe de Actividades 2014-2015

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Avda. de Burgos, 17 planta 9.

Edificio Triada A

28036 Madrid

Tel.: 91 383 47 10

www.ccp.es

Correo electrónico: ccp@ccp.es

Depósito legal: M-4996-2016

CCP

Informe de Actividades 2014-2015

ÍNDICE GENERAL

	Página
Capítulo I	El CCP y el proceso de privatizaciones11
1.	Introducción13
2.	Funciones del CCP15
3.	Descripción general de los procesos de privatización de empresas.....16
Capítulo II	Las privatizaciones de empresas del Estado desde la creación del CCP .21
Capítulo III	La actividad del CCP durante 2014 y 2015: emisión de dictámenes39
1.	Operaciones de privatización dictaminadas por el CCP en 2014 y 201541
2.	Descripción de las operaciones42
3.	Principales recomendaciones del CCP durante 2014 y 201559
Capítulo IV	La actividad del CCP durante 2014 y 2015: Consultas previas e intermedias y emisión de otros informes81
ANEXO 1	Operaciones informadas por el CCP en 2014 y 201587
	Dictamen sobre la privatización de Remolcadores del Noroeste S.A. (RENOSA)91
	Dictamen sobre la privatización de Residencial Langa S.A.107
	Actualización del dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos S.A.119
	Dictamen sobre la privatización de Centro de Asesoramiento y Búsqueda de Empleo, S.L. (CABE, S.L.)133
	Dictamen sobre la privatización de Molypharma S.A.....143
	Dictamen sobre la privatización de AENA S.A.....159
ANEXO 2	Los índices CCP de privatizaciones185
	Índice de abreviaturas.....195

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico I-1. Esquema del proceso de privatización de una empresa	18
Gráfico II-1. Evolución de los ingresos por privatizaciones en España	24
Gráfico II-2. Ingresos por privatizaciones según los sectores económicos	25
Gráfico II-3. Volumen de ingresos por privatizaciones según el método de venta utilizado 1996-2015	27
Gráfico II-4. Número de operaciones de privatización según el método de venta utilizado 1996-2015	27
Gráfico II-5. Importe de las privatizaciones mediante OPV	29
Gráfico II-6. Participación de los tramos minoristas e institucionales en los ingresos por OPV desde 1996	30
Gráfico II-7. Tamaño de los tramos minoristas e institucionales en cada una de las OPV desde 1996	31
Gráfico II-8. Porcentaje del tramo minorista en las OPV de empresas públicas	32
Gráfico II-9. Comisiones institucionales de los coordinadores globales en las OPV de empresas públicas en España	34
Gráfico II-10. Composición y peso en la cartera de las participaciones del Estado en empresas cotizadas	36
Gráfico II-11. Participación del Estado en el mercado bursátil	37
Gráfico A.2- 1 Evolución de los Índices CCP1 y CCP1-ponderado frente al Ibex-35	192
Gráfico A.2- 2 Evolución de los Índices CCP2 y CCP2-ponderado frente al Ibex-35	192
Gráfico A.2- 3 Evolución de los Índices mundiales frente al Índice de privatizaciones	193
Tabla II-1. Incentivos aplicados al tramo minorista general en las OPV de empresas públicas.	33
Tabla III-1. Empresas dictaminadas por el CCP en 2014-2015	56
Tabla A.2- 1 Rentabilidad acumulada anualizada de los índices de privatizaciones frente al mercado	189

CCP

CAPÍTULO I

EL CCP Y EL PROCESO DE PRIVATIZACIONES

1. INTRODUCCIÓN

Este informe recoge los hechos más destacables de la actividad realizada por el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) durante los años 2014 y 2015, periodo durante el cual Luis Gámir Casares ha ejercido la presidencia del CCP.

El Consejo Consultivo de Privatizaciones fue creado por Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, que estableció las *Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado (o "Programa de Privatizaciones")*. Este Acuerdo recoge un marco general para la enajenación de empresas públicas que incluye las directrices que han de seguirse en el diseño y la ejecución de las operaciones concretas de privatización, además de la filosofía y los principios en los que deberá basarse el Programa.

El objetivo principal del CCP es reforzar el sistema de garantías de las operaciones de privatización, desde la perspectiva del **cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia**. Esta labor se lleva a cabo a través de dictámenes públicos en los que se analiza la adecuación de cada operación de privatización al cumplimiento de los principios citados. De igual modo, el Consejo atiende las consultas que le son planteadas por los Agentes Gestores, el Gobierno o la Comisión Delegada para Asuntos Económicos. Por tanto, se trata de una labor consultiva.

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO

El CCP está compuesto por su Presidente y un máximo de ocho Consejeros. Los miembros del Consejo son:

PRESIDENTE

- **D. Luis Gámir Casares**
Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Complutense de Madrid.

VOCALES

- **D. Álvaro Cuervo García**
Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Complutense.
- **D. Rafael Pampillón Olmedo**
Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad San Pablo.
- **D. Santiago García Echevarría**
Catedrático de Política Económica de la Empresa de la Universidad de Alcalá.
- **D. Javier García de Enterría**
Catedrático de Derecho Mercantil.
- **D. Jaime Requeijo González**
Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad Nacional de Educación a Distancia.
- **D. Antonio Martínez Lafuente**
Abogado del Estado.
- **D. Eliseo Fernández Centeno**
Presidente Emérito de la Sección de Fiscalización del Tribunal de Cuentas.
- **Dña. Matilde Fernández Blanco**
Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Valencia.

2. FUNCIONES DEL CCP

El papel consultivo del CCP se concreta en la elaboración de dos tipos de informes con carácter y naturaleza diferente que atienden a las dos funciones que tiene asignadas el CCP. Estas funciones vienen recogidas en los sub-apartados A. y B. del punto 1 del apartado noveno del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996.

A. *“El Consejo Consultivo informará sobre todas las operaciones concretas de privatización que los Agentes Gestores deben someter a su consideración al objeto de que se dictamine si el proceso de privatización y la propuesta concreta de venta se acomodan a los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia”.*

B. *“El Consejo Consultivo informará sobre cuantas cuestiones le sean planteadas por el Gobierno, la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos o los Agentes Gestores durante el proceso de privatizaciones.”*

Por tanto, cabe diferenciar entre los dos tipos de Informes. Los del Apartado “A” son preceptivos, y así se ha reconocido por la Jurisprudencia del Tribunal Supremo, al enjuiciar los recursos interpuestos frente a Acuerdos del Consejo de Ministros relativos a procesos de privatización y constituyen un control “ex ante” de las privatizaciones, ya que se realizan con anterioridad a que el Consejo de Ministros adopte la decisión final sobre cada una de las operaciones de privatización.

Por su parte los del apartado “B” son a iniciativa del organismo que los solicita y pueden revestir diferentes formas. En este sentido, el Consejo ha resuelto, por un lado, numerosas consultas planteadas por los Agentes Gestores con carácter previo a la decisión de privatización y adjudicación de la empresa y,

por otro lado, ha realizado diversos Informes sectoriales o institucionales sobre temas puntuales.

Los dictámenes del CCP, (Apartado 9A), son publicados a través de la página web del CCP: www.ccp.es

3. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN DE EMPRESAS

Los procesos de venta de empresas en los que ha participado el CCP siguen, con carácter general, el desarrollo que se expondrá a continuación y que viene resumido en el Gráfico I-1.

Los “Agentes Gestores” poseen la iniciativa en el proceso de privatización, siendo los encargados de la selección y contratación de “Asesores”, así como de la elaboración de una propuesta de privatización con la asistencia, en su caso, de los “Asesores” contratados. En ocasiones, los Agentes Gestores realizan consultas previas sobre determinados aspectos de los procesos de privatización al CCP. Sobre la base de dichas consultas, los Agentes Gestores conocen de manera anticipada la opinión del CCP sobre los temas consultados y, en su caso, pueden seguir las recomendaciones del Consejo en el propio proceso de privatización sobre el que se ha planteado la consulta.

El Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 junio de 1996 establecía como Agentes Gestores del proceso de privatización a SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales), SEPPa (Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales) y la AIE (Agencia Industrial del Estado). Las posteriores reformas del sector público empresarial del Estado han hecho que, en la actualidad, el único Agente Gestor de los inicialmente previstos que se mantiene sea SEPI.

Adicionalmente, el CCP ha dictaminado en procesos de privatización en los que el Agente Gestor no era ninguno de los anteriores, sino que ha sido designado de manera específica para una privatización concreta. Así, en el caso de la privatización de Retevisión S.A. se designó como Agente Gestor al Ente Público Retevisión; para la venta de Crédito y Caución fue el Consorcio de Compensación de Seguros el que actuó como Agente Gestor; para la venta, finalmente no materializada, de Loterías y Apuestas del Estado se creó expresamente la Sociedad Estatal para la Venta de Loterías y Apuestas del Estado (SEVALAE) para que actuara como Agente Gestor; y en el proceso de privatización de AENA Aeropuertos S.A. (actual AENA, S.A.) sería el Ente Público AENA (posteriormente denominado ENAIRE) el que asumiera tales funciones. Por su parte, SEPI fue designado Agente Gestor del proceso de privatización del 50,25% del capital de CESCE, para lo que se suscribió un acuerdo de colaboración entre SEPI y la Dirección General de Patrimonio del Estado.

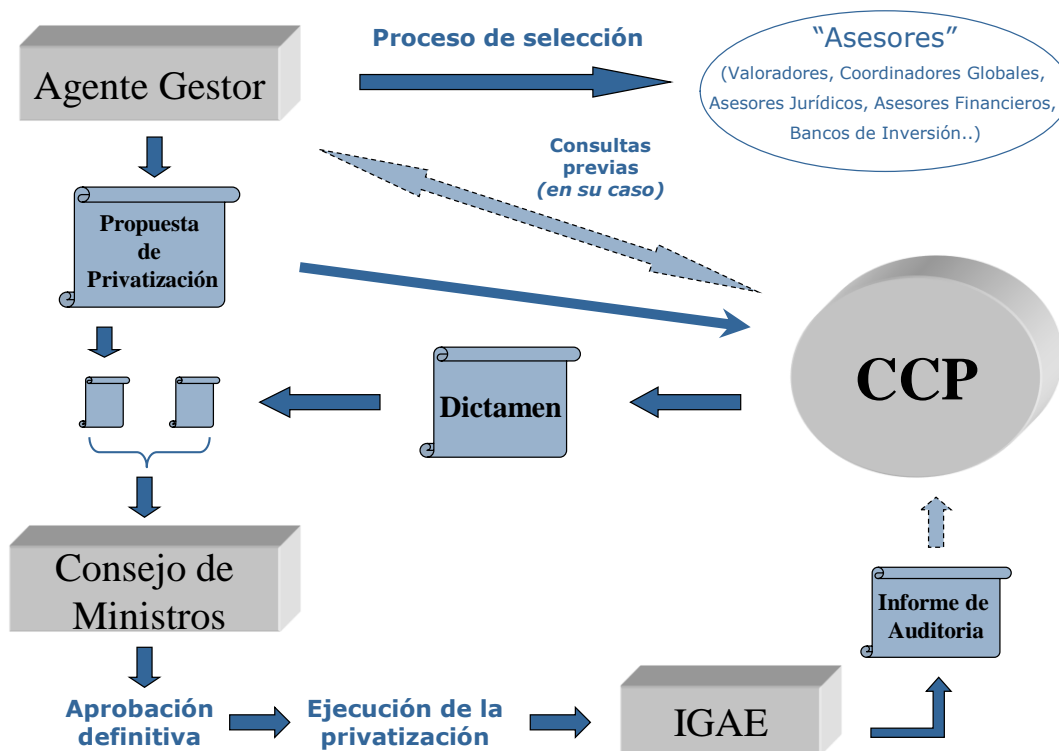
En una operación llevada a cabo en 2014, la de Residencial Langa, no se ha designado de forma expresa a ninguna entidad como Agente Gestor. Sin embargo, el propio Ministerio de Fomento y ADIF han asumido las funciones que les son propias.

Los Agentes Gestores diseñan el proceso de venta y, en función del mismo, realizan la adjudicación de la empresa, sometida a la condición suspensiva de su aprobación por el Consejo de Ministros y del Dictamen del CCP. El Expediente, con la información sobre el desarrollo del proceso y la propuesta concreta de venta se remite al CCP para su correspondiente análisis.

Con la documentación remitida, el CCP elabora un dictamen en el que se pone de manifiesto el grado de adecuación del proceso a los **principios de transparencia, concurrencia y publicidad** y que, generalmente, incluye también diversas recomendaciones con el fin de mejorar su cumplimiento. Conviene tener en cuenta que la función del CCP es consultiva y no vinculante y que, por tanto, no participa de forma directa en la toma de decisiones relativas a los procesos de

privatización.

Gráfico I-1. Esquema del proceso de privatización de una empresa



El dictamen del CCP se remite a los Agentes Gestores, que son los encargados de elevar la propuesta de privatización, y al Ministro correspondiente, que, en su caso, lo enviaría a la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos, para su posterior aprobación definitiva por el Consejo de Ministros. Por tanto, son los Agentes Gestores y, en última instancia, el Consejo de Ministros, los órganos ejecutivos del proceso de privatización.

Al mismo tiempo el CCP hace públicos sus dictámenes y notas de prensa a los medios de comunicación, así como a través de su página web www.ccp.es.

A diferencia del CCP, tanto la Intervención General de la Administración del

Estado (IGAE) como, en su caso, el Tribunal de Cuentas, actúan con carácter *ex post*, es decir, una vez que se ha producido la privatización de la empresa.

Una vez finalizada cada operación de privatización, el primero de dichos órganos, la IGAE, eleva al Ministro de Economía y Hacienda un informe de auditoría sobre el desarrollo de la misma.

Por su parte, la función fiscalizadora del Tribunal de Cuentas tiene carácter externo, permanente y consultivo, y su misión es enjuiciar la actividad económica desde los principios de legalidad, eficiencia y economía en relación con la ejecución de los programas de ingresos y gastos.

Junto a los anteriores, se da otro tipo de control, el ejercido por el Parlamento, que puede actuar tanto con carácter *ex-ante* como *ex-post*.

CAPÍTULO II

LAS PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS DEL ESTADO DESDE LA CREACIÓN DEL CCP

Desde la creación del CCP en junio de 1996 el proceso de privatizaciones de empresas públicas ha transcurrido por fases de diferente intensidad privatizadora.

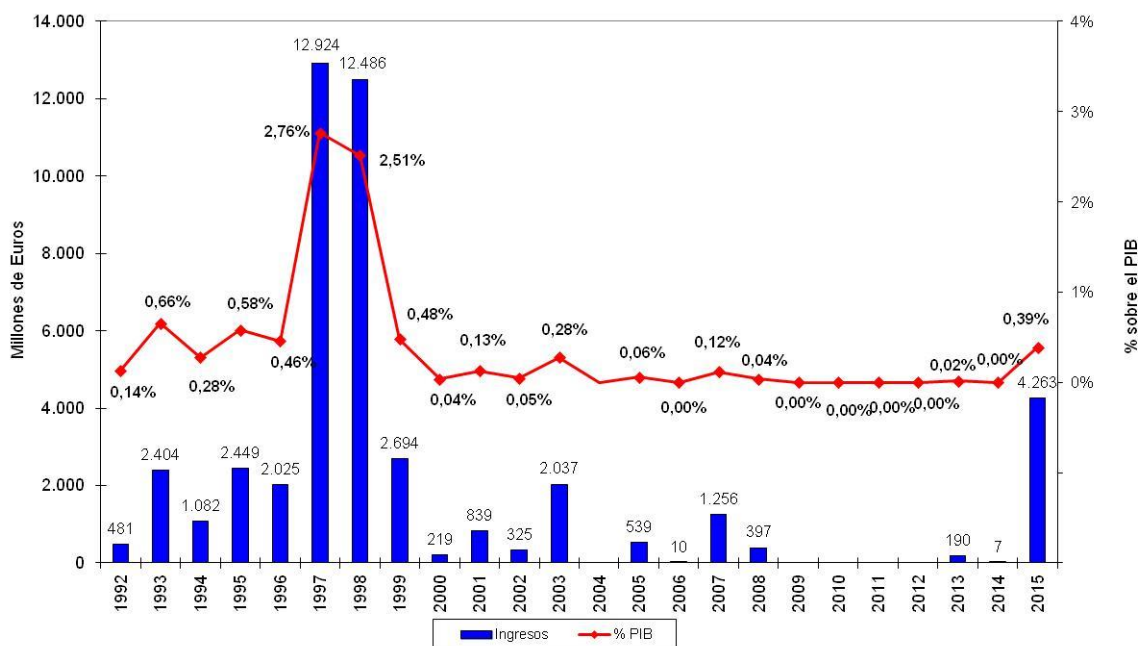
Desde esa fecha, el Estado ha vendido, total o parcialmente, su participación en el capital de **76 empresas**. Algunas de estas empresas se han privatizado en diversas fases (bien simultáneas o sucesivas en el tiempo) por lo que se han registrado **90 operaciones** distintas de privatización. En términos corrientes los ingresos generados por tales operaciones hasta finales de 2015 ascienden a 38.409 millones de euros, lo que en términos actuales equivaldría a 53.908 millones de euros.

En el Gráfico II-1 se representa la distribución de ingresos a lo largo de los años tanto en valores absolutos como en porcentajes sobre el PIB de cada año. En dicho gráfico se observa la pauta irregular que ha seguido los ingresos por privatizaciones. Esta pauta sería distinta si tuviésemos en cuenta el número de operaciones o los dictámenes realizados por el CCP. Por ejemplo, en el año 2011 el CCP llegó a realizar varios dictámenes sobre importantes operaciones que finalmente no se llevaron a término. En el año 2014 se realizaron 6 dictámenes sobre cinco operaciones de privatización de las que cuatro culminaron en dicho año, aunque los ingresos obtenidos fueron poco significativos (7 millones de euros). En el 2015 se observa un importante repunte en los ingresos por privatizaciones debido a la OPV del 49% de AENA, S.A.

En dicho gráfico se aprecia, también, como en los años 1997 y 1998 se experimenta la mayor intensidad privatizadora en el ámbito del Estado, habiéndose alcanzando unos ingresos de más de 12.000 millones de euros anuales, lo que supuso cifras superiores al 2,5% del PIB en cada uno de esos años. En estos años se desarrollaron las OPV de grandes empresas tales como Telefónica, Endesa, Repsol, Tabacalera o Argentaria.

A partir de 1999 la intensidad privatizadora medida en término de ingresos ha sido mucho más reducida, no superando en ningún año el medio punto del PIB. Esto se debe al menor tamaño medio de las empresas privatizadas y, también, a partir del año 2000, al menor número de operaciones realizadas.

Gráfico II-1. Evolución de los ingresos por privatizaciones en España



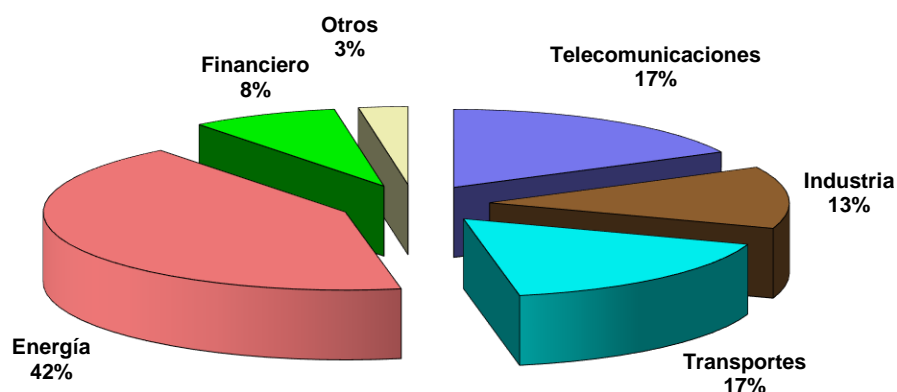
Nota: desde 1992 hasta 1996 se han incluido los ingresos a través de OPV. A partir de 1997 se incluye el importe total de las privatizaciones
Fuente: Elaboración propia. Las series se han actualizado con las cifras de ingresos por privatizaciones publicadas en el BOCG, Serie D, Num. 648 de 30 de diciembre de 2003 y Num. 143 de 2 de marzo de 2001

En el año 2014 dos operaciones (MOLYPHARMA y RENOSA), de las cuatro culminadas, concentran el 97% de los ingresos generados en dicho año, contribuyendo las otras dos (Residencial LANGA y CABE) sólo de manera marginal.

Ya se comentó que en el 2015 se observa un importante repunte debido a la colocación en bolsa de AENA mediante OPV. La última empresa vendida por este método había sido ENCE, en julio de 2001 y desde esa fecha las ventas en bolsa se han realizado a través de colocaciones en bloque, así como por la aceptación de algunas ofertas públicas de adquisición. La operación de AENA

supuso unos ingresos superiores a los 4.000 millones de euros lo que equivale a casi cuatro décimas del PIB español de dicho año. Esto supone que por volumen total de ingresos 2015 es el tercer mayor año desde 1996, aunque en porcentaje del PIB se sitúa en quinto lugar.

Gráfico II-2. Ingresos por privatizaciones según los sectores económicos 1996-2015



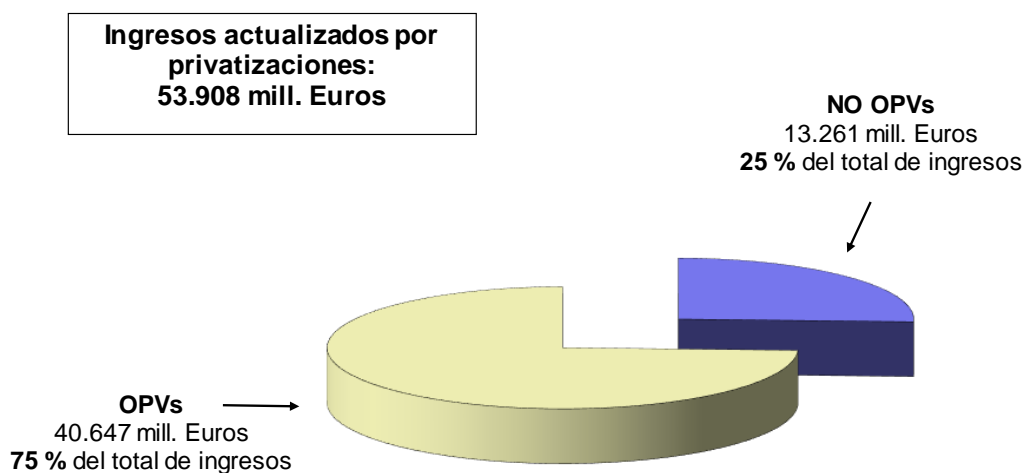
En lo que se refiere a los sectores a los que pertenecen las empresas privatizadas desde la creación del CCP, en el Gráfico II-2 se recoge el porcentaje de los ingresos, en términos actuales, que cada sector representa en el total, atendiendo al volumen de ingresos generados a lo largo del proceso de privatizaciones. Se observa que el sector energético se sitúa en primer lugar con un 42%, seguido de las telecomunicaciones y transportes cada uno de ellos con un 17%. La privatización de AENA ha incrementado notablemente el peso de este último respecto a ejercicios anteriores. El resto se distribuye entre el 13% del sector industrial, el 8% del sector financiero y el 3% restante que correspondería a aquellas empresas que por sus características no estarían incluidas en ninguno de

los anteriores sectores.

Por su parte, el Gráfico II-3 muestra la clasificación de los ingresos por privatización en función del tipo de operaciones realizado. Se observa claramente la gran importancia desde el punto de vista del volumen de ingresos que han jugado los mercados de valores en el proceso de privatizaciones, acumulando tres cuartas partes del total de ingresos por privatizaciones desde 1996, lo que supone más de 40.000 millones de euros, en términos actuales (28.500 millones en términos corrientes). En el año 2015, la privatización de AENA ha venido a incrementar aún más dichas cifras respecto a la de ejercicios precedentes, teniendo en cuenta que desde el año 2001 no se había desarrollado ninguna privatización por este método.

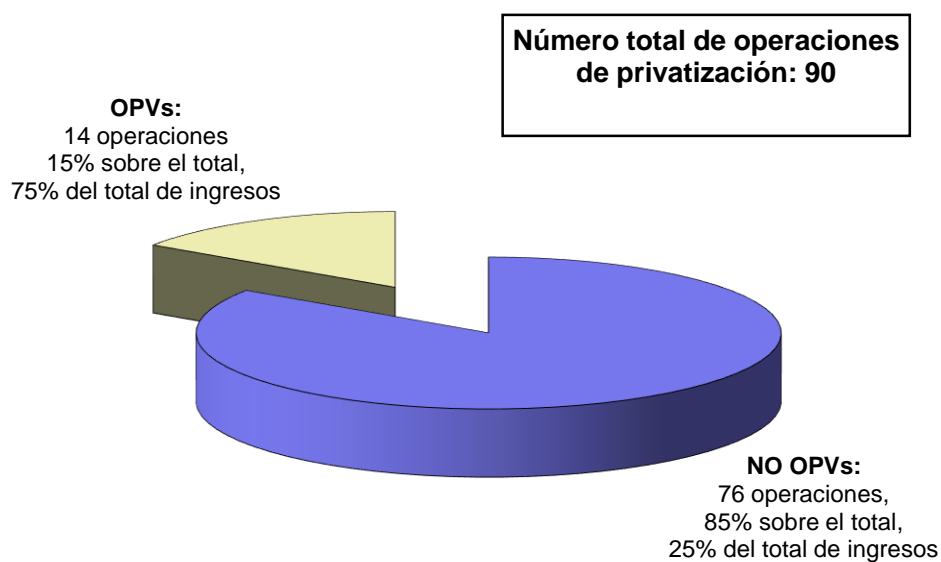
No obstante, si tomamos en comparación el número de operaciones en lugar de los ingresos generados la importancia entre las OPV y las no OPV se invierte. De hecho, sólo 14 de las 90 operaciones de privatización desarrolladas desde 1996 han utilizado el método de las OPV (ver Gráfico II-4). Es decir, sólo el 15% de las operaciones de privatización realizadas han generado el 75% de los ingresos. Por el contrario, las no OPV que supusieron el 85% de las operaciones sólo suponen una cuarta parte de los ingresos. Estos datos apuntan a lo engañoso que puede ser centrarse únicamente en el volumen total de ingresos generados por las privatizaciones.

Gráfico II-3. Volumen de ingresos por privatizaciones según el método de venta utilizado 1996-2015



Nota: Datos de ingresos en millones de euros constantes
Fuente: CCP

Gráfico II-4. Número de operaciones de privatización según el método de venta utilizado 1996-2015



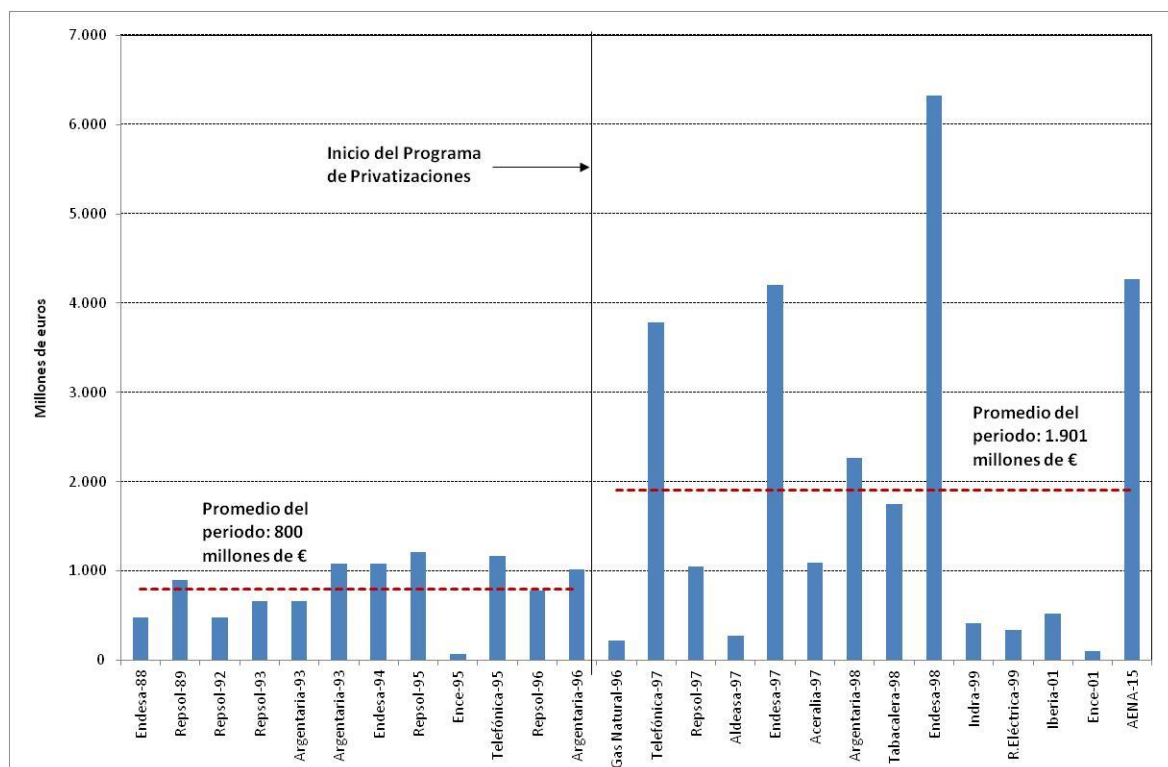
En todo caso, habría que señalar que las privatizaciones en general y las OPV en particular, se vienen efectuando en España desde antes de la creación del CCP en 1996. Así, las OPV anteriores a la creación del CCP en 1996 supusieron, en conjunto, unos ingresos para el Estado cercanos a los 16.809 millones de euros constantes de 2015.

Con posterioridad a 1996, la utilización del mercado de valores para privatizar empresas públicas habría contribuido a que se negocien en el mismo acciones de empresas que tienen un gran peso en la economía española. Desde ese punto de vista la privatización por esta vía habría contribuido a que las bolsas españolas sean más diversas y tengan una mayor importancia cualitativa y cuantitativamente. Así, varias de las que anteriormente fueron empresas públicas tienen en la actualidad un peso importante en el mercado de valores. Son los casos de Gas Natural, Telefónica, Repsol, Aldeasa, Endesa, Aceralia (actualmente parte de Arcelor-Mittal), Argentaria (hoy parte de BBVA), Tabacalera (compañía que se fusionó con la francesa SEITA para formar Altadis, que fue comprada en 2008 por Imperial Tobacco), Indra, Red Eléctrica, Iberia, Ence y AENA, que ha sido la última en incorporarse a la lista de OPV de empresas privatizadas (en este último caso, sólo parcialmente).

La operación de AENA se ha caracterizado por su elevado volumen (4.263 millones de euros por el 49% del capital). De hecho, ha sido la segunda OPV de una empresa pública por tamaño de la operación hasta la fecha, solo superada por la colocación de Endesa en 1998. El Gráfico II-5 representa el volumen de cada una de las OPV de empresas públicas desarrolladas. En él se observa cómo, tras unos años de intensa actividad en lo que a colocaciones en el mercado se refiere, a partir de 1999 se produce un descenso significativo en el tamaño medio de estas operaciones. Así, mientras que el volumen medio de las OPV de empresas públicas entre 1996 y 1998 fue de 2.330 millones (desarrollándose 9 colocaciones en bolsa), dicha media se redujo notablemente entre 1999 y 2001, donde las 4 operaciones desarrolladas apenas alcanzan en media los 345 millones de euros. La operación de AENA en 2015 ha venido a incrementar notablemente el tamaño

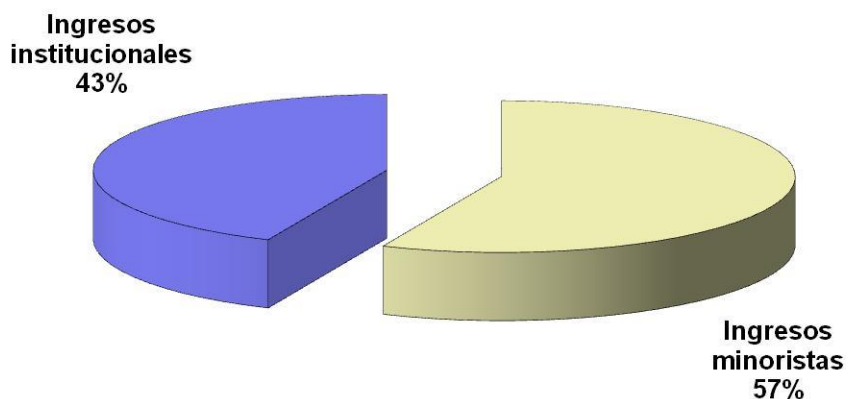
medio de estas operaciones.

Gráfico II-5. Importe de las privatizaciones mediante OPV



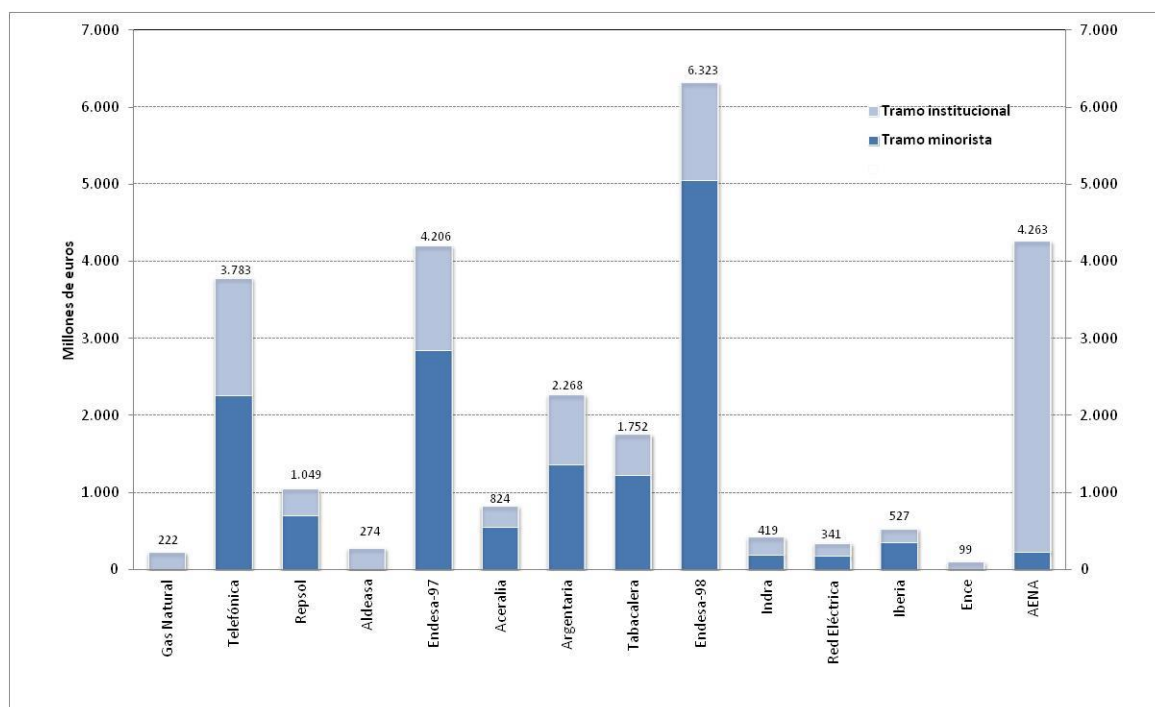
Una de las características de las privatizaciones mediante OPV en España ha sido la importancia que se ha otorgado en dicho proceso a los inversores minoristas, facilitando la entrada en el mercado a un elevado número de pequeños inversores. Como se observa en el Gráfico II-6 el 57% del total de los ingresos derivados de las OPV a partir de 1996 corresponden a los tramos minoristas de estas operaciones (alrededor de 16.150 millones de euros), lo que corresponde a aproximadamente el 42% del total de ingresos por privatizaciones en España desde esa fecha.

Gráfico II-6. Participación de los tramos minoristas e institucionales en los ingresos por OPV desde 1996

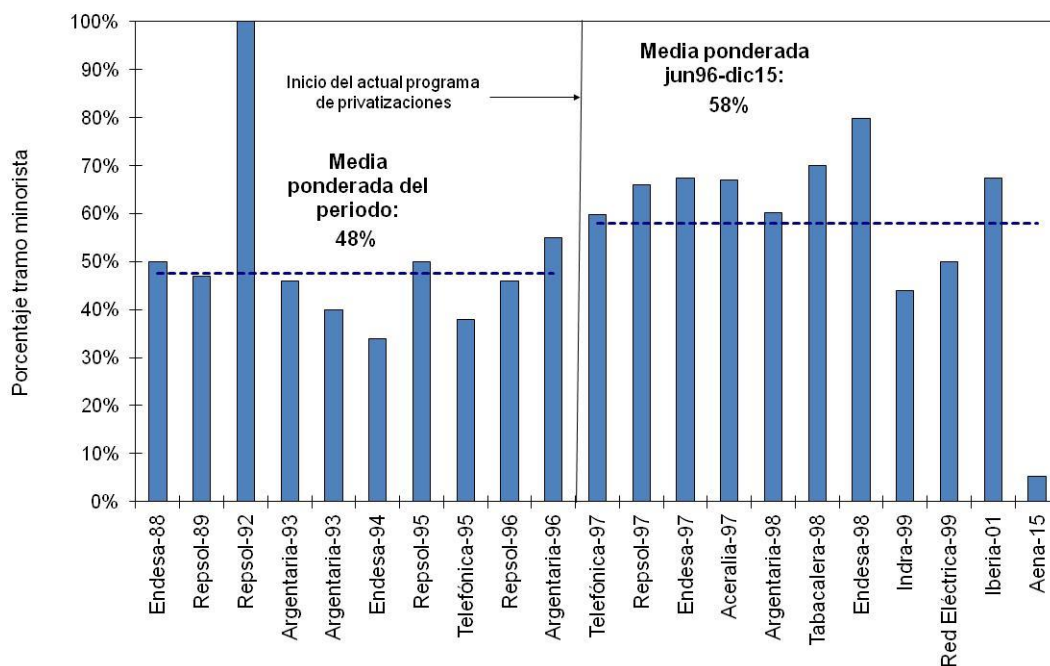


En este sentido, la OPV de AENA también ha supuesto una importante novedad respecto a las precedentes. En este caso, el diseño de la operación preveía un tramo para inversores minoristas de solo el 10% del total de la OPV. Sin embargo, la posterior cancelación de los contratos firmados con los inversores de referencia y la ampliación del tramo institucional, hizo que el tamaño real del tramo reservado a los inversores particulares quedase reducido al 5% del total de la oferta. Sin contar la OPV de AENA, la importancia del tramo minorista en las OPV de empresas públicas había sido notablemente más elevada, representando en torno al 68% del total de los ingresos por OPV y alrededor del 56% del total de ingresos por privatizaciones desde 1996.

Gráfico II-7. Tamaño de los tramos minoristas e institucionales en cada una de las OPV desde 1996



El Gráfico II-7 representa la distribución de los ingresos en cada una de las OPV de empresas públicas desarrolladas desde 1996, diferenciando entre el tramo minorista e institucional. En él se observa la importancia atribuida a los tramos minoristas en prácticamente todas las OPV desarrolladas. Las excepciones serían, por un lado, los casos de Gas Natural, Aldeasa y Ence en las que el diseño de la operación no preveía un tramo para inversores particulares, y, por otro lado, la reciente operación de AENA que junto con Indra han sido las únicas, hasta la fecha, que, teniendo tramo para inversores minoristas, éste ha sido más reducido que el tramo institucional.

Gráfico II-8. Porcentaje del tramo minorista en las OPV de empresas públicas

Nota: las líneas discontinuas representan la media ponderada del peso del tramo minorista en cada periodo, teniendo en cuenta sólo las OPV con tramo minorista

En las grandes operaciones de privatización en términos de volumen, esto es, en las que se desarrollaron entre 1996 y 1998, resultó especialmente significativa la importancia atribuida a los tramos minoristas en las OPV dando acceso al mercado de valores a un elevado número de inversores particulares. De hecho, en la gran mayoría este tramo superó el 50% de la colocación, elevándose incluso hasta el 80% en la OPV de Endesa-1998, hasta ahora la mayor en volumen de colocación. De nuevo en el Gráfico II-8 se destaca la particularidad de la OPV de AENA, con un tramo minorista reducido hasta el 5% del total de la colocación. Con todo, en términos ponderados, el peso medio del tramo minorista en las OPV desarrolladas con posterioridad al año 1996 (en concreto al inicio del Programa de Privatizaciones y la creación del CCP) ha sido del 58%, frente al 48% de las operaciones desarrolladas con anterioridad a esa fecha.

Tabla II-1. Incentivos aplicados al tramo minorista general en las OPV de empresas públicas.

OPV	Descuentos iniciales	Bonus fidelidad (*) / Descuentos diferidos	Cobertura frente a caídas del precio
Endesa-88	0%	--	--
Repsol-89	0%	--	--
Argentaria-93 (I)	0%	--	--
Argentaria-93 (II)	4%	1/10 (*)	--
Endesa-94	3%	--	--
Repsol-95	5%	--	Hasta el 10%
Telefónica-95	4%	1/20 (*)	--
Repsol-96	4%	--	Hasta el 10%
Argentaria-96	4%	--	Hasta el 10%
Telefónica-97	4%	1/20 en un año	--
Repsol-97	4%	--	--
Endesa-97	4%	--	--
Aceralía	0%	--	5% en 6 meses
Argentaria-98	3%	3% en 12 meses	--
Tabacalera-98	3%	3% en 12 meses	--
Endesa-98	3%	3% en 6 meses	--
Indra-99	0%	--	--
Red Eléctrica-99	0%	--	--
Iberia-01	0%	--	--
AENA-15	0%	--	--

Notas: En Aceralía SEPI pagaba una compensación de hasta el 5% si la acción no era un 105% del precio inicial al cabo de seis meses.

En Endesa 98 no era necesario el mantenimiento físico de las mismas acciones, sino el mantenimiento de un saldo al menos igual al inicial al cabo de 6 meses.

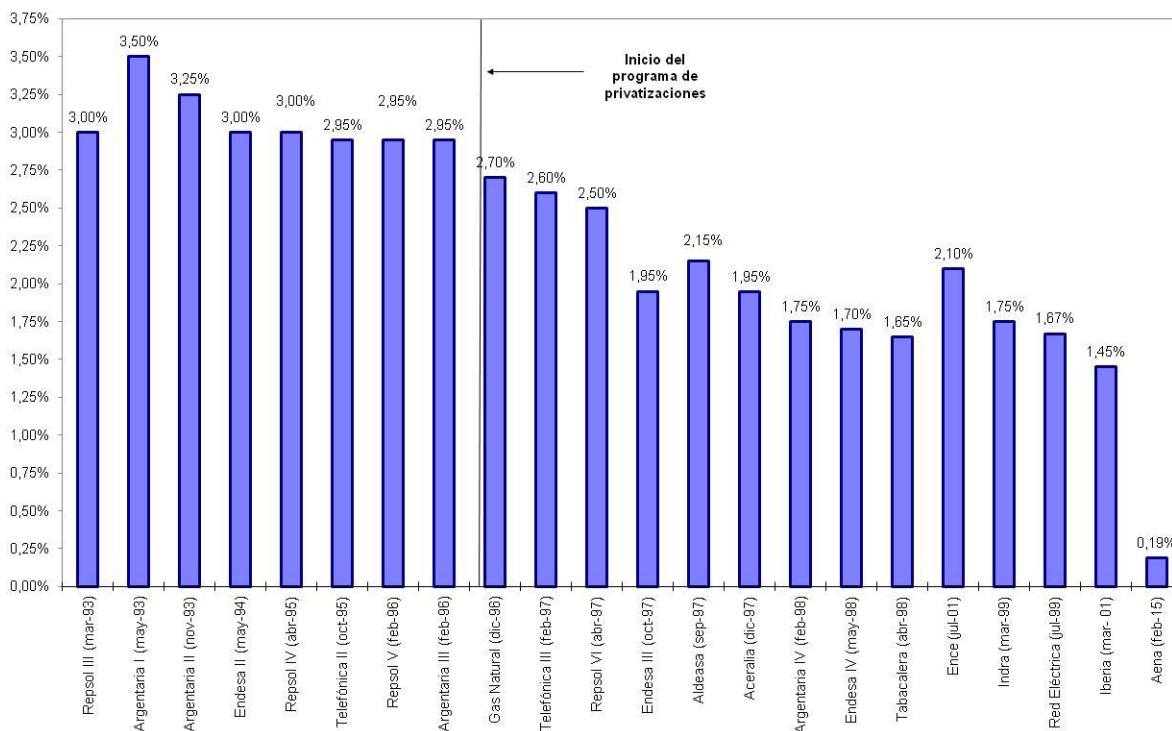
(*) Número de acciones gratuitas por cada número de acciones adquiridas en la OPV

Con el fin de incentivar la participación de los inversores minoristas en las grandes OPV, se recurrió inicialmente a introducir incentivos específicos para los inversores minoristas, en la forma de descuentos iniciales sobre el precio de colocación aplicado al tramo institucional, acciones gratuitas (bonus fidelidad) y descuentos diferidos para aquellos inversores que hubieran mantenido la inversión inicial al cabo de un determinado periodo de tiempo. Estos incentivos que se recogen en la Tabla II-1, se vinieron aplicando ya antes del Programa de Privatizaciones de 1996 y se siguieron utilizando hasta el año 1998, incluyendo las grandes OPV realizadas en los años 1997 y 1998. A partir de 1999 no se aplicaron ya incentivos específicos para este tramo, tendencia que se mantuvo en la última

OPV de AENA realizada en 2015.

Para analizar la evolución en el tiempo de las OPV de empresas públicas realizadas a partir de 1996, el CCP ha venido elaborando los denominados Índices CCP de Privatizaciones, que permiten comparar el comportamiento de estas operaciones con la media del mercado bursátil español. El análisis y evolución de los Índices de Privatizaciones se incluye en el Anexo 2 de este Informe.

Gráfico II-9. Comisiones institucionales de los coordinadores globales en las OPV de empresas públicas en España



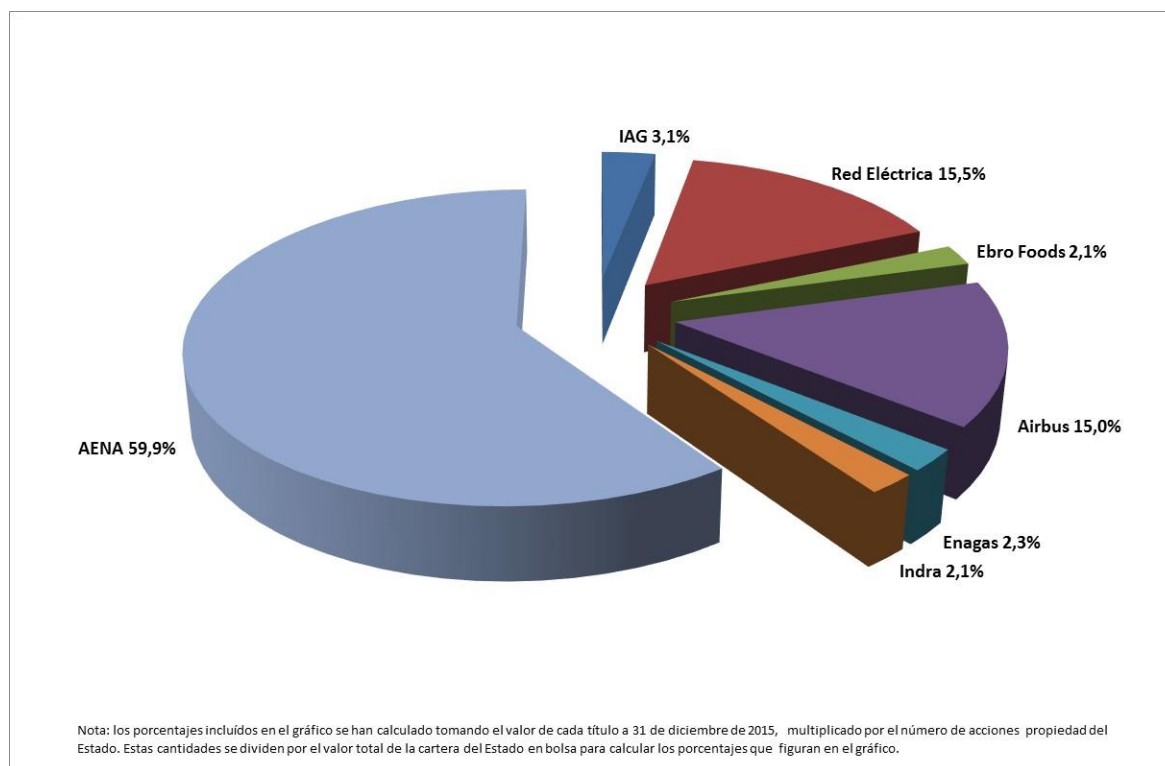
Otro aspecto relacionado con las OPV, y en el que también se ha observado una evolución favorable, es en las comisiones de dirección, colocación y aseguramiento de las entidades que participan en la operación. Una de las recomendaciones más repetidas por el CCP en sus dictámenes desde el inicio siempre ha sido la de incentivar la competencia en precio en el criterio de los

honorarios ofertados tanto por los coordinadores globales como por el resto de asesores que participan en la privatización. Esto se ha ido traduciendo en un descenso considerable de las comisiones ofertadas por tales conceptos y, en consecuencia, en un ahorro derivado de este tipo de funciones. El Gráfico II-9 recoge la evolución de las comisiones institucionales cobradas por los coordinadores globales de las OPV de empresas públicas desarrolladas en España. En dicho gráfico se observa la tendencia decreciente que han seguido las operaciones a lo largo de los años destacando especialmente la última OPV de AENA que, entre otros aspectos, se ha caracterizado precisamente por la fuerte reducción experimentada en las comisiones de los coordinadores globales seleccionados, (0,19%), el precio más bajo de las OPV de empresas públicas hasta la fecha. Hasta entonces, las comisiones no se habían situado por debajo del 1,45% de la operación de Iberia en 2001.

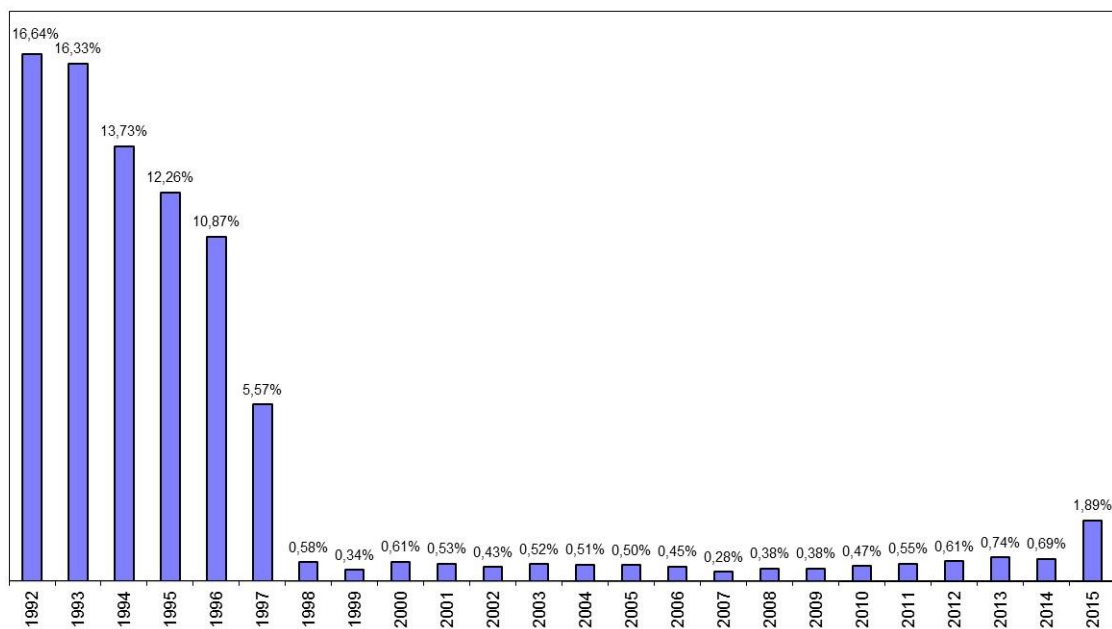
Con todo, la cartera de participaciones en empresas cotizadas en poder del Estado se ha ido reduciendo notablemente a lo largo de estos años. En la actualidad, las participaciones públicas en estas empresas serían las siguientes: AENA (51% del capital), Indra (20,14%) Red Eléctrica (20% del capital), Ebro Foods S.A. (10,35%), Enagas (5%), Airbus (anteriormente EADS, 4,11% del capital) e IAG (2,46% del capital). Respecto a los ejercicios anteriores, en 2015 se ha incorporado a la cartera pública de valores cotizados la participación mayoritaria en el capital de AENA, que hasta febrero de este año no era una empresa cotizada, y que en la actualidad acumula más del 50% del total de la cartera de participaciones del Estado en estas empresas (ver Gráfico II-10).

En consecuencia, la valoración bursátil en diciembre de 2015 de estas participaciones del Estado en empresas cotizadas se ha elevado, hasta los 13.469 millones de euros. Al cierre de 2014, el valor de dicha cartera de participaciones públicas era de 4.414 millones de euros.

Gráfico II-10. Composición y peso en la cartera de las participaciones del Estado a 31 de diciembre de 2015 en empresas cotizadas



Otra forma de representar la presencia del Estado en las empresas es a través de la participación que tiene el Estado en empresas cotizadas en bolsa, es decir calcular el valor de las participaciones bursátiles del Estado y compararla con la capitalización total de las empresas españolas en la bolsa. Como se puede observar en el Gráfico II-11 la participación del Estado en las empresas cotizadas en la bolsa española ha registrado un descenso ininterrumpido desde el año 1992 que se situaba en el 16,64% hasta el 1999 cuando descendió hasta el 0,34%. Posteriormente se produce una cierta estabilización en niveles cercanos al 0,5% y a partir del año 2011 se registró un moderado ascenso que culmina en el año 2015, con un porcentaje de tenencia de acciones del 1,89% sobre la capitalización bursátil total en esa misma fecha. El salto que se observa en el año 2015 corresponde principalmente a la OPV inicial de las acciones de AENA en bolsa, en la cual el Estado mantiene la propiedad sobre un 51% de su capital social.

Gráfico II-11. Participación del Estado en el mercado bursátil

Fuente: Banco de España (Boletín estadístico) y elaboración propia

CCP

CAPÍTULO III

LA ACTIVIDAD DEL CCP DURANTE 2014 Y 2015: EMISIÓN DE DICTÁMENES

1. OPERACIONES DE PRIVATIZACIÓN DICTAMINADAS POR EL CCP EN 2014 Y 2015

En este capítulo se analiza la actividad del CCP durante los años 2014 y 2015 en relación con la función contenida en el apartado noveno 1.A del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, que se refiere a la emisión de un Dictamen sobre cada operación de privatización, con carácter previo a su aprobación por el Consejo de Ministros.

En el apartado 2 de este capítulo se realiza un resumen descriptivo de las operaciones objeto de los dictámenes, mientras que en el apartado 3 se recogen y sistematizan las recomendaciones realizadas en los Dictámenes emitidos por el CCP durante este periodo. Estos Dictámenes se incluyen en el Anexo 1 de este Informe de Actividades, así como, en la página web del CCP. En concreto, se trata de los siguientes:

- Dictamen sobre la privatización de REMOLCADORES DEL NOROESTE, S.A. (RENOSA)
- Dictamen sobre la privatización de RESIDENCIAL LANGA, S.A.
- Actualización del dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA AEROPUERTOS, S.A.
- Dictamen sobre la privatización de CENTRO DE ASESORAMIENTO Y BUSQUEDA DE EMPLEO, S.L. (CABE, S.L.)
- Dictamen sobre la privatización de MOLYPHARMA, S.A.
- Dictamen sobre la privatización de AENA, S.A.

En las operaciones de RENOSA, CABE y MOLYPHARMA el Agente Gestor de la privatización fue SEPI mientras que en el caso de AENA, S.A. (anteriormente AENA Aeropuertos, S.A.) se designó como Agente Gestor a la actual ENAIRE (anteriormente denominada Entidad Pública Empresarial Aeropuertos Españoles de Navegación Aérea). En la operación de RESIDENCIAL LANGA no se designó de forma expresa un agente gestor, sino que fue el propio accionista, en este caso el Administrador de Infraestructuras Ferroviarias, S.A. (ADIF), junto con el Ministerio de Fomento quienes ejercieron tales funciones.

2. DESCRIPCIÓN DE LAS OPERACIONES

En la Tabla III-1, que se incluye al final de este apartado, se recogen, en modo resumido, los principales aspectos de los procesos de privatización sobre los cuales ha dictaminado el CCP en el periodo 2014-2015. De las operaciones desarrolladas en ese intervalo, tres de ellas (RENOSA, RESIDENCIAL LANGA y MOLYPHARMA) estaban incluidas en el listado de sociedades “susceptibles de desinversión” del Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2012 por el que se aprueba el plan de reestructuración y racionalización del sector público empresarial y fundacional estatal.

Por otra parte, también se han realizado privatizaciones de empresas no citadas expresamente en dicho Anexo, como es el caso de CABE y de AENA.

➤ La primera de las operaciones de privatización que ha analizado el CCP en este periodo ha sido la privatización de REMOLCADORES DE NOROESTE, S.A. (RENOSA).

RENOSA era una sociedad del grupo NAVANTIA cuya actividad casi exclusiva consistía en el desarrollo del servicio de remolque del Puerto de Ferrol,

actividad que desarrollaba mediante una concesión de la Autoridad Portuaria que se gestiona por medio de una Unión Temporal de Empresas (UTE) integrada, además de por RENOSA, por las sociedades Remolcadores Marracoi S.L. (REMARSA), Sertosa Norte S.L. (SERTOSA NORTE) y Remolcadores Ferrolanos S.A. (REFESA). La participación de las dos primeras en la UTE era del 13,5% y las dos últimas lo hacían en un 36,5%, teniendo la gestión de la UTE carácter rotativo.

En el Acuerdo de Colaboración firmado entre los miembros de la UTE se reconocía a los socios un derecho de veto ante la entrada de nuevos accionistas, por lo que, en la práctica, toda posible venta de capital a un tercero requería del consentimiento previo de los restantes socios de la UTE.

El inicio del proceso de venta estuvo marcado, en octubre de 2012, por la presentación de los socios de RENOSA en la UTE de una carta en la que comunican su intención de compra de la empresa, por lo que a partir de dicha fecha el Consejo de Administración de NAVANTIA acuerda solicitar a SEPI el inicio del procedimiento que permita obtener las autorizaciones necesarias para la venta de RENOSA.

El 31 de octubre de 2012 se publicó el inicio del proceso de venta tanto en la página web de SEPI como en distintos medios de prensa escrita. Junto a la información de la empresa, se hace pública la documentación que debe remitirse para participar en el proceso y la fecha límite para la recepción de manifestaciones de interés.

En el concurso desarrollado para la venta de la empresa se recibió una única oferta de compra por parte de los propios socios de la UTE, que se ajustaba a las condiciones y requisitos establecidos en las Bases del Proceso. Por ello, el consejo de Administración de SEPI celebrado el 28 de febrero de 2014 aprobó la venta de RENOSA al consorcio oferente por un precio de 2.000.000 euros. Paralelamente, el consorcio comprador se comprometió durante el plazo de tres años a mantener la plantilla y condiciones laborales de RENOSA, así como a la

permanencia mayoritaria en el capital y el mantenimiento de los fondos propios de la empresa.

➤ La segunda operación dictaminada por el CCP en el periodo que abarca este Informe de Actividades es la venta de la participación de ADIF en Residencial Langa S.A. Esta empresa fue constituida en septiembre de 2000 para el desarrollo de una promoción en Tolosa (Guipúzcoa) que constaba de 105 viviendas, de las cuales 84 eran viviendas libres y 21 viviendas de protección oficial. Su capital se repartía entre Adania Grupo Empresarial S.A., que poseía el 60% de las acciones, y ADIF que era el titular del 40% restante.

Inicialmente, la previsión para esta empresa era esperar al año 2025 para proceder a la venta de las viviendas protegidas una vez calificadas como libres y posteriormente proceder a la disolución y liquidación de la sociedad. Sin embargo, tras la inclusión de esta empresa en el listado de entidades susceptibles de desinversión en el Acuerdo del Consejo de Ministros de marzo de 2012 se decidió iniciar el proceso de venta. Dicho proceso estaba condicionado por la restricción estatutaria a la libre transmisibilidad de las acciones a terceros y el derecho de adquisición preferente para los actuales accionistas.

Como resultado de las reuniones celebradas entre el vendedor y el accionista mayoritario de la empresa, encaminadas a facilitar la salida de ADIF del accionariado, ADANIA presentó una oferta de adquisición por el 40% de las acciones de RESIDENCIAL LANGA por un precio de 215.000 euros.

Las condiciones de la oferta quedaron recogidas en el Borrador de Escritura pública de compraventa sobre el cual ADANIA mostró su conformidad, y en cuyo texto se incluía una cláusula por la que vendedor tendría derecho a participar en el 50% de las plusvalías que se generasen en el plazo de 2 años si el comprador realizase una reventa total o parcial de las acciones, así como otra cláusula de indemnidad que excluye al vendedor de responsabilidad por vicios ocultos, daños

o perjuicios de cualquier índole que pudieran surgir después de la formalización del contrato.

➤ La tercera operación de venta dictaminada por el CCP en este periodo fue la del Centro de Asesoramiento y Búsqueda de Empleo, S.L. (CABE, S.L.). Esta sociedad se constituyó en septiembre de 1998 en el marco del Plan de empresa de HUNOSA (Grupo SEPI) para los años 1998-2001, y estaba participada en un 49% del capital por HUNOSA y el 51% restante era propiedad de GF Consultores S.L

El objeto social de la empresa era la formación profesional básica y continua a todos los niveles, el reciclaje profesional y el asesoramiento a empresas. El contrato de servicios suscrito con HUNOSA había vencido en diciembre de 2012, por lo que, desde dicha fecha, CABE no desarrollaba actividad alguna, habiéndose procedido al despido e indemnización de la plantilla, así como a la devolución del local en el que desarrollaba su actividad a HUNOSA junto con el mobiliario y el material de oficina.

Los estatutos de la sociedad reconocían un derecho de adquisición preferente de las acciones para los socios en caso de venta a un tercero. Por ello, SEPI planteó al CCP una consulta por escrito en diciembre de 2013 acerca de la posibilidad de realizar una venta directa negociada de la participación de HUNOSA en esta empresa al otro socio privado. En marzo de 2014, GF Consultores presentó por escrito su oferta de adquisición del 49% del capital de CABE por un importe de 12.324 euros, que coincidía con el valor teórico contable de las acciones al cierre de 2012.

El Comité de Dirección de SEPI autorizó la venta de la participación pública en CABE en abril de 2014, y posteriormente lo hicieron también el Consejo de Administración de HUNOSA y el Consejo de Administración de SEPI.

➤ La siguiente operación dictaminada por el CCP ha sido la privatización de MOLYPHARMA S.A. Esta empresa se constituyó en mayo de 1998 siendo su objeto social la producción, fabricación, envasado, distribución, venta y comercialización de isótopos, productos radiactivos, equipos de diagnóstico médico y otros productos complementarios, así como la prestación de servicios necesarios para su uso. Incluye tanto radio-fármacos en mono dosis como radio-fármacos PET.

El capital estaba participado mayoritariamente por la empresa pública ENUSA con un 51% del capital. ENUSA, por su parte, está integrada en el Grupo SEPI, titular del 60% de sus acciones, mientras que el 40% restante corresponde al Centro de Investigaciones Energéticas, Medioambientales y Tecnológicas (CIEMAT). El resto del capital de MOLYPHARMA pertenecía a IBA Molecular Spain, que poseía el 24,5%, y a la Corporación Masaveu, que era el titular del 24,5% restante.

Nuevamente, como ha ocurrido en otros casos dictaminados en el periodo que cubre este Informe, existían restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones de la compañía en forma de atribución de un derecho de adquisición preferente a favor de los restantes socios de la empresa.

Además, la actividad de la empresa se regía por el Acuerdo de Colaboración firmado con su socio IBA Molecular para el desarrollo del mercado de radiofármacos en España, en virtud del cual se creó una estructura organizativa y de dirección común. Dicha colaboración incluía la toma de decisiones de mutuo acuerdo y la igualdad en la distribución de los resultados netos por ambas sociedades. El 100% de los ingresos de MOLYPHARMA derivaban de la aplicación de dicho Acuerdo.

Con anterioridad a esta operación, en el año 2009, se planteó la materialización de una joint venture entre MOLYPHARMA e IBA mediante la

integración jurídica de los negocios de radiofármacos que ambas desarrollaban de forma conjunta. Esta operación se instrumentaría mediante la constitución de una nueva sociedad al 50% entre ambas empresas a la que transferirían sus ramas de actividad de dicho negocio. El CCP analizó dicha operación y emitió su dictamen preceptivo el 5 de junio de 2009, si bien finalmente la operación no llegó a materializarse.

La inclusión de MOLYPHARMA en el listado de empresas susceptibles de desinversión del Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2012 reabrió la posible venta de la empresa. De hecho, tanto en julio de 2013 como en mayo de 2014 el CCP atendió a las consultas intermedias planteadas por SEPI acerca del diseño y desarrollo de la operación.

Junto a la elección de una entidad valoradora, SEPI inició las negociaciones con IBA para la posible venta de la empresa, que derivaron en la firma de una carta de intenciones para la compraventa del 75% de MOLYPHARMA en septiembre de 2013. Es decir, junto a la participación de ENUSA se vendía también, y en las mismas condiciones, la participación de Corporación Masaveu en MOLYPHARMA.

Dicho proceso de negociación termina en febrero de 2014 con un acuerdo sobre el Contrato para la desinversión en MOLYPHARMA, que se articularía mediante dos negocios jurídicos complementarios:

- a) Una compraventa parcial de acciones entre los accionistas salientes (ENUSA y MASAVEU) e IBA como comprador.
- b) Una reducción de capital mediante la adquisición por MOLYPHARMA de las acciones restantes de los accionistas salientes para su posterior amortización.

Los ingresos derivados de la venta de participación de ENUSA en MOLYPHARMA alcanzan los 4.411.668,87 euros, que se desglosan de la siguiente

forma:

- a) Por la venta de las acciones representativas del 1,95% del capital, recibiría 168.883,30 euros en efectivo.
- b) Por la adquisición por parte de MOLYPHARMA de las acciones restantes de ENUSA para su amortización, ésta recibiría 4.242.785,57 euros. Una parte se abonará a través de la cesión por MOLYPHARMA de créditos comerciales a favor de ENUSA (en concreto 1.941.660,57 euros) y el resto mediante cuatro pagos en efectivo, el primero en el momento del cierre de la operación y los restantes aplazados a uno, dos y tres años. Todo ello queda garantizado mediante aval bancario.

El consejo de administración de ENUSA aprobó la operación el 23 de junio de 2014 y el Consejo de Administración de SEPI el 27 de ese mismo mes. El Consejo de Ministros, previo dictamen del CCP, autorizó la venta de MOLYPHARMA el 3 de diciembre de 2014.

➤ El CCP también ha emitido una Actualización del dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A. que, como su nombre indica, era una actualización del Dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos S.A. emitido en octubre de 2013. En líneas generales este nuevo dictamen se centraba fundamentalmente en las variaciones introducidas sobre la propuesta de diseño previa. En todo caso, igual que ocurrió con el citado dictamen de octubre de 2003, este nuevo dictamen sobre el diseño revestía un carácter intermedio y sería distinto al dictamen preceptivo del CCP sobre esta operación que se emitiría con posterioridad a la designación de los accionistas de referencia y antes de la OPV.

El nuevo diseño de la operación contemplaba la venta de hasta un 49% del capital de AENA, frente al 60% que se había establecido como límite en el anterior diseño propuesto. Ese nuevo porcentaje afectaba la estructura de la operación,

que, si bien seguiría teniendo dos tramos, la cuantía de cada uno sería diferente. Así, el tramo destinado a formar un núcleo estable de accionista pasaba ahora a tener hasta un máximo del 21% del capital, y el resto hasta un máximo del 49% se destinaría a la OPV. Por su parte, el cambio en el porcentaje destinado a los accionistas de referencia modificaba tanto el número de accionistas que serán elegidos (entre 2 y 4) como los porcentajes que podrían adquirir (entre 5% y 7%).

El método para elegir a los accionistas de referencia apenas se modifica respecto al diseño previo consistiendo en un concurso restringido con dos fases: una primera de determinación de candidatos que serán invitados a presentar oferta y una segunda que consistirá en la selección, tomando en cuenta cuatro criterios: precios máximos ofertados; cantidad de acciones solicitada; periodo de compromiso de mantenimiento de la inversión; y periodo de compromiso de no adquirir más acciones de las asignadas.

Una diferencia destacable respecto al diseño previo fue la eliminación de la opción que tenían los accionistas de referencia de poder igualar el precio institucional de la OPV si el precio máximo incluido en su oferta se quedaba por debajo. Dicha posibilidad se eliminó en el nuevo diseño de la operación y, en ese caso, quedarían descartados, lo que contribuiría a incentivar la presentación de precios máximos altos desde el principio.

Adicionalmente, en este dictamen se analizan los pliegos para la selección de los coordinadores globales y asesores jurídicos de la OPV. Desde la emisión del anterior dictamen sobre el diseño de la operación de AENA en octubre de 2013, el CCP fue manteniendo con AENA diversas reuniones en las que se han analizado varias versiones de los borradores de los citados pliegos. Ello hizo que el CCP fuese ofreciendo sus opiniones sobre distintos aspectos, así como algunas sugerencias que fueron incorporadas en la versión definitiva de los mismos.

La aprobación del Consejo de Ministros del 13 de junio de la entrada del 49% de capital privado en AENA supuso la puesta en marcha del proceso de

privatización de esta empresa.

➤ Finalmente, el 23 de octubre de 2014 el CCP emitió su Dictamen final sobre la privatización de AENA S.A.

El 4 de julio de 2014 el Consejo de Ministros aprobó el Real Decreto-ley 8/2014 sobre medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia, en el que se incluyeron diferentes medidas sobre el marco regulador de los aeropuertos. En concreto, en ese Real Decreto-ley se modificó la denominación de AENA (EP), agente gestor de la privatización, por la de ENAIRE, y la de AENA Aeropuertos, S.A. por AENA S.A. Además, dentro de ENAIRE se creó una “Comisión para la dirección del proceso de enajenación de acciones de AENA S.A., con competencias ejecutivas” en la que estaban representados los Ministerios de Hacienda y Administraciones Públicas, Economía y Competitividad, así como la Oficina Económica del Presidente del Gobierno, y estaba presidida por el Presidente de ENAIRE.

Dicha Comisión se constituyó el 8 de julio de 2014 y procedió a fijar las bases del proceso, que fueron sometidas a la consideración del Consejo de Ministros, el cual en su reunión del 11 de julio de 2014 adoptó el acuerdo por el que:

“Se autoriza a la entidad pública empresarial ENAIRE a iniciar los trámites para el proceso de venta del capital social de AENA, S.A. que podrá constar de dos fases:

- (i) una fase de concurso para la selección, en su caso, de un núcleo estable de accionistas que podrán adquirir conjuntamente una participación en AENA, S.A. de hasta el veintiún por ciento (21%) de su capital social; y*
- (ii) una fase de oferta pública de venta ... de un número de acciones que, junto a las acciones que se hubieran enajenado, en su caso, en la fase de concurso, determinen conjuntamente la venta de acciones hasta un cuarenta y nueve por ciento (49%) del mismo capital.”*

En este mismo Acuerdo de Consejo de Ministros se indicaba que: *“El proceso de venta se someterá al Acuerdo de Consejo de Ministros, de 28 de junio*

de 1996, por el que se aprueban las Bases del Plan de Modernización del Sector Público Empresarial. La entrada de capital privado en AENA Aeropuertos, S.A., mediante un proceso con dos etapas, ha sido informada favorablemente en el informe que ha emitido el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP), con fecha 26 de junio de 2014. En dicho informe, el Consejo señala que se trata de un informe intermedio y que el dictamen final del CCP se emitiría con posterioridad a la adjudicación de los accionistas de referencia y a la firma de los correspondientes contratos de compraventa sujetos a las condiciones suspensivas que fuesen necesarias, pero con anterioridad al inicio del periodo de OPV y siempre antes de que el Consejo de Ministros, en su caso, acuerde la aprobación definitiva”.

El 12 de julio de 2014 se publicó en el BOE el anuncio de licitación para contratar a los coordinadores globales y a los asesores jurídicos que actuarían en la OPV. Dentro de los plazos establecidos se recibieron 14 ofertas, descartándose tres por no acreditar los requisitos mínimos de solvencia técnica exigidos y dos por no alcanzar los 80 puntos en el baremo de criterios técnicos. Finalmente, el 22 de julio de 2014 ENAIRE seleccionó como coordinadores globales a BBVA, Banco de Santander, Morgan Stanley, Bank of America/Merrill Lynch y Goldman Sachs International. Asimismo, se eligió a Pérez-Llorca Abogados como asesor jurídico para los tramos nacionales de la OPV y a Mayer Brown como asesor jurídico del tramo internacional.

Por su parte, el concurso para seleccionar el núcleo estable de accionistas se inició el 28 de agosto con la publicación en el BOE del anuncio de licitación y la apertura del proceso de presentación de ofertas para la fase de invitación. Según los Pliegos, este proceso constaría de dos fases:

- a) Fase de invitación, en la que se comprobaría si los candidatos interesados cumplían con los requisitos de solvencia económica y financiera exigidas.
- b) Fase de selección, en la que se seleccionaría a los inversores para formar el núcleo estable de accionistas, que adquirirán un porcentaje del capital de AENA comprendido entre el 5% y el 11%.

Cuatro candidatos solicitaron ser invitados y, tras comprobar que cumplían los requisitos exigidos se invitó a todos ellos a participar en la fase de selección. Una vez firmado el contrato de confidencialidad y constituida la garantía provisional exigida, los candidatos pudieron participar en el procedimiento de *Due Diligence*.

El 5 de octubre de 2014 la Comisión para la dirección del proceso de privatización de AENA acordó la creación del Comité de valoración de ofertas del proceso de selección de inversores de referencia. Dentro del plazo establecido se recibieron tres propuestas de adquisición, que se valoraron conforme a los seis criterios de selección detallados en el pliego: a) precio máximo que estarían dispuestos a pagar; b) periodo de compromiso en el mantenimiento de la inversión; c) prima sobre el precio de la OPV; d) horquilla de participación en el capital; e) periodo de compromiso para no adquisición de acciones adicionales; y f) capacidad de respaldo a la OPV y credibilidad del inversor.

El Comité de valoración procedió a la apertura del sobre de las ofertas que contenía, por separado, el criterio “respaldo a la OPV y credibilidad del inversor” y, tras analizar su contenido, se procedió a asignar a cada oferta los puntos correspondientes a este criterio. Posteriormente, el Comité de valoración de ENAIRE, tras analizar las ofertas recibidas en el conjunto de criterios del baremo, aprobó la adjudicación del 21% del capital de AENA a las tres propuestas presentadas de acuerdo con el siguiente reparto accionarial y precios máximos ofertados:

- ALBA PARTICIPACIONES, S.A.U.: 8% del capital con un precio máximo de 53,33 € por acción y una prima sobre el precio de la OPV de 0,10 €.
- FAERO ESPAÑA, S.L.U., (grupo Ferrovial): 6,5% del capital con un precio máximo de 48,66 € por acción y una prima sobre el precio de la OPV de 0,15 €.
- TCI LUXEMBOURG S.À R.L. y TALOS CAPITAL LIMITED: 6,5% del capital con un precio máximo de 51,60 € por acción y sin prima sobre el precio de la OPV.

El precio que finalmente tendrían que pagar los adjudicatarios sería el establecido para el tramo institucional de la OPV más la prima que, en su caso, hubiesen ofrecido, siempre que el precio de la OPV no superase el precio máximo ofertado por cada uno de ellos. Asimismo, todos ellos tendrían un plazo de mantenimiento de la inversión de un año.

El 16 de octubre de 2014 se firmaron los contratos de compra-venta con los accionistas de referencia sujetos, tal y como se preveía en los pliegos, a dos condiciones suspensivas: i) que la cotización de AENA en los mercados oficiales se produjese en un plazo máximo de seis meses; y ii) que sus respectivos precios máximos ofertados fuesen superiores al precio que resulte de la OPV para los inversores cualificados.

El diseño de la operación preveía un importe global inicial de la OPV del 25,45 % del capital social de AENA ampliable hasta el 28 % del capital (42 millones de acciones) en el caso de que se ejercitase en su totalidad la opción de compra denominada *green shoe* que se concede a los coordinadores globales de la colocación (un 2,55%). Este porcentaje se podría ampliar si alguno de los accionistas de referencia no llegase a adquirir sus acciones, pero siempre sin superar el 49%. La OPV tendría tres tramos: el tramo minorista general con un 9% del total de la oferta; el tramo para empleados con un 1% del total de la oferta y el tramo de inversores cualificados con un 90% del total (estos porcentajes se refieren al tamaño de la oferta excluida la opción de compra *green shoe*).

El precio del tramo minorista sería igual que el del tramo de inversores cualificados (con la excepción de que éste se sitúe por encima del precio máximo minorista, en cuyo caso, este último precio será el del tramo minorista). El importe mínimo y máximo en el tramo minorista se establecía en 1.500 € y 200.000 € respectivamente y, en caso de sobredemanda, quedarían sujetos a un prorrateo que consta de un primer tramo lineal que supone la asignación del mismo número de acciones a todos los inversores y de un tramo proporcional para asignar el resto

de las acciones.

En el tramo de empleados el importe máximo se reduce a 15.000 € y el precio sería el del tramo minorista con un descuento del 10%. Asimismo, se obliga a mantener las acciones durante 180 días. Este tramo incluiría a los trabajadores de ENAIRE, AENA y AENA Internacional, excluyendo a sus filiales, “que no tengan la consideración de miembros del órgano de administración o altos directivos”. El tramo para inversores cualificados no tenía límites.

De acuerdo con el folleto “el Precio del Tramo para inversores Cualificados de la Oferta será fijado por AENA, actuando de común acuerdo con la Entidades Coordinadores Globales, una vez finalizado el Periodo de Solicitudes Vinculantes de Compra en el Tramo Minorista y el Periodo de Prospección de la Demanda del Tramo para Inversores Cualificados, tras evaluar el volumen y calidad de la demanda y la situación de los mercados”.

En caso de que el precio que se hubiese fijado para inversores cualificados resultase superior al precio máximo ofertado por alguno de los tres inversores de referencia del núcleo estable, el contrato de dicho adjudicatario quedaría sin efecto. En este caso, ENAIRE podía elegir entre adjudicar las acciones correspondientes a dicho adjudicatario, a otros inversores de referencia sin superar las horquillas solicitadas; iniciar un nuevo proceso para la enajenación de las acciones; incrementar el número de acciones asignadas al tramo para inversores cualificados y/o incrementar el número de acciones de la opción de compra *green shoe*; o conservar las acciones en cartera.

Desde principios de 2013, la entonces AENA (EP) y posteriormente ENAIRE fue informando regularmente al CCP sobre la evolución de la operación. Esta actuación permitió agilizar la emisión de su dictamen.

Una de las funciones del CCP es la de informar “sobre cuantas cuestiones le sean planteadas ... durante el desarrollo del proceso de privatizaciones”. Por

ello, además de mantener de forma periódica reuniones con ENAIRE, el CCP no sólo emitió los dos informes intermedios sobre esta operación, sino que también respondió a diversas cuestiones específicas sobre las que ENAIRE recabó su opinión.

Mediante carta fechada el 21 de octubre de 2014 ENAIRE solicitó al CCP la emisión del dictamen final previsto en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 11 de julio de 2014. Dicho Dictamen, emitido el 23 de octubre de 2014, analizaba la propuesta concreta de venta del 21% a los inversores de referencia y la estructura propuesta para la OPV. El CCP señaló en sus conclusiones que ambos procesos se adaptaban a los principios por los que este Consejo debe velar.

Con posterioridad a la emisión de este Dictamen, concretamente el 23 de enero de 2015, el Consejo de Ministros autorizó la operación en los términos descritos y el 11 de febrero de 2015 se produjo la admisión a negociación de las acciones de AENA en el mercado. Finalmente, el precio de colocación de los títulos ascendió a 58 euros, superando así el precio máximo ofertado por los tres inversores de referencia seleccionados, por lo que sus contratos fueron anulados y el 21% adjudicado en inicio a dichos inversores se utilizó para aumentar el tramo institucional de la OPV.

Tabla III-1. Empresas dictaminadas por el CCP en 2014-2015

EMPRESA	AGENTE GESTOR	MÉTODO	FECHA ACUERDO CM	PORCENTAJE	INGRESOS (*)	ASESORES	COMPRADOR	COMENTARIOS
RENOSA	SEPI	Concurso (limitaciones contractuales a la entrada de terceros)	Jul-2014	100%	2 M€	Investeam (valorador)	Remolcadores Marracoi S.L. (REMARSA) Sertosa Norte S.L. (SERTOSA NORTE) Remolcadores Ferrolanos S.A. (REFESA).	La empresa desarrolla la concesión del servicio de remolque del Puerto de Ferrol a través de una UTE integrada por la propia empresa y por otras tres sociedades que son las oferentes del proceso de privatización. El Acuerdo de Colaboración de los miembros de la UTE recoge un derecho de veto ante la entrada de nuevos socios, por lo que, aunque se intenta desarrollar un proceso concurrente, solo se obtiene una oferta de compra de los restantes socios de la UTE
RESIDENCIAL LANGA	ADIF/ Ministerio de Fomento	Venta directa negociada (limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones)	Oct-2014	40%	0,215 M€	Segipsa (valorador)	Adania Grupo Empresarial S.A.	Se publicitó en la web de ADIF la apertura del proceso pero no se obtuvo ninguna muestra de interés. Existían restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones a un tercero, por ello se abrió un proceso de negociación con el otro accionista privado de la empresa, como resultado del cual se obtuvo una oferta de adquisición que finalmente sería aceptada.
CABE	SEPI	Venta directa negociada. (limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones)		49%	0,012 M€		GF Consultores	CABE era una sociedad que no desarrolla ninguna actividad y no contaba en su activo con empleados ni inmovilizado. Los estatutos recogían un derecho de adquisición preferente de los socios ante la posible venta a un tercero. Por ello el procedimiento de venta que se planteó desde el inicio fue una venta directa negociada de la participación de Hunosa al otro socio privado de la empresa. Dicho socio presentó una oferta de adquisición por el valor teórico contable de las acciones. La Dirección de Área de Planificación y Control de SEPI hizo una estimación del valor de la participación en venta basada en el patrimonio neto de la sociedad, considerando más apropiado la utilización del valor de liquidación como método de valoración.
MOLYPHARMA	SEPI	Venta directa (limitaciones estatutarias a la venta a terceros)	Dic-2014	51%	4,4 M€	PKF Attest (valorador)	IBA Molecular Spain S.A.	La operación incluye la venta conjunta de la participación de ENUSA (51%) y de Corporación Masaveu (24,5%), ambas en las mismas condiciones. La actividad de la empresa se rige por el acuerdo de colaboración firmado con el otro socio (IBA Molecular), del que deriva una estructura organizativa y de dirección común, así como el 100% de los ingresos de Molypharma. Además, existían restricciones estatutarias a la libre transmisión de las

EMPRESA	AGENTE GESTOR	MÉTODO	FECHA ACUERDO CM	PORCENTAJE	INGRESOS (*)	ASESORES	COMPRADOR	COMENTARIOS
								acciones, por lo que se inicia un proceso negociado con IBA para la venta de la participación en la empresa. Finalmente, se alcanza un acuerdo por el que la venta se articula mediante dos negocios jurídicos distintos: compraventa parcial de acciones entre los accionistas salientes e IBA, y reducción de capital mediante adquisición de las acciones restantes de los accionistas salientes por la propia Molypharma para su amortización.
AENA	ENAIRES	Concurso y OPV	Ene-2015	49%	4.263 M€	Perez-Llorca Abogados S.L. (Asesor jurídico) Lazard Asesores Financieros S.A./NMA S1 Corporate Finance S.A. (Asesor Financiero) BBVA, Banco Santander, Morgan Stanley, Bank of América/Merrill Lynch y Goldman Sachs (Coordinadores Globales) Perez-Llorca Abogados y Mayer Brown (Asesores jurídicos OPV)	La OPV afectaba inicialmente a 66.818.182 acciones, representativas del 44,55% del capital social. Se otorgó una opción Green Shoe adicional de 6.681.818 acciones equivalente al 4,45% del c. social. En conjunto 73.500.000 accs. Equivalente al 49% del capital social. Al tramo minorista se adjudicaron 3.818.182 acciones, un 5,19% de la oferta con G.Shoe. Al subtramo de empleados: 119.434 acciones. Al subtramo minorista general 3.698.748 accs. Al tramo para inversores institucionales: 69.681.818 accs. (94,81% de la oferta)	La venta de hasta el 49% del capital de AENA se diseña como un proceso con dos fases diferenciadas: a) concurso para la selección de accionistas estables a los que se adjudicaría hasta un 21% del capital; y b) OPV del 28% restante. El concurso, diseñado para la selección de los accionistas estables incluía una primera fase de invitación al proceso previo cumplimiento de los requisitos de solvencia económica y financiera y una segunda de selección de inversores atendiendo a seis criterios de selección previstos en las Bases. Tras la valoración de las tres ofertas presentadas de acuerdo a los citados criterios se acordó la adjudicación a: - Alba Participaciones: 8% del capital a un precio de 53,33% por acción y prima de 0,10 sobre la OPV - Faero España S.L.U.: 6,5% del capital con un precio de 48,66€ por acción y una prima de 0,15 € sobre la OPV - TCI Luxembourg S.A. R.L. y Talos Capital Limited: 6,5% del capital y precio de 51,60€ por acción. Posteriormente se desarrolló la OPV con tramo minorista e institucional estableciéndose como precio de colocación de las acciones 58 euros por acción. En consecuencia, al superar el precio de la OPV el precio máximo ofertado por los inversores de referencia en sus ofertas, tal y como se preveía en los pliegos, se anularon los contratos con estos accionistas y el porcentaje de acciones inicialmente adjudicado a tales inversores se colocó en el mercado engrosando el tramo institucional de la OPV

(*) Las cifras incluidas en esta columna están en millones de euros. La letra M que acompaña a la cifra de ingresos significa millones de euros.

3. PRINCIPALES RECOMENDACIONES DEL CCP DURANTE 2014 Y 2015

Después de describir los procesos de privatización sometidos a dictamen del CCP durante 2014 y 2015, en este apartado se resumen las principales recomendaciones realizadas por el Consejo al dictaminar dichas operaciones.

Es importante destacar que durante el periodo que abarca este informe de actividades, la labor del CCP ha incluido en gran medida la respuesta y asesoramiento a los agentes gestores en lo que a consultas intermedias en los procesos de venta se refiere. Esta labor, que se comenta en el capítulo siguiente, da lugar a numerosas recomendaciones del CCP que, en caso de tenerse en cuenta, no aparecen reflejadas en los dictámenes finales y, por tanto, no estarían incluidas en el resumen que se realiza a continuación.

A) RECOMENDACIONES RELACIONADAS CON LOS DISTINTOS ASESORES

1. Sobre la conveniencia de contar con un informe de valoración

Desde su creación, el CCP ha venido insistiendo en la conveniencia de contar, en todas las operaciones de privatización, con un informe de valoración elaborado por una entidad externa, ya que esta medida contribuye al incremento de la transparencia del proceso, tal y como se establece en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, por el que se aprueban las Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado. La entidad que elabore el informe no debería tener vínculos con el vendedor ni asesorarle

financieramente en la operación ni tener su remuneración vinculada a la culminación de la compraventa.

Pero si dicha recomendación es extensible a todos los procesos de privatización, en opinión del CCP cobra aún más importancia cuando se trata de procesos de venta en los que, por diversas razones, no han existido ofertas competidoras y, por tanto, no ha habido concurrencia. Para estos procesos el CCP ha recomendado prestar especial atención al informe o informes de valoración externos.

Asimismo, el Consejo ha señalado que el tamaño de las empresas en venta no debería ser un argumento para eximir a los procesos del cumplimiento, total o parcial, de los principios por cuyo cumplimiento debe velar el CCP. No obstante, en alguna de estas operaciones, ocurría que el coste de la realización de una valoración externa de las empresas era superior al precio de venta que se esperaba obtener por la enajenación de las empresas. Por ello, el CCP entendió que podría justificarse la opción de no recurrir a un valorador externo. Sin embargo, y como alternativa, el Consejo recomendó que, en la medida de lo posible, los servicios internos del vendedor realizasen una estimación del valor de la participación en venta por métodos adicionales al valor teórico contable.

Esta situación fue la que se dio en la privatización de CABE, donde dada la escasa entidad de la compañía y su falta de actividad, la realización del informe de valoración fue sustituida por un informe de valoración interno realizado por la Dirección de Área I de Planificación y Control de SEPI. En dicho informe se estimaba el valor de liquidación de la sociedad dado que “no tiene sentido la utilización de métodos de valoración de la empresa que deriven de su continuidad”.

En el caso de Residencial Langa, el informe de valoración lo elaboró la Sociedad Estatal de Gestión Inmobiliaria del Patrimonio, S.A. (SEGIPSA), que es una empresa dependiente de la Dirección General de Patrimonio del Estado. Por tanto, si bien no era una empresa adscrita al mismo departamento ministerial que

la propietaria de la empresa en venta (en este caso Fomento), tampoco se podía considerar a la entidad valoradora como completamente “externa” ya que pertenece a la misma Administración que el vendedor.

Por otro lado, al considerarse SEGIPSA un medio propio de la Administración, no se recurrió a un concurso para su selección. Por ello, el CCP recomendó que para la selección de los diferentes asesores que puedan participar en los procesos de privatización, entre los que se encuentran los valoradores, se recurra a procesos concursionales.

En el caso de AENA, el agente gestor del proceso (ENAIRE) remitió al CCP un informe fechado en octubre de 2014, elaborado por los coordinadores globales, que se utilizó para elaborar el rango de precios no vinculante que fue incluido en el folleto de la OPV. Asimismo, también se aportaron varias opiniones de diferentes analistas sobre el valor de AENA. En todo caso, no se contó con un informe de valoración independiente de los colocadores encargado por el Agente Gestor.

2. Sobre la concurrencia en la selección de los valoradores

Para la selección de las entidades encargadas de realizar el informe de valoración (y, en general, para la selección de todos los asesores que puedan participar en el proceso), el CCP ha insistido repetidamente en la utilización de procesos concursionales en los que se incentive la competencia entre los distintos interesados. Para ello, una de las recomendaciones del CCP es que se eleve el número de convocados a estos concursos con el objetivo de prever la posible retirada de alguno de ellos y proporcionar una adecuada concurrencia efectiva. Así, en la operación de RENOSA, SEPI convocó sólo a cinco candidatos, de los cuales solo dos presentaron oferta. En el caso de MOLYPHARMA, sin embargo, el número de invitados al concurso fue de nueve entidades, adaptándose así a la recomendación del CCP, pero solo tres presentaron oferta de colaboración. Por ello, el CCP insistió en la conveniencia de profundizar en la explicación de los

criterios utilizados para la preselección de los candidatos, tratando así de intentar que los invitados a participar tengan una elevada probabilidad de presentar ofertas. Es decir, en tales situaciones de convocatorias limitadas, el CCP recomendó que se prestase especial atención a la preselección de las entidades invitadas a los procesos, explicando los criterios que se han tenido en cuenta para esa preselección.

En el caso de RENOSA se dio otra circunstancia que, en opinión del CCP, pudo influir en la decisión de dos de los convocados de no presentar oferta, que era la existencia de un presupuesto máximo que SEPI había establecido para esta partida. Por ello, en su dictamen señaló que SEPI debería estudiar el efecto que la combinación de un presupuesto máximo ajustado y un número de convocados relativamente reducido puede tener sobre la concurrencia efectiva de asesores en este tipo de concursos.

Además, en este caso concreto se incluyó una cláusula de exclusión de las ofertas que fueran anormalmente bajas, entendiéndose por tales aquellas inferiores en más de un 30% al precio medio ofertado por las propuestas que hubiesen superado la calidad técnica mínima exigida. En opinión del CCP, aunque los motivos por los que SEPI utilizó esta cláusula puedan ser comprensibles, en su opinión era un elemento limitativo de la competencia vía precio, por lo que recomendó que, en los sucesivos concursos, SEPI estudiase la posibilidad de ampliar el porcentaje para considerar las ofertas como anormalmente bajas o bien optase por la eliminación de esta cláusula.

Por otra parte, en las dos operaciones citadas también se aplicaron varias de las recomendaciones repetidas por este Consejo para los procesos de selección de asesores como, por ejemplo, el elevado peso de los honorarios dentro del baremo, lo cual favorece la objetividad de los criterios de selección y la competencia en precio. De hecho, en el caso de MOLYPHARMA la selección se produjo finalmente atendiendo únicamente a dicho criterio económico, ya que todas las ofertas alcanzaron la máxima puntuación en la valoración de los

aspectos técnicos.

3. Sobre la convocatoria universal en la elección de los asesores

Debido a las ventajas que presentan en términos de concurrencia y publicidad, el Consejo se ha decantado por sistemas de convocatoria universal para los concursos de selección de asesores en los que, en su caso, se establezcan unos requisitos objetivos para poder presentarse. En líneas generales, este sistema facilita el acceso al proceso a todos aquellos interesados que acrediten el cumplimiento de los requisitos exigidos, no existiendo, por tanto, una preselección previa de entidades.

En todo caso, para que resulte ventajoso, dicho sistema requiere que los requisitos exigidos para acceder al proceso sean objetivos y no discriminatorios. Si son demasiados laxos, no cumplirían su objetivo y, por el contrario, si son demasiados exigentes, supondrían un obstáculo a la concurrencia, eliminando así las potenciales ventajas derivadas de la aplicación del sistema de convocatoria universal.

En el caso de AENA, la selección de los coordinadores globales para la OPV siguió este diseño. Los candidatos debían presentar documentación acreditativa del cumplimiento de una serie de requisitos mínimos de solvencia técnica para poder participar en el proceso. Una vez superados dichos requisitos, los pliegos establecían un baremo con diferentes criterios para la valoración de las ofertas, exigiéndose un mínimo de 80 puntos en los criterios técnicos para poder ser elegido. Presentaron la documentación requerida para participar en el proceso 14 entidades, de las cuales el agente gestor consideró que tres de ellas no acreditaban su solvencia técnica de manera adecuada, por lo que fueron excluidos. Posteriormente, otros dos candidatos no alcanzaron la puntuación mínima exigida en los criterios técnicos de su oferta.

En esta operación concreta ocurría que en los pliegos no se recogía el número de coordinadores que finalmente serían elegidos. La opinión del CCP sobre este hecho particular fue que se debería intentar fijar el número máximo de coordinadores, ya que se limitaría así la discrecionalidad a la hora de tomar la decisión y, sobre todo, se incentivaría la presión competitiva en el concurso. Además, aun reconociendo que es una decisión que reside en el agente gestor, el CCP señaló que quizá para una operación de este tamaño el número de coordinadores seleccionados fue elevado.

Similares características presentaron los concursos para la selección de los asesores jurídicos para la OPV. En el tramo nacional, la concurrencia no fue elevada, aunque si aceptable en opinión del CCP, presentándose cuatro candidatos que superaron el mínimo exigido en la puntuación técnica. En el tramo internacional, sin embargo, solo se presentó un candidato. Aunque la convocatoria también tuvo carácter universal, el bajo nivel de concurrencia hizo que el CCP señalara en su dictamen la conveniencia de prestar especial cuidado a aquellas exigencias o limitaciones que pudieran desincentivar la concurrencia para evitar situaciones como la observada en dicho concurso.

4. Sobre la importancia del precio y la valoración de las ofertas

En la operación de AENA, la selección de los coordinadores globales se basó en un baremo en el que el criterio económico tenía un peso preponderante, adaptándose así a las recomendaciones de este Consejo. A lo largo de sus dictámenes, el CCP ha recomendado que el criterio de la propuesta económica tenga una importancia significativa en la valoración de las ofertas recibidas. Las razones que sustentan esta recomendación son: a) constituye un criterio fácilmente cuantificable, que permite, por tanto, realizar comparaciones objetivas, lo que se traduce en una mayor transparencia de las decisiones adoptadas y; b) incentiva la competencia en precios entre los candidatos a asesores.

No obstante, en relación con la valoración del criterio económico en cada una de las ofertas recibidas, el CCP consideró que se debería haber realizado un esfuerzo adicional para profundizar en las explicaciones que soportaban las decisiones de asignaciones de puntos realizadas

Finalmente, se valoró favorablemente en su dictamen el hecho de que la comisión para la colocación del tramo institucional aplicada a todos los coordinadores globales fuese la mínima incluida en las ofertas recibidas y también la menor alcanzada en cualquier OPV pública realizada en España hasta esa fecha.

En la selección de los asesores jurídicos, el precio también ha ejercido un papel preponderante en la decisión final de adjudicación. Así, el asesor elegido para el tramo nacional fue el que presentó la mejor propuesta económica, mientras que, en el tramo internacional, al existir solo una oferta que superó la parte técnica no hubo competencia en precio.

5. Sobre la posible existencia de conflictos de interés

En el dictamen previo sobre AENA elaborado por el CCP se recomendó que se estudiaran los posibles conflictos de interés que pudieran surgir por las potenciales relaciones entre los coordinadores globales de la OPV y los accionistas de referencia. El agente gestor atendió dicha recomendación y en los pliegos definitivos para la selección de los coordinadores globales de AENA se declaró incompatible dicha función con prestar servicio de asesoramiento o financiación a los inversores de referencia, así como con el hecho de participar directa o indirectamente en su capital con un porcentaje superior al 3% o ser candidato a convertirse en inversor de referencia.

6. Sobre el contenido de los informes de valoración

Este Consejo se ha mostrado partidario, desde el inicio, que entre los distintos métodos que se puedan utilizar para la valoración de las empresas, se encuentre el descuento de flujos de caja. Asimismo, ha insistido en la importancia de que el valorador realice un esfuerzo en su informe para explicar y justificar las distintas hipótesis que va aplicando a la hora de realizar su informe.

En general, este ha sido el método aplicado en los informes de valoración de las empresas incluidas en este Informe de Actividades, lo que fue destacado favorablemente por el CCP en sus dictámenes. Adicionalmente, en el caso de RENOSA se utilizó como contraste el método de múltiplos de compañías cotizadas comparables. Asimismo, en el informe de valoración de Residencial Langa el valorador estimó *“como el método más apropiado el método del Valor Neto Patrimonial Ajustado por Plusvalías Latentes... No obstante, es posible la aplicación del descuento de flujos de caja bajo el escenario de proyección conocido en la actualidad, representado por las rentas a generar por el alquiler de las viviendas y por la venta de las mismas en el momento de su liberación”*.

Respecto a la aplicación del descuento de flujos, la adecuada aplicación de este método pasa necesariamente por la estimación de los flujos de caja futuros de la empresa. Sobre este punto, el CCP ha opinado, por un lado, que el valorador debe realizar sus propias proyecciones formulando para ello las hipótesis pertinentes y teniendo en cuenta las diferentes informaciones con las que cuente, entre ellas las proyecciones realizadas por la empresa que, en su caso, deberán ser sometidas a las modificaciones oportunas. En la operación de MOLYPHARMA, por ejemplo, el CCP destacó que el valorador “asume” para la elaboración de su informe la información facilitada por el vendedor, sin entrar a valorar la razonabilidad de la misma. En opinión del Consejo los valoradores deberían someter dichas hipótesis a sus propios criterios de razonabilidad.

Por otro lado, en la mayor parte de los dictámenes de las operaciones de

privatización incluidos en este Informe, el CCP ha insistido repetidamente en la necesidad de que los valoradores expliquen y justifiquen de forma suficiente los distintos supuestos e hipótesis aplicados en su análisis. El CCP no entra en el fondo de los supuestos y de las proyecciones utilizadas por el valorador para elaborar su informe, pero si en la necesidad de que se expliquen y justifiquen. Así fue destacado en los dictámenes de MOLYPHARMA, Residencial Langa y RENOSA. Además, en el caso de MOLYPHARMA, se mostró partidario de que el valorador proponga como resultado de su estimación un rango de valoración y no un valor concreto, utilizando para ello un análisis de sensibilidad.

7. Sobre la actualización del informe de valoración

En numerosas ocasiones, el CCP también se ha referido a la conveniencia de contar con una valoración actualizada en una fecha cercana al momento en que se aprueba la operación. Este requisito debe evaluarse en función de las circunstancias concretas de cada caso, no existiendo una regla fija para determinar la necesidad o no de actualizar un informe de valoración. Así, analizando casos concretos y a lo señalado por el CCP en sus dictámenes, parecía razonable que cuando hubiese transcurrido más de un año entre la valoración y el acuerdo de venta debía procederse a su actualización. No obstante, por debajo de ese límite solamente existía un precedente en el que habiendo transcurrido ocho meses, el CCP consideró que, dadas las circunstancias, era recomendable actualizar el informe de valoración. Asimismo, en otra operación en la que habían transcurrido cuatro meses, consideró que la valoración estaba suficientemente actualizada.

En el caso de MOLYPHARMA, el plazo transcurrido se encontraba dentro de esos límites, por debajo de un año y por encima de cuatro meses. Por ello, debía atenderse a las circunstancias particulares acontecidas, como las variaciones en los tipos de interés del Tesoro o los cambios en las expectativas de los flujos futuros.

En opinión del CCP las circunstancias no ofrecían motivos suficientes para determinar si era o no necesario proceder a la actualización del informe, quedando dentro de las facultades del agente gestor la adopción de esa decisión. En todo caso, atendiendo a la ausencia de coste que suponía la actualización del informe, por estar contemplada en el mandato firmado por el valorador para el plazo de un año desde el momento de su firma, el CCP consideró razonable la decisión adoptada de proceder a la actualización del informe previo.

B) RECOMENDACIONES RELACIONADAS CON EL PROCESO DE SELECCIÓN DEL COMPRADOR

1. Sobre la tramitación de los procesos de privatización

En general, las operaciones de privatización realizadas desde la creación del CCP han seguido un procedimiento habitual para la aprobación de las mismas: el Consejo de Administración del vendedor, o en su defecto, el órgano competente para tales funciones (Agente Gestor del proceso) aprueba la propuesta concreta de venta antes del análisis y dictamen del CCP, quedando supeditada, en todo caso, a la “aprobación definitiva” por parte del Consejo de Ministros. A continuación, tal y como se estableció con el Acuerdo del Consejos de Ministros de 28 de junio de 1996, en el que se aprueban las Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado, una vez emitido el dictamen del CCP, los Agentes Gestores elevarán su propuesta junto con dicho dictamen a los Ministros correspondientes, los cuales *“someterán, si así lo consideran procedente, la propuesta del Agente Gestor junto con el informe del Consejo Consultivo de Privatizaciones a la Comisión Delegada para Asuntos Económicos, para su posterior aprobación definitiva por parte del Consejo de Ministros”*.

En la venta de Residencial Langa la competencia para autorizar la

transmisión de las acciones recaía en el Presidente de ADIF que, una vez mostrada su conformidad, elevó la propuesta al Ministerio de Fomento para su tramitación. Aunque el vendedor manifestó al CCP su intención de someter la aprobación de la operación al Consejo de Administración de ADIF, el CCP en su dictamen recomendó que en el futuro se utilizase el procedimiento habitual para la aprobación de las privatizaciones descrito en este apartado.

En la operación de CABE, también se dio otra particularidad relacionada con el citado procedimiento de aprobación de las operaciones de venta. SEPI consideró que no requería la autorización del Consejo de Ministros puesto que no se cumplían dos de los requerimientos señalados en el artículo 12.5 de la Ley 5/1996 de creación de determinadas entidades de derecho público: a) la operación no superaba los 6 millones de euros; y b) no suponía la pérdida de la participación mayoritaria de SEPI en la sociedad.

La opinión manifestada por el CCP en su dictamen fue que, si bien sus funciones no comprenden un control de legalidad de las operaciones de privatización, si recomienda que en todos los procesos se siga el procedimiento establecido en el Acuerdo del Consejo de Ministros de junio de 1996, como siempre había ocurrido en las operaciones de privatización en las que SEPI actuaba como Agente Gestor, con independencia del importe económico y el porcentaje del capital en venta. De hecho, esta misma recomendación ha sido repetida por el CCP con motivo de operaciones de venta realizadas por departamentos ministeriales distintos del de Hacienda y Administraciones Públicas, con el resultado de que se han ido adaptando y aplicando el procedimiento descrito.

2. Sobre el nombramiento de Agente Gestor del proceso

Desde su creación, el CCP ha defendido en todos los procesos la conveniencia de separar las funciones de Agente Gestor del proceso y de gestor

de la propia empresa a privatizar. De hecho, en el Acuerdo del Consejo de Ministros de junio de 1996 se mencionan explícitamente cuales serían los agentes gestores, diferentes de las empresas a privatizar, que se encargarían del diseño y ejecución de las operaciones de privatización.

Sin embargo, en el caso de AENA ocurría que el agente gestor del proceso no se encontraba en la lista de agentes gestores señalada en el citado acuerdo del Consejo de Ministros, fundamentalmente porque en el momento de su aprobación (1996) ni siquiera existía la empresa a privatizar. Por ello, en julio de 2011 el Consejo de Ministros aprobó el nombramiento de AENA (EP), posteriormente denominada ENAIRE, como agente gestor del proceso de privatización de AENA, “que se ajustará en el desarrollo de la operación a los procedimientos previstos en el citado Acuerdo” de 1996. Esta decisión fue destacada favorablemente por el CCP en su dictamen. En todo caso, no es hasta un momento muy avanzado de la operación cuando se produjo la separación entre los equipos directivos del Agente Gestor y de la empresa a privatizar.

En otras ocasiones, como en la venta de RENOSA, ocurre que es SEPI la que asume las funciones de agente gestor del proceso, en representación del vendedor (en este caso NAVANTIA). En opinión del CCP esta decisión aseguraba el principio de separación entre propiedad y gestión de las empresas, lo que, en su opinión, repercutía positivamente en el proceso.

3. Sobre las limitaciones preexistentes a la concurrencia

Una característica común de prácticamente todos los procesos de privatización analizados por el CCP en el periodo que abarca este Informe de Actividades ha sido la existencia de limitaciones de partida a la concurrencia en las empresas en venta.

En las ventas de MOLYPHARMA, CABE y RESIDENCIAL LANGA existían

restricciones estatutarias derivadas de la existencia de un derecho de adquisición preferente de las acciones, recogidos en los Estatutos de estas sociedades, a favor de los accionistas, en caso de posible venta a un tercero.

El CCP es consciente de que este tipo de restricciones tienen un fuerte impacto desincentivador para la posible concurrencia de otros candidatos no accionistas en los procesos de venta. No obstante, en su opinión por sí sola esta característica no justifica el no intentar poner en marcha un proceso concurrencial y por ello, pese a las escasas probabilidades de generar concurrencia, el Consejo recomendó que se realizaran intentos de fomentar la concurrencia, ampliando el ámbito de posibles compradores más allá de los propios accionistas. Dichos esfuerzos consistirían en establecer contactos con potenciales interesados, así como en la publicación, al menos en la página web del vendedor, de anuncios informando de la venta y estableciendo un plazo para que los potenciales compradores pudieran ponerse en contacto con el vendedor.

En la operación de RENOSA, pese a las citadas restricciones preexistentes, SEPI trató de favorecer el desarrollo de un proceso concurrente mediante la publicación de un anuncio en la página web de SEPI y en medios de comunicación donde se indicaba la apertura del mismo. Al mismo tiempo se elaboraron unas bases que habrían de regir el proceso de privatización. Aunque el resultado de tales esfuerzos no fue satisfactorio en términos de concurrencia, el CCP elogió dicha actitud y animó a los Agentes Gestores a repetir dicha práctica, aun cuando los condicionantes previos dificulten, de partida, la presentación de ofertas competitivas.

No obstante, en otros casos a la existencia de derechos de adquisición preferente a favor de los actuales accionistas se han sumado otras razones que hacían aún mucho menos probable que pudieran existir competidores. Así, en el caso de MOLYPHARMA, el Acuerdo de colaboración vigente con el otro accionista y potencial comprador de la empresa determinaba el 100% de los ingresos de MOLYPHARMA, así como el desarrollo de una estructura organizativa y de

dirección común entre ambas compañías, por lo que la venta a un tercero y la ruptura de dicho acuerdo generarían una fuerte incertidumbre sobre la continuidad de la empresa. En las operaciones de RESIDENCIAL LANGA y CABE, por su parte, a la restricción presupuestaria se añadía que la participación en venta de ambas empresas era minoritaria, por lo que un posible comprador no alcanzaría en ningún caso el control de la empresa, que seguiría estando en manos del otro accionista privado y poseedor del derecho preferente. A pesar de tales dificultades, en el caso de Residencial Langa el vendedor (ADIF) publicitó la venta en su página web, lo que fue destacado favorablemente por el CCP en su dictamen.

En todo caso, y atendiendo a las importantes dificultades derivadas de la introducción de restricciones estatutarias al desarrollo de una venta libre de las acciones a un tercero, el CCP ha vuelto a insistir en la recomendación de que cuando los organismos públicos participen en sociedades junto a socios privados, se evite la introducción de este tipo de cláusulas y solo se recurra a su aplicación en situaciones en las que se encuentren fuertemente justificadas.

4. Sobre las bases y pliegos del proceso y el grado de formalización

El CCP ha insistido en múltiples ocasiones en la conveniencia de establecer un adecuado nivel de formalización y de publicidad de los procesos, ya que eso contribuye a promover la concurrencia y también la transparencia en todas las operaciones de privatización, al tiempo que se garantiza la igualdad de trato entre todos los participantes y se limita la posible discrecionalidad del Agente Gestor en la selección del comprador final.

En la operación de RENOSA el CCP destacó de forma favorable el elevado grado de formalización de las diferentes etapas del proceso y, en particular, la elaboración de unas Bases que detallaban, entre otros aspectos, la documentación exigida para participar en el proceso, así como las fases en que se estructuraba, los requisitos mínimos de obligada aceptación exigidos a todos los oferentes o los

criterios para la valoración de las ofertas presentadas.

Similares consideraciones fueron repetidas en la operación de AENA, donde el CCP destacó, tanto en su informe final como en los dictámenes sobre el diseño del proceso, el elevado grado de detalle que los pliegos ofrecían a los interesados en el proceso, adaptándose así a su recomendación de servir al objetivo de incrementar la transparencia deseable de la operación y reducir las incertidumbres con las que se puedan encontrar los posibles interesados.

5. Sobre los criterios de selección

En las Bases se detalla el procedimiento de adjudicación que será aplicable en el concurso, así como los criterios que serán tenidos en cuenta para la valoración de las ofertas y, también, el baremo.

En la operación de AENA el CCP señaló que “sin entrar en la justificación de cada uno de los cuatro criterios, se destaca que son criterios fácilmente cuantificables y, por tanto, objetivos. Asimismo, las reglas de asignación de puntos en cada uno de esos criterios quedan fijadas en los pliegos por lo que desaparece la discrecionalidad a la hora de asignar puntos en el baremo. Todo ello otorga transparencia al proceso de valoración de las ofertas presentadas”.

Atendiendo a los criterios concretos aplicados en la operación de AENA para la selección de los inversores de referencia, el CCP valoró positivamente la introducción en el baremo del criterio denominado “prima sobre el precio de la OPV”, ya que incentivaba la competencia en precio entre los oferentes y, además, se trataba de un criterio fácilmente objetivable en la asignación de puntos. Asimismo, se incluía la fórmula para la asignación de puntos en función de los diferentes criterios.

Sin embargo, también se incluyó en el baremo un criterio de selección denominado “respaldo a la OPV y credibilidad del inversor”, según el cual “las

ofertas debían incluir una memoria en la que se justifique la capacidad del invitado de respaldar la OPV en términos de demanda o precio, entendiéndose por respaldo su capacidad de arrastre de otros inversores (institucionales o minoristas), entre otros motivos, por la credibilidad que transmita al mercado su oferta y su compromiso con AENA o ENAIRE”. El CCP señaló en su dictamen que se trataba de un criterio difícil de objetivar y, de hecho, era el único para el que no se especificaba una fórmula de valoración de las ofertas, siendo por tanto una tarea discrecional. Por ello, aun entendiendo algunas de las razones por las que se recurrió a un criterio de este tipo, el CCP recomendó limitar su utilización y primar en los baremos la inclusión de otros criterios fácilmente cuantificables y objetivables.

En la venta de RENOSA, por su parte, el CCP destacó que el procedimiento de adjudicación establecido fue el recomendado por el CCP en dictámenes anteriores: establecimiento de unos requisitos mínimos que cualquier oferente debe satisfacer y, una vez acreditado su cumplimiento, el comprador se selecciona atendiendo únicamente a la oferta económica presentada. En opinión del CCP, como ha venido repitiendo en numerosas ocasiones, este sistema incentiva la competencia en precio y objetiva la decisión de adjudicación haciendo depender la decisión final de venta únicamente de un criterio objetivo y fácilmente verificable como es el precio ofertado. Al mismo tiempo permite tener en cuenta otras consideraciones distintas del precio que, en opinión del Agente Gestor puedan resultar importantes a la hora de adjudicar la empresa a través de su inclusión en los requisitos mínimos.

6. Sobre la fijación de un precio mínimo de venta

En el proceso de venta de RENOSA, SEPI estableció un precio mínimo de venta de la empresa en las Bases del Proceso. En opinión del CCP en operaciones de este tipo, en las que previsiblemente la concurrencia sea escasa o incluso nula, la fijación de un precio mínimo es un factor especialmente

recomendable.

7. Sobre el contrato de compraventa

La práctica habitual en las operaciones de privatización desarrolladas desde la aprobación del Acuerdo del Consejo de Ministros de junio de 1996 es que el contrato de compraventa se suscriba con anterioridad a que el CCP emita su dictamen sobre la operación y, por tanto, antes de que se produzca la autorización definitiva de la misma por parte del Consejo de Ministros. Esos contratos incluirían una cláusula suspensiva por lo que no entrarían en vigor hasta contar con todas las autorizaciones pertinentes.

Esto no ocurrió en las ventas de RESIDENCIAL LANGA y CABE, donde el CCP contó con un borrador de contrato y una carta de conformidad del comprador con el texto y condiciones del citado borrador. El CCP señaló por ello que, aunque esta práctica puede ser equivalente a la descrita, se recomendaba que, en la medida de lo posible, se siguiese la práctica que ha sido habitual de las operaciones de privatización en España.

8. Sobre el pago aplazado del precio de venta

En la operación de MOLYPHARMA, el acuerdo de venta de la empresa establecía que del 51% del capital en venta, una parte la adquiriría directamente el comprador y, el resto, la propia MOLYPHARMA en el marco de una reducción de capital. A su vez, esta última realizaría una parte del pago en el momento del cierre de la operación y el resto en tres pagos aplazados, articulándose la mayor parte de tales obligaciones de pago mediante la cesión de créditos a favor de ENUSA. Las obligaciones de pago, incluidos los créditos, se garantizaban mediante aval bancario a primera demanda.

El CCP señaló que existían pocos precedentes de operaciones de privatización en las que el pago del precio se hubiese realizado en distintos plazos y que la opinión de este Consejo siempre había sido que dicha práctica podría generar inconvenientes adicionales al de los potenciales riesgos de impago. Por ello, el CCP recomendó que siempre que fuera posible, el importe de la venta de empresas públicas se desembolse al contado y, en todo caso, cuando hubiese circunstancias que requirieran un sistema de pago aplazado, se realizase un desembolso significativo en el momento inicial y se solicitasen garantías o avales para el resto. En el caso de MOLYPHARMA esta recomendación no se habría seguido parcialmente, puesto que el pago en efectivo realizado en el momento del cierre del acuerdo ascendía a menos del 12% del total.

Por otro lado, en relación con la utilización como medio de pago dentro de una reducción de capital de cesiones de créditos de terceros a favor de la propia empresa en venta, el CCP señaló que no existían precedentes de otras operaciones similares en España y que, además, dicha forma de pago podía introducir incertidumbre sobre el importe a recibir y sus plazos, a lo que se podía añadir otra serie de complicaciones. En su opinión, disminuye la transparencia deseable de estas operaciones y, por ello, desaconsejaba su uso para futuras privatizaciones.

9. Cláusula de plusvalías en el contrato de compraventa

Una característica repetida en varias de las operaciones desarrolladas en los últimos ejercicios ha sido la ausencia de concurrencia en la selección del comprador y, por tanto, la imposibilidad de disponer de otras referencias de mercado sobre el valor de la empresa o participación en venta. Precisamente, uno de los indicios de que el precio fijado para la operación fuese bajo sería el que el comprador revendiera a un tercero, en un corto plazo de tiempo, las acciones adquiridas por un precio significativamente superior. Con el objetivo de evitar tales situaciones, la recomendación del CCP ha sido incluir en el contrato de

compraventa una cláusula que permita al vendedor participar en las posibles plusvalías que se pudieran generar ante hipotéticas operaciones de reventa de las acciones en un periodo determinado a partir del momento de la formalización del contrato. La importancia de incluir este tipo de cláusulas se incrementa en aquellos casos en los que no ha existido concurrencia y, por tanto, no se ha contado con otras referencias de mercado.

El grado de aplicación de esta recomendación ha sido variable en las operaciones de privatización desarrolladas en el intervalo temporal que abarca este Informe. Así, en la operación de RENOSA no se incluyó dicha cláusula en el contrato de compraventa, lo que fue destacado por el CCP en su dictamen recomendando una vez más su aplicación. Tampoco se utilizó en el caso de CABE, si bien en esta operación se consideró que no era aplicable ya que se trataba de una empresa sin actividad, trabajadores ni ingresos, por lo que no era razonable exigir al comprador participar en unas plusvalías que se derivasen de la puesta en marcha de la actividad en el futuro.

En la operación de RESIDENCIAL LANGA, sin embargo, el CCP transmitió su recomendación sobre la inclusión de esta cláusula a los gestores de la privatización en las fases intermedias de la misma. Dicha recomendación fue atendida y pusieron en marcha una negociación con los compradores para incluir dicha cláusula en el texto definitivo del contrato. Finalmente se incluyó el derecho del vendedor a participar en el 50% de las plusvalías que se generasen en el plazo de 2 años desde la firma del contrato, lo que fue valorado positivamente por el CCP.

Por último, en el caso de MOLYPHARMA si se incluyó en el contrato una cláusula como la descrita, si bien el derecho a participar en las plusvalías para el vendedor quedaba limitado a que la venta fuese de más de un 50% de las acciones de la empresa en el plazo de 1 año desde el momento del cierre de la operación. En ese caso, el vendedor podía recibir el 75,5% de la plusvalía generada. La opinión del CCP fue que el derecho a participar en la plusvalía se

extendiese a las ventas de acciones con independencia del tamaño del paquete afectado, esto es, sin necesidad de que se tuviese que superar un determinado porcentaje de acciones para generar el derecho.

10. Limitación de contingencias en el contrato de compraventa

Otro aspecto del contrato de compraventa en el que el CCP ha insistido repetidamente en sus dictámenes ha sido la conveniencia de realizar un esfuerzo para limitar las posibles “contingencias” por las que tendría que responder el vendedor en el futuro. Esto es especialmente importante en aquellos casos en los que el comprador es uno de los actuales accionistas de la empresa en venta, ya que ello le proporciona un elevado conocimiento e involucración en la gestión de la misma. En tales situaciones, el Consejo ha recomendado que, en la medida de lo posible, se exima al vendedor de responsabilidades y compensaciones por posibles contingencias. Así ocurrió en la operación de Residencial Langa, donde el vendedor fue liberado de cualquier reclamación posterior a la formalización de la venta.

La inclusión de este tipo de cláusulas se ha ido generalizando en la redacción de los contratos de compraventa de las operaciones de privatización, quedando limitado en los mismos tanto cuantitativa como temporalmente las posibles reclamaciones del comprador ante el surgimiento de potenciales contingencias futuras. Así ocurrió en los casos de RENOSA y MOLYPHARMA.

C) RECOMENDACIONES RELACIONADAS CON LAS OFERTAS PÚBLICAS DE VENTA

1. Tamaño del tramo minorista y tramo especial para empleados

En relación con la estructura de la OPV de AENA propuesta por el agente gestor, el CCP señaló, por una parte, que el tramo minorista general previsto (9% del total de la OPV sin tener en cuenta el *green shoe*) era significativamente menor que el de otras privatizaciones articuladas mediante OPV, donde, de media, dicho tramo había superado el 60% de la oferta de acciones.

Por otro lado, en relación con la posibilidad de reservar un tramo especial de la OPV a los empleados de las empresas privatizadas, la opinión del CCP siempre ha sido limitar su ámbito de aplicación a los citados empleados y que no se generalizase a los trabajadores de los holdings públicos a los que pueda pertenecer la empresa en venta. Asimismo, se señalaba que, en todo caso, el coste de los incentivos a los citados empleados en forma de descuentos sobre el precio de venta de las acciones, fuese asumido por la propia empresa y no por los accionistas públicos. En el caso de AENA, el tramo de empleados no se extendió a los miembros de los órganos de administración ni a los altos directivos. Sin embargo, si comprendía tanto a los empleados de la empresa en venta (AENA) como a los trabajadores de ENAIRE que, en este caso, es el vendedor y agente gestor del proceso y, además, incluye el servicio de navegación aérea. El CCP se mostró en desacuerdo con la extensión del tramo de empleados más allá de los propios trabajadores de la empresa en venta y, en su caso, de sus filiales, si bien entendía la justificación ofrecida por ENAIRE de que el convenio laboral suscrito impediría hacer diferencias entre los trabajadores de ambas y por ello extendió el tramo de empleados tanto a los trabajadores de AENA como de ENAIRE.

2. Sobre la asignación de acciones en los tramos minoristas e institucionales

En la OPV de AENA se utilizó un sistema de asignación de acciones en el tramo minorista ampliamente aplicado en otras OPV, que combina un primer tramo de asignación lineal con otro de asignación proporcional. En casos de sobredemanda, como previsiblemente ocurriría en AENA, dado el reducido tamaño de este tramo, este sistema fomenta que se cursen órdenes por un tamaño superior al que realmente se desea adquirir. Por ello, la recomendación del CCP fue que se estudiaran sistemas de prorrateo que evitasen este problema, incentivando a la presentación de órdenes ajustadas a las preferencias reales de los inversores. Un ejemplo podría ser la asignación lineal por escalones, combinado con un adecuado tratamiento del tramo marginal.

Por su parte, en el tramo de inversores cualificados, tal y como se preveía en el folleto de la OPV, los coordinadores globales elaboraban una propuesta de adjudicación sobre la cual el vendedor, previa consulta no vinculante con los coordinadores globales, evaluaba las propuestas recibidas aplicando criterios de calidad y estabilidad y, en base a ello, podía admitir o rechazar cualquiera de las propuestas, respetando en todo caso que no se produjesen decisiones discriminatorias no justificadas. En opinión del CCP dicho sistema se adaptaba a la recomendación del CCP sobre el sistema de asignación de acciones en este tramo de las OPV, tendente a reducir la amplia discrecionalidad de la que gozan el vendedor y coordinadores globales en la decisión de adjudicación. La aplicación de criterios de calidad y estabilidad contribuirían a reducir dicha discrecionalidad. En todo caso, en su dictamen el Consejo insistió en que se profundizase en la concreción de tales criterios y en la forma en que serían aplicados.

CCP

CAPÍTULO IV

**LA ACTIVIDAD DEL CCP DURANTE 2014 Y 2015:
CONSULTAS PREVIAS E INTERMEDIAS Y
EMISIÓN DE OTROS INFORMES**

En el capítulo anterior se ha analizado la función principal del CCP que consiste en la emisión de dictámenes sobre el cumplimiento de los principios de transparencia, publicidad y concurrencia en cada una de las operaciones concretas de privatización.

Como parte de esta función el CCP también ha llegado a tener varios dictámenes en diversas fases de elaboración, aunque finalmente las operaciones no han seguido adelante y el CCP ha interrumpido su labor. En estos casos, por tanto, no se ha llegado a emitir un dictamen del CCP.

Adicionalmente, a dicha función principal, y tal y como se comentó en el capítulo 1 de este informe, el CCP también realiza otras funciones que se enmarcan en el apartado noveno 1.B del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996. De acuerdo a estas otras funciones, el CCP podrá informar sobre cuantas cuestiones le sean planteadas por el Gobierno o los Agentes Gestores de los procesos de privatización. Este capítulo resume brevemente esta labor realizada por el CCP.

Estas consultas, a diferencia de los dictámenes que se refieren a operaciones de privatización concretas, no tienen carácter público, al menos en lo que concierne al CCP, que los dirige al órgano interesado, cumpliendo su labor consultiva. A continuación, se realiza un breve resumen de las actividades realizadas durante los ejercicios 2014 y 2015 encuadradas dentro de esta función.

Podríamos agrupar en dos categorías las tareas realizadas dentro de esta función: **a)** por un lado estaría la realización de informes sobre las cuestiones en las que el Gobierno o los Agentes Gestores pudiesen estar interesados y que, normalmente, están relacionados con alguna empresa o entidad pública empresarial; y **b)** por otra parte, se encontrarían las consultas previas o intermedias que los Agentes Gestores van realizando al CCP durante el transcurso

de una operación concreta de privatización. Estas consultas pueden tratar sobre asesoramiento en aspectos determinados de un proceso de venta, sobre un avance de la opinión del Consejo acerca de la publicidad, concurrencia y transparencia en fases intermedias que se van cerrando o sobre medidas alternativas que se están barajando.

La importancia de una u otra actividad ha ido variando a lo largo del tiempo. En fases anteriores, la primera de las tareas mencionadas llegó a tener un gran peso en la actividad del CCP, pero, sin embargo, en el periodo analizado en este Informe de Actividades ha sido la segunda de estas tareas la que ha adquirido un cierto peso dentro de la actividad del CCP, especialmente, en relación con la privatización de AENA, pero también con los otros procesos de privatización realizados y con algunos otros que finalmente no se llevaron a término.

Para el desarrollo de tales actividades los Agentes Gestores fueron remitiendo información sobre los procesos en marcha, al mismo tiempo que se mantenían reuniones de trabajo con las ponencias del CCP nombradas para tal fin. La relación con los Agentes Gestores, especialmente en el caso de ENAIRE, ha sido bastante fluida y el CCP considera que el resultado de estas consultas intermedias ha sido muy beneficioso para ambas partes.

Así, desde el punto de vista del CCP, son útiles porque le permite obtener un mayor conocimiento de la operación con anterioridad a la recepción del expediente. Este hecho facilita y acelera la posterior emisión del dictamen final. Además, en aquellos casos en que las recomendaciones del CCP se hayan tenido en cuenta, se evita su tratamiento adicional en el informe final. Por su parte, a los Agentes Gestores las consultas previas les han permitido contar con la opinión del CCP sobre aspectos concretos de una operación antes de iniciarla o durante el transcurso de algunas fases intermedias, y no solamente en la fase final de ejecución, lo que ha permitido que las recomendaciones del CCP hayan podido contribuir a que las fases intermedias de las operaciones y su diseño final se adapten, en mayor medida, a los principios por los que el CCP tiene que velar.

En definitiva, aunque las consultas intermedias planteadas al CCP en el desarrollo de operaciones concretas es una labor que, en parte, no queda reflejada en los dictámenes del CCP, ha sido una tarea intensa e importante en la época analizada en este Informe de Actividades.

Durante los ejercicios de 2014 y 2015 el CCP ha atendido a diversas consultas previas referidas a casi una decena de operaciones. Estas cuestiones se refieren tanto a fases intermedias de las mismas como a consultas previas que se realizan en la fase de diseño de la operación e incluso cuando se está decidiendo sobre si es factible o no su desarrollo. Por ello, en este apartado sólo se resumen brevemente aquellas actuaciones que se han realizado en operaciones sobre las que posteriormente ha habido un dictamen público del CCP, sin hacer referencia a aquellas otras consultas sobre empresas que finalmente, por diferentes razones, no llegaron a privatizarse.

Así, a principios de enero de 2014 el CCP respondió por escrito a una consulta planteada por SEPI solicitando su opinión acerca del procedimiento de venta aplicable ante la posible venta de la participación que HUNOSA tenía en CABE (Centro de Asesoramiento y Búsqueda de Empleo S.L.). Tras la reunión de la ponencia y la elaboración de una nota de respuesta que fue remitida a SEPI expresando la postura del CCP sobre las cuestiones planteadas, SEPI puso en marcha la operación de privatización de esta empresa, operación que fue objeto de un dictamen del CCP a mediados de ese mismo año.

Por su parte, en mayo de 2014, SEPI realizó otra consulta al CCP sobre el proceso de venta de la participación de ENUSA en MOLYPHARMA que, en ese momento, se estaba desarrollando. En concreto, SEPI solicitó la opinión de este Consejo acerca de la necesidad de actualizar el informe de valoración elaborado por una entidad externa y que estaba fechado en el último trimestre de 2013. Para ahondar en la cuestión planteada, así como en aspectos concretos de la operación, el CCP mantuvo una reunión informativa con los representantes de

SEPI y, posteriormente se reunió la ponencia del Consejo nombrada a tal efecto con objeto de preparar el escrito de respuesta a la citada consulta. El Consejo del CCP reunido el 3 de junio de 2014 analizó y aprobó la respuesta elaborada por la ponencia en la cual se expresaba la opinión del Consejo acerca de la necesidad real de elaborar una actualización del informe de valoración de la empresa, atendiendo al tiempo transcurrido y a las circunstancias acontecidas que pudieran haber afectado al valor estimado de la empresa.

Pero sin duda, la operación que ha requerido el mayor número de las consultas intermedias del CCP en el intervalo temporal que corresponde a este Informe ha sido la privatización de AENA. A lo largo de estos dos años se han mantenido periódicamente reuniones con representantes de ENAIRE, el Agente Gestor de esta operación, así como de la propia empresa en venta. En ellas se han ido planteando diversas consultas en relación con el diseño de la privatización de esta empresa y sobre aspectos concretos de su desarrollo, tanto en relación con la selección de los distintos asesores que han participado en la misma, como en el diseño del concurso y baremo que regiría la selección de los inversores de referencia. En muchos casos el Agente Gestor ha atendido las recomendaciones del CCP sobre tales aspectos y dichas opiniones han sido incorporadas directamente en el diseño y desarrollo del proceso, por lo que no han quedado recogidas en los dos dictámenes públicos que el CCP ha emitido sobre dicha operación en el periodo 2014-2015.

Adicionalmente, junto a las citadas reuniones periódicas descritas, ENAIRE planteó al CCP una consulta por escrito fechada en julio de 2014 sobre un aspecto específico referido a los criterios de selección de los Coordinadores Globales para la OPV de AENA. La ponencia constituida para el seguimiento de esta operación analizó la cuestión esgrimida y elaboró una nota de respuesta en la que se exponía la opinión y competencias del CCP y los aspectos concretos del diseño de la operación que pueden afectar al cumplimiento de los principios por los que dicho Consejo debe velar.

ANEXO 1

OPERACIONES INFORMADAS POR EL CCP EN 2014 Y 2015

En este Anexo se reproducen los dictámenes sobre operaciones de privatización emitidos por el Consejo Consultivo de Privatizaciones durante el período objeto de este Informe de Actividades.

En los apartados introductorios de algunos de ellos se reiteran aspectos relativos a la descripción del Consejo Consultivo de Privatizaciones y a sus funciones que se reproducen tal y como aparecen en los Dictámenes correspondientes.

DICTAMEN SOBRE LA PRIVATIZACIÓN DE REMOLCADORES DEL NOROESTE S.A. (RENOSA)

1.- INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha analizado el Expediente de la propuesta de privatización de Remolcadores del Noroeste, S.A. (en adelante RENOSA), filial al 100% de NAVANTIA. El Grupo NAVANTIA, por su parte, es propiedad de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) en su totalidad.

El Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2012, por el que se aprueba el plan de reestructuración y racionalización del sector público empresarial y fundacional estatal, en su Anexo II, preveía la *“extinción de la Sociedad Remolcadores del Noroeste, S.A. (RENOSA), transmitiendo en bloque su patrimonio a la Sociedad NAVANTIA S.A.”*. Posteriormente, se analizaron distintas posibilidades respecto de RENOSA, incluyendo su extinción o su venta, optándose finalmente por esta última opción.

El CCP emite su informe sobre el procedimiento de venta y la propuesta concreta de venta elaborada por el Agente Gestor, SEPI, con carácter previo a la autorización definitiva que, en su caso, otorgue el Consejo de Ministros.

2.- DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

RENOSA es una sociedad del grupo NAVANTIA cuya actividad casi exclusiva es el desarrollo del servicio de remolque del Puerto de Ferrol. Dicha actividad se desarrolla por medio de una concesión de la Autoridad Portuaria, que se gestiona por medio de una Unión Temporal de Empresas (UTE) integrada, además de por RENOSA, por las sociedades Remolcadores Marracoi S.L. (REMARSA), Sertosa Norte S.L. (SERTOSA NORTE) y Remolcadores Ferrolanos S.A. (REFESA). La participación de las dos primeras en la UTE es del 13,5% y las dos últimas lo hacen en un 36,5%, teniendo la gestión de la UTE carácter rotativo. La concesión actual se otorgó en 2009 y caduca en 2022, no teniendo carácter de exclusividad.

En el Acuerdo de Colaboración firmado entre los miembros de la UTE se reconoce a los socios un derecho de veto ante la entrada de nuevos accionistas, por lo que, en la práctica, toda posible venta de capital a un tercero requiere del consentimiento previo de los restantes socios de la UTE.

A) Proceso de venta de RENOSA

El 31 de mayo de 2012 el Consejo de Administración de NAVANTIA acuerda por unanimidad, antes de realizar las actuaciones relacionadas con la fusión de ambas compañías recogido en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2012, presentar un plan de redimensionamiento de la empresa para evaluar la posibilidad de venta de la misma.

El 15 de octubre de 2012, los socios de RENOSA en la UTE comunican por carta su intención de compra de la empresa, por lo que a partir de esa fecha el Consejo de Administración de NAVANTIA acuerda solicitar a SEPI el inicio del procedimiento que permita obtener las autorizaciones necesarias para proceder a la venta de RENOSA.

Siguiendo con dicho proceso, el 14 de febrero de 2013 el Comité de Dirección de SEPI acuerda iniciar los trámites necesarios para la venta de RENOSA y, en julio de 2013, plantea una consulta informal al CCP acerca del planteamiento global del proceso de venta de esta empresa.

El 24 de julio el Consejo de Administración de NAVANTIA acuerda otorgar a SEPI el mandato para la venta de RENOSA, en la que SEPI actuará como Agente Gestor del proceso.

Por ello, el 31 de octubre de 2013 el Consejo de Administración de SEPI aprueba el inicio del proceso de venta de RENOSA, así como las Bases del Proceso y la firma del mandato entre SEPI y NAVANTIA. Dicho mandato, firmado el 11 de noviembre de entre las partes, se eleva a público con fecha 5 de diciembre de 2013.

El 31 de octubre, por su parte, se publica el inicio del proceso de venta tanto en la página web de SEPI como en distintos medios de prensa escrita. Junto a la información de la empresa, se hace pública la documentación que debe remitirse para participar en el proceso y la fecha límite para la recepción de manifestaciones de interés.

Dentro de los plazos previstos (hasta las 13:00 horas del 11 de noviembre de 2013), se recibe una única muestra de interés en el proceso por parte de los restantes socios de la UTE.

Por ello, el 20 de noviembre, una vez constatado el cumplimiento de los requisitos solicitados, se remite al candidato interesado en la compra una carta adjuntando las Bases del Proceso. Según las citadas Bases, el proceso se estructura en tres fases:

1. Primera Fase o de cualificación de participantes: Los interesados que acrediten el cumplimiento de los requisitos y aporten la documentación solicitada serán invitados a concurrir a las siguientes fases del proceso.
2. Segunda Fase o de oferta vinculante: Incluye una primera fase de información (*Data Room*) así como la presentación de la oferta vinculante y cumplimiento de requisitos.

En particular, los interesados deben asumir el cumplimiento de los siguientes **requisitos mínimos** durante un plazo de tres años:

- Mantenimiento de la plantilla fija.
- Permanencia en el capital de RENOSA con más del 50% de las acciones.
- Mantenimiento de los fondos propios en una cuantía no inferior a la de los fondos propios del balance de transferencia.

Adicionalmente, el oferente asume **otras obligaciones contractuales** durante el plazo de tres años:

- Solicitar y obtener autorización previa a SEPI para iniciar cualquier proceso de fusión, escisión, cesión de activos u operaciones análogas de reestructuración.
- Sustituir a NAVANTIA y a SEPI en cuantos prestamos, avales, garantías o cartas de conocimiento puedan tener concedidos a favor de RENOSA.

Junto a la aceptación de tales requisitos, los interesados deben presentar, de forma separada, su **oferta económica** por el 100% de las acciones de RENOSA así como una fianza por valor de 60.000 euros que será reintegrada en el momento de la escritura pública. Dicha oferta no podrá ser revisada ni modificada.

3. Fase Tercera o de cierre: Tras la evaluación de las ofertas presentadas, la adjudicación se realizará a la oferta que *“cumpliendo con los requisitos y verificando todos los aspectos contenidos en las bases, realice la oferta económica final más elevada”*.

Siguiendo con el desarrollo del proceso de venta, el día 13 de diciembre se convoca al grupo interesado a la celebración de un *Data Room* previsto para el 17 de ese mismo mes. Posteriormente, debido a las preguntas planteadas y la solicitud de información adicional de los participantes, el 4 de febrero se convoca un *Data Room* adicional, en las oficinas de SEPI, que se desarrolla el 6 de febrero.

Ese mismo día, SEPI remite a los interesados el borrador del Contrato de Compraventa para su revisión y comentarios, estableciendo como fecha límite para la recepción de los mismos el día 12 de febrero.

Con fecha 13 de febrero, SEPI remite una carta adjuntando el texto definitivo del contrato de compraventa y solicita la remisión, hasta el día 20 de febrero de 2014, de la Oferta Vinculante de compra conforme a lo establecido en las Bases del Proceso.

En esa misma carta, se comunica a los socios interesados en la adquisición de RENOSA que el precio mínimo por el 100% de las acciones de la sociedad en venta queda establecido en 2 millones de euros.

Dentro del plazo establecido se recibe y se abre, levantándose Acta del acto de apertura, la única oferta vinculante de adquisición presentada para la compra de RENOSA por el Consorcio formado por REMARSA, SERTOSA NORTE y REFESA.

El 28 de febrero de 2014, el Consejo de Administración de SEPI aprueba la venta de RENOSA al consorcio oferente por un precio de 2.000.000 euros.

El 12 de marzo de 2014, las partes firman el contrato de compraventa privado de las acciones de RENOSA quedando sujeto, con carácter suspensivo, a la autorización del Consejo de Ministros, previo dictamen del Consejo Consultivo de Privatizaciones y, en su caso, de las autoridades en materia de competencia.

El día 27 de marzo de 2014, el Consejo recibe de manera formal el Expediente sobre la venta de RENOSA para su análisis y emisión del correspondiente dictamen.

B) Proceso de selección del valorador

En paralelo al desarrollo del proceso de venta de RENOSA, y como parte integrante del mismo, se ha desarrollado el proceso para la selección de un valorador independiente de la empresa.

Para ello, el 31 de octubre, SEPI remitió cartas de invitación al proceso a cinco entidades, a las que se les solicita propuesta para ser valorador. En esa misma carta se incluye el Documento de Condiciones para la contratación de los servicios de valoración, así como el plazo para presentar dichas propuestas, abierto hasta el 11 de noviembre de 2013.

Los interesados debían presentar su oferta de colaboración en tres sobres independientes: a) Documentación general y de solvencia; b) Documentación técnica y oferta de servicio (equipo de trabajo y metodología aplicable en la valoración); y c) Propuesta económica. El presupuesto máximo del contrato se establece en 10.000 euros.

Dentro de los plazos previstos se reciben tres propuestas para asumir los servicios de valoración de RENOSA. Las otras dos entidades habían comunicado a SEPI por escrito su renuncia formal a participar en el proceso. En un caso, la renuncia se justifica en el grado de ocupación de sus equipos, así como en la falta de éxito en las últimas adjudicaciones de procesos similares en los que habían

participado. La otra entidad invitada declina su participación en el concurso por la falta de cumplimiento de uno de los requisitos de solvencia económica recogidos en el Documento de Condiciones del proceso.

Una vez constatado el cumplimiento de los requisitos de solvencia requeridos, las tres ofertas recibidas se valoran según los criterios previstos. En concreto, tal y como se preveía en el Documento de Condiciones, la adjudicación se produciría a la oferta que obtuviese la mayor puntuación total, para lo que se adjudicaría un máximo de 30 puntos a los criterios técnicos y un máximo de 70 puntos a la oferta económica. Además, solo sería valorable la oferta económica de aquellas propuestas cuyos criterios técnicos hubiesen obtenido al menos 25 de los 30 puntos posibles. SEPI se reservaba la posibilidad de excluir las ofertas “anormalmente bajas” entendiéndose por tal aquellas que fuesen inferiores en más de un 30% a la media ofertada por las propuestas que superasen la calidad técnica mínima exigida, excluyéndose para dicho cálculo tanto la oferta más elevada como la más baja de las presentadas.

Tras la valoración de las ofertas, la Mesa de Contratación propone, el 20 de diciembre de 2013, la adjudicación del servicio de valorador de la empresa a INVESTEAM, firmándose el contrato con dicha entidad el día 23 de ese mismo mes.

El valorador entrega el informe de valoración económica de RENOSA con fecha 5 de febrero de 2014.

3.- CONSIDERACIONES DEL CCP

A) Proceso de selección del comprador y la decisión final de venta

3.1.- Sobre la concurrencia efectiva en el concurso para selección del comprador

En esta operación el Acuerdo de Colaboración entre miembros de la UTE recoge un derecho de veto por el cual se permite a los actuales miembros de la Unión vetar la entrada de cualquier empresa externa en el capital de la UTE. Esta cláusula legal contribuye a desanimar en gran manera la participación de terceros y, por tanto, dificulta el cumplimiento del principio de libre concurrencia. Posiblemente haya sido esta circunstancia la que más haya podido influir en que no se hayan presentado otras ofertas de compra por RENOSA. A pesar de estas dificultades, SEPI ha tratado de llevar a cabo un proceso de venta concurrente, informando a través de los medios de comunicación de la venta, elaborando unas Bases y explicitando el carácter abierto de la convocatoria.

A pesar de que, en este caso, el resultado no ha sido satisfactorio en términos de concurrencia, se anima a que los Agentes Gestores realicen esfuerzos para incentivar la concurrencia, como ha ocurrido en la presente operación, especialmente cuando existan este tipo de condicionantes previos que dificultan la presentación de ofertas competitivas.

3.2.- Sobre la publicidad y el fomento de la concurrencia en el proceso de venta

Con anterioridad al inicio del proceso de privatización los socios de RENOSA en la UTE contactaron con NAVANTIA manifestando su interés por la

compra de la empresa. Posteriormente, se inició el proceso de privatización mediante la publicación de la apertura del mismo en la página web de SEPI y en los medios Expansión, La Voz de Galicia, El Correo Gallego e Infodefensa. En opinión del CCP la decisión de SEPI de publicitar y abrir un proceso formal de muestras de interés y la elaboración de unas Bases para el proceso de privatización de la compañía son elementos que pueden contribuir a fomentar la presentación de terceros, aun conociendo las escasas probabilidades existentes de que esto suceda debido a las particularidades de la operación.

En todo caso, el plazo de tiempo que se ha otorgado para que los interesados pudieran manifestar su interés en la adquisición de la compañía, once días, aunque se pueda considerar suficiente ya que no se exigía la presentación de una oferta, sino solo dar muestras de interés, quizá se podría ampliar de cara a futuras operaciones, con la motivación de fomentar la posible concurrencia.

3.3.- Sobre las bases establecidas en el concurso para la selección del comprador

En este proceso de privatización se ha observado la existencia de un elevado grado de formalización en las diferentes etapas del mismo. Uno de los elementos más visibles en esta formalización es la presencia de unas Bases del Proceso que detallaban, entre otros aspectos, la documentación exigida para participar en el proceso, así como las fases en las que se estructuraba, los requisitos mínimos de obligada aceptación exigidos a todos los oferentes o los criterios para la valoración de sus ofertas de adquisición.

La existencia de unas Bases por las que se rige el proceso de privatización que sean publicitadas y conocidas por cualquier participante en el proceso es uno de los elementos que ha venido recomendando el CCP con el fin de promover la concurrencia y también la transparencia en las operaciones de privatización.

Asimismo, en esas Bases se establecía un procedimiento de adjudicación

que el CCP ha recomendado en otros dictámenes. Este sistema consiste en que, en el caso de que así se considere oportuno, existan unos requisitos mínimos que cualquier oferente deba satisfacer y, una vez satisfechos, el comprador se selecciona atendiendo, únicamente, a la oferta económica presentada. Este esquema tiene la ventaja de que incentiva la competencia en precio y contribuye, en gran manera, a objetivar la decisión de la adjudicación ya que ésta se hace depender de un único criterio objetivo y fácilmente verificable. Al mismo tiempo permite tener en cuenta aquellas otras consideraciones adicionales al precio en las que, en su caso, el Agente Gestor pudiera estar interesado a través de los comentados requisitos mínimos.

3.4.- Sobre el establecimiento de un precio mínimo para la venta de la empresa

En este proceso SEPI ha establecido en las Bases del proceso de venta la posibilidad de establecer un precio mínimo de venta de la empresa que, finalmente, ha coincidido con el precio de venta. En operaciones en las que previsiblemente la concurrencia sea escasa o nula, la fijación de un precio mínimo es especialmente recomendable. El precio mínimo fue comunicado por carta del 13 de febrero de 2014 al único concursante, una vez que SEPI tuvo conocimiento de la valoración de la empresa realizada por su asesor, encontrándose dentro del rango de valor estimado. No obstante, el CCP ha estimado que el informe de valoración es un elemento a tener en cuenta pero sin carácter vinculante.

3.5.- Sobre la ausencia de un asesor financiero

En esta operación se ha contado con una entidad valoradora externa pero no se ha recurrido a la figura de asesor financiero de la operación. SEPI argumenta su decisión debido a que *“dada la dimensión de la operación, el hecho de que los otros socios de la UTE habían manifestado su interés en la compra, y la restricción legal de que los socios de la UTE deben autorizar la entrada de un nuevo socio, se pensó que la concurrencia final podría ser limitada. Por ello, se*

contrató únicamente el servicio externo de valorador, para evitar que los costes de asesores externos absorbiesen una parte importante del precio de venta.”

El Consejo comparte estos argumentos y entiende que se trata de una operación de un tamaño relativamente reducido. No obstante, también podrían existir tareas en las que la participación del asesor puede ser útil, como la búsqueda activa de potenciales compradores, tarea de especial relevancia cuando existen limitaciones preexistentes a la concurrencia.

3.6. Sobre el contrato de compraventa

El contrato de compraventa fue firmado entre las partes con fecha 12 de marzo de 2014, con la condición suspensiva de su posterior autorización por el Consejo de Ministros.

Dicho contrato recoge los requisitos mínimos a los que se compromete el comprador durante el plazo de tres años desde la elevación a público del contrato:

- a) Mantenimiento de la plantilla y condiciones laborales.
- b) Permanencia en el capital mediante el control de más del 50% de las acciones y el mantenimiento del nivel de fondos propios.

Dichos requisitos se garantizan mediante una penalización por incumplimiento de 25.000 euros para cada uno de ellos, exigiéndose además la aportación de un aval por valor de 50.000 euros para garantizar el importe de tales penalizaciones.

Paralelamente, el comprador se compromete, durante el plazo de tres años a requerir la autorización de SEPI para iniciar cualquier proceso de fusión, escisión o cesión de activos y pasivos y otras operaciones análogas de reestructuración empresarial que afecten a RENOSA. Asimismo, se compromete a sustituir a SEPI y NAVANTIA en los préstamos, avales, garantías o cartas de conocimiento que

puedan tener concedidos a favor de RENOSA.

Finalmente, en el contrato quedan limitadas tanto temporal (3 años) como cuantitativamente las posibles responsabilidades por contingencias exigibles al vendedor. En concreto el comprador no podrá exigir reclamaciones por un importe inferior a 3.000 euros y se establece un límite de responsabilidad máxima del vendedor por contingencias del 50% del precio de la compraventa satisfecho.

Por otra parte, no se ha incluido ninguna cláusula de participación en plusvalías en la venta de la empresa a terceros en un determinado plazo de tiempo. Con carácter general, el CCP considera útil este tipo de cláusulas y ha recomendado su inclusión, especialmente en procesos en los que finalmente no ha existido concurrencia y, por lo tanto, no se ha contado con otras referencias de mercado.

3.7.- Sobre la función de SEPI en la privatización en representación de NAVANTIA

RENOSA es una filial de NAVANTIA, pero SEPI ha establecido su propio protocolo para llevar a cabo la privatización, en representación de NAVANTIA. Para ello el 5 de diciembre de 2013 se elevó a público el contrato firmado el 11 de noviembre de 2013 de mandato entre SEPI y NAVANTIA para la venta de RENOSA. En opinión del CCP con esta decisión queda más asegurado el principio de separación entre propiedad y gestión de las empresas, lo que resulta un aspecto positivo del proceso de privatización objeto de este dictamen.

B) Proceso de selección del valorador y el informe de valoración

3.8.- Sobre el proceso de selección del valorador

Para la selección del valorador SEPI ha convocado a 5 candidatos de los cuales sólo dos presentaron finalmente una oferta. Por ello, el CCP recomienda que se eleve el número de convocados con el objetivo de prever la posible retirada de alguno de ellos y garantizar una adecuada concurrencia efectiva.

Asimismo, el Consejo se ha mostrado partidario de que cuando se realicen este tipo de concursos por medio del sistema de convocatoria restringida se realice un esfuerzo en la explicación de los criterios que se han tenido en cuenta para realizar dicha preselección.

En este caso concreto concurre otra circunstancia que tal vez ha podido influir en la decisión de dos de los convocados de no presentar oferta, que es la existencia de un presupuesto máximo que SEPI ha establecido para esta partida. En opinión del CCP, SEPI debería estudiar el efecto que la combinación de un presupuesto máximo ajustado y un número de convocados relativamente reducido puede tener sobre la concurrencia efectiva de asesores en este tipo de concursos.

En la selección del valorador se han aplicado diversas recomendaciones realizadas por este Consejo. Por ejemplo, respecto al sistema de baremo utilizado se ha otorgado un elevado peso a los honorarios, lo que favorece la competencia en precios que es considerado el más objetivo de los criterios de selección.

Sin embargo, SEPI también ha incluido una cláusula por la cual podrá excluir a las ofertas anormalmente bajas, entendiéndose por tales las que sean inferiores en más de un 30% al precio medio ofertado en aquellas proposiciones que hayan superado la puntuación de calidad técnica mínima exigida. Aunque los

motivos por los que SEPI ha utilizado esta posibilidad de exclusión sean comprensibles, el CCP considera que puede ser un elemento que contribuya a limitar la competencia vía precio, por lo que recomienda a SEPI que, en próximos procesos, estudie ampliar el porcentaje para considerar las ofertas como anormalmente bajas o elimine esta cláusula.

En cuanto a la aplicación del baremo, SEPI ha procedido a explicar la aplicación de puntos a cada uno de los candidatos en los distintos criterios, resultando ganador el candidato que había obtenido más puntos en la oferta económica y en el baremo final.

3.9.- Sobre el informe de valoración

El informe de valoración de RENOSA, elaborado por INVESTEAM Asesores, fue presentado el 5 de febrero de 2014, es decir antes de la recepción de ofertas vinculantes y antes de que se comunique a los potenciales interesados la Oferta Económica mínima requerida para la empresa.

La valoración de la compañía se realiza a partir de dos métodos: el descuento de flujos de caja y el método de comparables de empresas cotizadas. El CCP ha defendido en sus dictámenes la conveniencia de utilizar el descuento de flujos de caja como método fundamental de valoración siempre que las condiciones de empresa en funcionamiento lo permitan, con independencia de que dicho método sea completado y/o contrastado con la aplicación de otras técnicas de valoración, como en este caso ha ocurrido a través de los múltiplos de empresas comparables cotizadas.

Para la aplicación del descuento de flujos es importante la explicación y justificación de las hipótesis utilizadas en el informe, y en especial, en la proyección de flujos dentro del horizonte temporal considerado por el valorador. En este caso, el valorador utiliza la Cuenta de Resultados y Balance así como las cifras contenidas en el Plan Operativo Anual (POA) para la empresa,

proporcionadas por SEPI. A partir de tales datos, el valorador realiza sus propias estimaciones para el resto de los años proyectados (5 años) acerca de las principales partidas de la cuenta de resultados, necesidades de capital circulante y tasa de descuento de flujos de caja. A partir de 2018 calcula el valor residual del negocio como una renta perpetua y el resultado de la valoración a través de este método se acompaña de un análisis de sensibilidad del valor de la empresa ante modificaciones en la tasa de descuento.

En general, el valorador ha justificado las hipótesis aplicadas para la estimación del valor de RENOSA mediante este método, si bien hubiera sido deseable una mayor explicación del valor atribuido a la prima de riesgo del mercado en el que opera la empresa, así como al coeficiente Beta, que recoge la volatilidad del valor de RENOSA.

Respecto a la valoración de la empresa por el método de empresas comparables, se toman 9 empresas del sector cuyos múltiplos de capitalización bursátil sobre ventas y EBITDA se ponderan al 50%. El valorador señala que *“debido a las características específicas de las empresas cotizadas (mucho mayor tamaño, transparencia, liquidez de las acciones, etc.) es habitual aplicar un descuento significativo en el valor que en este caso hemos considerado debe ser del 40%”*. En opinión del CCP hubiera sido deseable una mayor explicación de las razones que justifican la aplicación de dicho porcentaje de descuento sobre el valor estimado en base a las empresas comparables.

Una vez estimado el rango de valor de la empresa a partir de los dos métodos utilizados, el valorador señala que dicho valor puede sufrir una reducción como consecuencia de la capacidad de bloqueo de la que disfrutaban los miembros de la UTE ante cualquier posible venta del capital de RENOSA.

4.- CONCLUSIONES DEL CCP

El Consejo Consultivo de Privatizaciones ha analizado la información incluida en el expediente sobre el proceso de privatización de RENOSA. El proceso contaba con una limitación preexistente que se refiere a las restricciones establecidas en el Acuerdo de Colaboración entre miembros de la UTE que tiene la concesión de la Autoridad Portuaria para el servicio de remolque en el Puerto de Ferrol.

Teniendo en cuenta dichas limitaciones, el CCP considera que SEPI ha realizado un esfuerzo para abrir el proceso de venta a la concurrencia y que se han cumplido los principios de transparencia y publicidad.

8 de Abril de 2014

DICTAMEN SOBRE LA PRIVATIZACIÓN DE RESIDENCIAL LANGA S.A.

1.- INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha recibido el expediente sobre la venta de la participación que el Administrador de Infraestructuras Ferroviarias S.A. (en adelante ADIF), entidad pública empresarial dependiente del Ministerio de Fomento, tiene en la empresa Residencial Langa, S.A. (en adelante Residencial Langa), que asciende al 40% del capital social.

Esta empresa se encuentra incluida dentro de las empresas “*susceptibles de desinversión*” en el “*Plan de reestructuración y racionalización del sector público empresarial y fundacional estatal*” aprobado por el Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2012.

El CCP emite su informe sobre el procedimiento y sobre la propuesta concreta de venta con carácter previo a la aprobación, en su caso, de la operación por parte del Consejo de Ministros.

2.- DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

Residencial Langa se constituyó en septiembre de 2000 para el desarrollo de una promoción en Tolosa (Guipúzcoa). Su capital social se reparte entre Adania Grupo Empresarial, S.A (en adelante ADANIA), que posee el 60% de las acciones, y ADIF que es titular del 40% restante.

La promoción desarrollada en Tolosa constaba de 105 viviendas, de las cuales 84 eran viviendas libres y 21 viviendas de protección oficial (VPOs). Las primeras fueron vendidas y las segundas están adscritas al régimen de protección oficial en alquiler desde principios de 2006. En la actualidad la empresa no tiene trabajadores y su única actividad consiste en el arrendamiento de las 21 viviendas protegidas. En ejercicios pasados la empresa ha ido retribuyendo a los accionistas vía dividendos y reducciones de capital.

Inicialmente, la previsión para Residencial Langa era esperar al año 2025 para proceder a la venta de las viviendas protegidas actualmente en alquiler, una vez calificadas como libres, y posteriormente proceder a la disolución y liquidación de la sociedad. Sin embargo, tras el Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2012, en el que figura Residencial Langa, S.A. como una de las empresas susceptibles de desinversión por el Ministerio de Fomento, se decide iniciar el proceso de venta de la misma.

Para ello, entre el 12 de marzo y el 30 de abril de 2014 ADIF publicó en su página web la apertura del proceso de desinversión de la citada sociedad, sin que se obtuviese ninguna muestra de interés por la misma. Hay que tener en cuenta que los Estatutos de Residencial Langa incluyen una restricción a la libre transmisibilidad de las acciones de la compañía a terceros, estableciendo un derecho preferente de adquisición para los actuales accionistas.

Se encarga la realización de un informe de valoración a la sociedad

SEGIPSA, empresa pública dependiente de la Dirección General de Patrimonio del Estado. En el informe de valoración, fechado en enero de 2014, se estima el valor de la empresa mediante dos métodos de cálculo: el valor neto patrimonial ajustado y el descuento de flujos de caja.

Paralelamente, el vendedor mantuvo reuniones con el accionista mayoritario de la compañía encaminadas a facilitar la salida de ADIF de la empresa mediante la venta de sus acciones al otro socio, ADANIA. Como resultado de tales reuniones, el 18 de febrero de 2014 ADANIA presenta una oferta de adquisición del 40% de las acciones de Residencial Langa por un precio de 215.000 euros, pagaderos al contado. Dicha oferta tenía una validez de cuatro meses si bien, posteriormente, fue prorrogada en los mismos términos hasta el 31 de julio de 2014.

Las condiciones de la oferta quedan recogidas en el Borrador de Escritura Pública de Compraventa de Acciones, sobre el cual ADANIA ha mostrado su conformidad mediante carta fechada el 5 de junio de 2014. En dicho borrador se ha incluido una cláusula por la que el vendedor tendrá derecho a participar en el 50% de las plusvalías que se generen en el caso de que, en el plazo de 2 años, el comprador realice una reventa total o parcial de las acciones, así como otra cláusula de indemnidad por la que se excluye al vendedor de cualquier tipo de responsabilidad por vicios ocultos o por daños o perjuicios de cualquier índole que pudieran surgir con fecha posterior a la formalización del contrato.

Con fecha 27 de mayo de 2014 el Consejo Consultivo de Privatizaciones recibe el expediente relativo a la venta de la participación del 40% de ADIF en la sociedad Residencial Langa S.A. para su análisis y la emisión del correspondiente dictamen.

3.- CONSIDERACIONES DEL CCP

3.1.-Sobre las limitaciones pre-existentes para la concurrencia

La venta de Residencial Langa comparte algunas características con otras ventas de empresas que el CCP lleva analizando en los últimos ejercicios.

Así, se trata de empresas mixtas en las que el capital se reparte entre el sector público y el privado y en los que se limita, normalmente en los Estatutos Sociales, la transmisibilidad de las acciones a terceros, otorgando derechos de adquisición preferente a los actuales socios (en este caso ADIF y ADANIA).

Este hecho, en sí mismo, es un desincentivo para que potenciales terceros interesados se presenten en el proceso de venta. Adicionalmente, en esta operación la participación en venta es minoritaria (el 40%), con el agravante de que el otro 60% está en posesión de un único accionista que, además, es el gestor de la empresa. Esta situación provoca que el posible interés de terceros por participar en este proceso disminuya aun más, ya que aun en el caso de resultar adjudicatarios no alcanzarían el control de la empresa.

Por ello, en estos casos las posibilidades de poner en práctica procesos que cuenten con varios candidatos compitiendo se ven muy reducidas. A pesar de estas dificultades, el CCP ha recomendado que se tomen medidas para intentar fomentar la concurrencia, lo cual ha sido el caso de ADIF que durante casi dos meses publicó en su página web la venta sin que se recibiera ninguna muestra de interés. El Consejo valora positivamente este tipo de actuaciones. Asimismo, ha realizado la recomendación, aplicable preferentemente a operaciones de un tamaño superior al caso actual, de que las actuaciones de publicidad comentadas se complementen con una búsqueda activa por parte del asesor del proceso de posibles compradores.

La presente operación ha consistido en un proceso negociado con el otro accionista y único candidato a la compra de la participación de ADIF. Este es el resultado que, dadas las circunstancias de partida, es el más previsible y el que se ha observado, con algunas excepciones, en prácticamente todos los procesos de estas características.

Como consecuencia de estos resultados, el CCP vuelve a insistir en la recomendación de que, en aquellos casos, en que un organismo público participe en sociedades junto a socios privados, se tenga especial cuidado en la introducción en los estatutos de limitaciones a la transmisibilidad de las acciones y que sólo se recurra a este mecanismo cuando se encuentre fuertemente justificado (por ejemplo, a veces se han aducido motivos de protección de tecnología).

3.2.- Sobre los procesos negociados

Cuando finalmente el proceso se reduce a una negociación de las condiciones de la venta con el otro socio, el Consejo ha estimado que se deben intensificar algunas actuaciones tendentes a fortalecer la transparencia y las garantías de la operación para el sector público. Uno de los principales problemas en este tipo de operaciones reside en la carencia de otras referencias de mercado sobre el valor de la empresa en venta.

Entre ellas se encuentran las relativas a la precaución de establecer una cláusula de participación en potenciales plusvalías a favor del vendedor, la exención del vendedor por responsabilidad en contingencias o las relativas a la realización de un informe de valoración externo. Estas y otras medidas se comentarán en los siguientes apartados.

3.3.- Participación en potenciales plusvalías

Debido al problema mencionado de carecer de otras referencias de mercado sobre el valor de la empresa, se ha considerado de especial importancia

que en procesos negociados se tenga la precaución de incluir una cláusula por la que el vendedor participe en las potenciales plusvalías que se puedan generar ante una reventa de las acciones dentro de un plazo determinado.

En esta operación el Consejo transmitió esta recomendación a los gestores de la privatización que pusieron en marcha una negociación con los compradores para incluir esta precaución dentro de las cláusulas del contrato de compraventa. Así, en el borrador de Escritura Pública de Compraventa aceptado por las partes se acuerda que el vendedor *“tendrá derecho al 50% de la totalidad de las plusvalías que se generen en el caso que en el plazo de 2 años desde la fecha de firma del presente Contrato, la compradora transmita, en todo o en parte, las acciones objeto de la presente compraventa”*.

El CCP valora positivamente el esfuerzo del vendedor para incluir este tipo de cláusulas que son especialmente importantes en operaciones con un único candidato.

3.4.- Responsabilidad por contingencias

En estas operaciones en las que se negocia con el otro socio la compraventa de las acciones y en las que, además, dicho socio es el mayoritario en el capital de la empresa y el encargado de la gestión de la misma, la negociación de las potenciales contingencias es un asunto que reviste gran importancia. En estas situaciones se invierte lo que se considera “normal” en compra-ventas de empresas en lo que se refiere a la información de la que disponen comprador y vendedor. Así, cuando el comprador es un “externo” se asume que las asimetrías informativas son favorables al vendedor de la empresa, sobre la que lógicamente tendrá mayor conocimiento que el comprador. No obstante, en operaciones como la actual, la situación se invierte siendo el comprador (que al mismo tiempo es socio mayoritario y gestor) el que tiene una situación más favorable desde el punto de vista informativo o, en el mejor de los casos para el vendedor, ambos están en una situación de igualdad.

Por ello, el Consejo ha recomendado que en este tipo de situaciones se exima al vendedor de cualquier responsabilidad futura por contingencias como así ha ocurrido en la presente operación. Por ello, se valora favorablemente el tratamiento que se da a las potenciales contingencias por vicios ocultos o por daños y perjuicios de cualquier índole que pudiesen surgir, liberando al vendedor de cualquier reclamación con posterioridad a la formalización de la venta.

3.5.- Sobre el borrador del contrato

El CCP ya ha expresado su recomendación, en anteriores operaciones, de que, siguiendo el procedimiento habitual de las privatización desarrolladas hasta la fecha, el contrato de compraventa se firme entre las partes con anterioridad a la emisión del dictamen por parte de este Consejo y, por tanto, con anterioridad a la autorización definitiva de la misma por el Consejo de Ministros. En dicho contrato se incluiría una cláusula que suspendería su entrada en vigor hasta que se logaran todas las autorizaciones administrativas pertinentes.

En esta ocasión, el CCP ha contado con un borrador de contrato y con una carta firmada por parte del comprador en la que manifiesta su conformidad tanto con el texto como con las condiciones contenidas en el citado “Borrador Escritura Pública de Compraventa” de las acciones de Residencial Langa, S.A. El CCP considera que, desde el punto de vista de la transparencia, esta forma es equivalente a la expresada en el párrafo anterior, aunque recomienda que, en la medida de lo posible, se siga la que ha sido práctica habitual en las privatizaciones españolas.

3.6. Sobre el informe de valoración externo

La actual operación cuenta con un informe de valoración realizado con fecha 17 de enero de 2014.

En algunas operaciones el CCP ha recomendado la realización de dos informes de valoración o, en su caso, de un informe de valoración y de una “*fairness opinión*” elaborada por un tercero. Esta recomendación se aplicaría en aquellas operaciones en las que no existen distintas ofertas competidoras, para contar con varias referencias que sirvan de contraste con el precio e incrementar la transparencia de la operación. En este punto habría que añadir que el CCP considera que la valoración, o valoraciones, no tendrían por qué tener un carácter vinculante para la fijación del precio.

Sin embargo, este Consejo también ha tenido en cuenta el tamaño de la operación que se está considerando y que los costes de los informes no supongan un coste desproporcionado en relación al precio a obtener. Por eso, y dada la reducida magnitud de la empresa en consideración, se estima adecuado contar con un informe de valoración incluso aunque no haya más referencias de mercado derivadas de un proceso competitivo.

En relación a la entidad que elabora el informe de valoración, el CCP ha recomendado que sea una entidad “externa” en el sentido de que no tenga otros intereses en la operación, por ejemplo, actuando como asesor del vendedor. En este caso, el informe de valoración ha sido elaborado por la Sociedad Estatal de Gestión Inmobiliaria del Patrimonio, S.A. (SEGIPSA) que es una empresa dependiente de la Dirección General de Patrimonio del Estado. SEGIPSA no está adscrita a Fomento, que sería el Departamento al que pertenece ADIF, aunque no se podría considerar completamente “externa” ya que pertenece a la misma Administración. En todo caso, SEGIPSA, tal y como se deduce del informe, subcontrata la realización de la valoración a otra empresa, Gestión de Valoraciones y Tasaciones S.A. (GESVALT), entidad especializada en tasación.

Por otro lado, al considerarse SEGIPSA un medio propio de la Administración no se recurrió a un concurso para su selección. EL CCP reitera su recomendación de que para la selección de los diferentes asesores que puedan participar en las operaciones de privatización, entre los que se encuentran los

valoradores, se recurra a procesos concurrenciales.

3.7. Sobre el contenido del informe de valoración

El informe de valoración está fechado el 17 de enero de 2014. El valorador señala que ha elaborado su informe partiendo de la información contable suministrada y de la valoración de los activos que son propiedad de la empresa, para lo cual se ha tomado como referencia el informe de tasación de los inmuebles de junio de 2013 elaborado por Tasaciones y Consultoría S.A.

Respecto a los métodos a utilizar en el informe de valoración, el valorador indica que, dado que se trata de una sociedad patrimonial, dedicada actualmente al aprovechamiento que se derivaría de las viviendas protegidas que explota bajo arrendamiento, *“vemos como el método más apropiado el método del Valor Neto Patrimonial Ajustado por Plusvalías Latentes... No obstante, es posible la aplicación del descuento de flujos de caja bajo el escenario de proyección conocido en la actualidad, representado por las rentas a generar por el alquiler de las viviendas y por la venta de las mismas en el momento de su liberación”*.

La opinión del CCP siempre ha sido la de aplicar, en lo posible, como método fundamental de valoración, el descuento de flujos de caja, con independencia de que pueda ser complementado con la aplicación de otras técnicas. En este caso el valorador utiliza ambos métodos con la intención de obtener unas conclusiones que puedan ser comparadas.

El CCP estima que para la realización de los informes de valoración, el valorador debe ser libre para elegir los supuestos e hipótesis que estime más oportunos, pero considera que éstos deberían acompañarse de una adecuada explicación y justificación. En el presente informe se estima que se podría haber profundizado en el esfuerzo realizado en este campo.

3.8.- Sobre el procedimiento de aprobación de la propuesta de venta

El procedimiento habitual para la aprobación de las operaciones de privatización desarrolladas desde la creación del CCP ha sido que el Consejo de Administración del vendedor o, en su defecto, el órgano competente para tales funciones, apruebe la propuesta concreta de venta antes del análisis y dictamen del CCP, quedando supeditada a la posterior “aprobación definitiva” por parte del Consejo de Ministros.

En esta operación, la competencia para autorizar la transmisión de las acciones de Residencial Langa correspondía al Presidente de la entidad pública ADIF, que prestó su conformidad al procedimiento de desinversión en la sociedad con fecha 19 de marzo de 2014, elevando tal propuesta al Ministerio de Fomento para su tramitación. En todo caso, el vendedor ha manifestado a este Consejo su intención de someter también a la aprobación del Consejo de Administración de ADIF esta transmisión de acciones, con posterioridad a que, en su caso, se autorice la misma por el Consejo de Ministros. Para futuras operaciones el CCP recomienda que se utilice el procedimiento que ha sido habitual para la venta de empresas comentado en el párrafo anterior.

4.- CONCLUSIONES DEL CCP

De nuevo el Consejo Consultivo de Privatizaciones se encuentra con una operación con importantes limitaciones preexistentes para el desarrollo de un proceso abierto a la concurrencia. En relación con la selección del valorador, el CCP se remite al punto 3.6. del presente dictamen. Por su parte, teniendo en cuenta las restricciones comentadas, así como el hecho de que el vendedor ha intentado abrir el proceso a la concurrencia de terceros, el Consejo considera que en el proceso y en la propuesta concreta de venta del 40% de Residencial Langa, S.A. se ha realizado un esfuerzo para adaptar la operación a los principios de transparencia, publicidad y concurrencia por los que este Consejo tiene que velar.

16 de junio de 2014

ACTUALIZACIÓN DEL DICTAMEN SOBRE EL DISEÑO DE LA PRIVATIZACIÓN DE AENA AEROPUERTOS S.A.

1.- INTRODUCCIÓN

Con fecha 21 de octubre de 2013 el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) emitió el “*Dictamen sobre el diseño para la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*”¹ en el que se analizaba el diseño de la operación que entonces se le sometió a su consideración.

El presente dictamen es una actualización del anterior por lo que se centrará fundamentalmente en las variaciones introducidas sobre la propuesta previa y, por tanto, se harán continuas referencias al dictamen del CCP fechado en octubre de 2013.

El Consejo de Ministros designó, el 15 de julio de 2011, a la Entidad Pública Empresarial Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea — en adelante, “AENA (EP)” — Agente Gestor del proceso de privatización de AENA Aeropuertos, S.A. — en adelante “AENA Aeropuertos” — indicando, además, que “*ajustará sus actuaciones a lo previsto en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996*”. AENA Aeropuertos es una filial 100% de AENA (EP).

Una de las funciones del Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) es la de informar “*sobre cuantas cuestiones le sean planteadas ... durante el proceso de privatizaciones*”. AENA (EP) ha solicitado una actualización del anterior informe del CPP debido a las variaciones introducidas en el diseño de la operación. Por ello, el CCP ha examinado la documentación remitida por AENA (EP) relativa al diseño

¹ Dictamen disponible en http://www.ccp.es/archivos/oinf_20.pdf

propuesto para la privatización de hasta un 49% del capital de AENA Aeropuertos, S.A. En todo caso, este dictamen se refiere al diseño de la operación propuesta y reviste una naturaleza diferente del dictamen preceptivo del CCP que se realizará después de la designación de los “Accionistas de Referencia” y antes de la OPV, en el caso de que el Gobierno finalmente apruebe la presente propuesta.

2.- ANTECEDENTES Y DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE VENTA

En el dictamen del CCP emitido el 21 de octubre de 2013 ya se recogía un resumen de los antecedentes algunos de los cuales se reproducen a continuación.

2.1.- Dentro del Título II del Real Decreto-Ley 13/2010 de 3 de diciembre, de actuaciones en el ámbito fiscal, laboral y liberalizadoras para fomentar la inversión y la creación de empleo, se incluía el capítulo I “Modernización del sistema aeroportuario”. En este capítulo se contemplaba la constitución de la sociedad mercantil AENA Aeropuertos, con el fin de asumir la gestión de los aeropuertos que hasta su constitución realizaba directamente AENA (EP).

Dicha sociedad mercantil fue creada por el Consejo de Ministros de 25 de febrero de 2011 y tiene atribuida la gestión de la Red Aeroportuaria, permaneciendo la gestión de la navegación aérea en AENA (EP).

2.2.- El 15 de julio de 2011 el Consejo de Ministros acordó designar a AENA (EP) Agente Gestor del proceso de privatización de AENA Aeropuertos y que ajustará sus actuaciones a lo previsto en el Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996.

2.3.- A principios de 2013 AENA (EP) informó al CCP de la preparación de planes para privatizar AENA Aeropuertos. Para ello, AENA (EP) inició la contratación de los diferentes asesores que participarían en el proceso. El 10 de abril de 2013 se ponen en marcha los concursos para la selección de un asesor jurídico y un asesor financiero. El 26 de abril se propone la adjudicación de Pérez-Llorca Abogados, S.L. como asesor jurídico y de Lazard Asesores Financieros, S.A / NMAS1 Corporate Finance, S.A. como asesor financiero en el proceso de privatización de AENA Aeropuertos, S.A.

El proceso de selección de estos asesores fue analizado y valorado en el dictamen del CCP de 21 de octubre de 2013 por lo que no será objeto de comentarios adicionales en el presente dictamen. Para estos puntos el CCP se remite al apartado B) del epígrafe 3 del mencionado dictamen.

2.4.- La operación de privatización de AENA Aeropuertos tiene prevista la venta de hasta un 49% del capital de la sociedad. Este es el principal cambio en relación con el diseño previamente analizado por el CCP en el que se preveía la venta de hasta el 60% del capital.

Esto afecta a la estructura de la operación que seguirá teniendo dos tramos aunque con porcentajes diferentes.

Así, el tramo destinado a formar un núcleo estable de accionistas de referencia tendría un máximo del 21% del capital (frente a un máximo del 30% en la propuesta anteriormente analizada) y el resto hasta un máximo del 49% se destinaría a la OPV.

Al disminuir el porcentaje destinado a los accionistas de referencia se modifica tanto el número de accionistas de este tipo como los porcentajes que podrían adquirir. En concreto se elegirá entre 2 y 4 accionistas de referencia —

frente a los entre 3 y 5 de la versión anterior — y el porcentaje que podría adquirir cada uno se sitúa entre un mínimo del 5% y un máximo del 7% (el máximo en la versión anterior se situaba en el 10%).

2.5.- En lo que se refiere al método para elegir a los Accionistas de Referencia apenas se modifica y consiste en un concurso restringido que constará de dos fases: una primera de determinación de aquellos candidatos que serán invitados a presentar oferta y una segunda que consistirá en la selección de los Accionistas de Referencia entre los candidatos que hayan sido invitados a presentar oferta y la hayan presentado.

Para poder ser admitido a la segunda fase del proceso de selección será necesario cumplir unos requisitos sobre capacidad y solvencia económica y técnica. Una vez acreditados estos requisitos los candidatos podrán conocer información relevante de AENA mediante el acceso al *Data Room* virtual que se pondrá a su disposición.

La decisión de la segunda fase se tomaría teniendo en cuenta cuatro criterios:

- precios máximos ofertados;
- cantidad de acciones solicitada;
- periodo de compromiso de mantenimiento de la inversión; y
- periodo de compromiso de no adquirir más acciones de las asignadas.

Está previsto que el precio de compra de las acciones sea el mismo que se fije para el tramo institucional de la OPV inicial que se comenta en el punto 2.6. La entrada en el capital de estos accionistas estaría condicionada a la admisión a negociación oficial de las acciones de AENA Aeropuertos, S.A en las Bolsas de Valores españolas en un plazo de seis meses.

Una diferencia en relación con el diseño previo es que se ha eliminado la opción que tenían los accionistas de referencia de igualar el precio institucional de la OPV si el precio máximo que incluían en su oferta se quedaba por debajo. En la versión actual, en este caso, quedarían descartados. De esta manera, se intenta incentivar que presenten precios máximos altos desde el principio.

2.6.- A continuación de la selección de los “inversores de referencia” tendría lugar una OPV por el volumen de acciones necesario para que junto con las acciones asignadas a los inversores de referencia se venda hasta un máximo del 49% del capital social de AENA Aeropuertos. Para esta operación se han previsto sendos concursos para seleccionar a los coordinadores globales y a los asesores jurídicos de la OPV.

2.7.- Por tanto, en este dictamen se analizan los nuevos pliegos proporcionados por AENA (EP) tanto para la selección de los accionistas estables como para la selección de los coordinadores globales y a los asesores jurídicos de la OPV.

2.8- Desde la emisión del Dictamen sobre el diseño de la operación de privatización de AENA Aeropuertos de octubre de 2013, el CCP ha mantenido con AENA (EP) diferentes reuniones y ha venido recibiendo diferentes versiones de los borradores de los pliegos antes comentados, lo cual ha posibilitado que el CCP haya ido ofreciendo sus opiniones sobre diferentes aspectos de los mismos. Esto ha permitido que AENA (EP) incorporara sugerencias sobre dichos pliegos con anterioridad a la emisión del presente dictamen, que se basa en la última versión de la que ha dispuesto el CCP que tiene fecha del 17 de junio de 2014.

2.9- El 16 de junio de 2014 el CCP recibió una comunicación de la Secretaría de Estado de Infraestructuras, Transporte y Vivienda del Ministerio de Fomento en la que se informaba que *“tras la aprobación por el Consejo de*

Ministros del pasado viernes 13 de junio, de la entrada del 49% de capital privado en AENA Aeropuertos S.A., se pone en marcha el proceso de privatización” y en la que sometía la operación a “la supervisión y recomendaciones del Consejo [Consultivo de Privatizaciones]”.

3.- CONSIDERACIONES Y RECOMENDACIONES DEL CCP

3.1.- Sobre el alcance y el momento de emitir el presente dictamen.

AENA (EP), actuando como Agente Gestor en el proceso de privatización de AENA Aeropuertos, solicita una actualización del informe que el CCP había emitido sobre el diseño de la operación el 21 de octubre de 2013. Esta actualización del informe se realiza con carácter previo a que el Consejo de Ministros formalice el procedimiento del actual proceso de privatización de AENA Aeropuertos.

Por ello este dictamen se centra en las repercusiones que las modificaciones introducidas en el diseño inicial pueden tener desde el punto de vista de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia, sin reiterar lo dicho en su anterior dictamen. En concreto se centra en los pliegos para la selección de los accionistas de referencia y para la selección de coordinadores globales y asesores legales en la OPV, sin entrar en otros aspectos relativos al diseño de la operación.

Por lo tanto, se trataría de un segundo dictamen intermedio sobre el diseño propuesto para la privatización de AENA Aeropuertos. El dictamen final del CCP tendrá lugar con posterioridad a que el agente gestor haya realizado su “propuesta concreta” de adjudicación y antes de la aprobación definitiva por parte del Consejo de Ministros.

Las únicas operaciones de privatización en las que el informe final del CCP, y la autorización del Consejo de Ministros, se realizan con anterioridad a la adjudicación son aquellas desarrolladas a través de los mercados de valores, como las OPV y ventas en bloque. En estos casos, el informe es previo al inicio de la OPV, pero posterior a que se conozcan los detalles de la operación y a que hayan sido elegidos los diferentes asesores, así como los coordinadores globales de la operación.

Por ello, en la presente operación el dictamen final del CCP se emitiría con posterioridad a la adjudicación de los accionistas de referencia y a la firma de los correspondientes contratos de compraventa sujetos a las condiciones suspensivas que fuesen necesarias pero con anterioridad al inicio del periodo de OPV y siempre antes de que el Consejo de Ministros, en su caso, acuerde la aprobación definitiva.

3.2.- Sobre la modificación de los porcentajes de venta hasta un máximo del 49%.

Este dictamen del CCP, como se ha señalado, se limita a informar sobre si, en su opinión, el diseño de la operación propuesta contenido en los pliegos remitidos por AENA (EP) se adapta a los principios de publicidad, transparencia y concurrencia. Por tanto, no se entra en otras cuestiones relativas al diseño de la operación que podrían revestir gran importancia desde otros puntos de vista.

Por ello, en relación con la decisión de reducir el porcentaje máximo de venta del capital de AENA Aeropuertos al 49%, se trataría de analizar si los mencionados principios se ven afectados.

En principio, el criterio que se podría ver afectado es el de la concurrencia. Es decir, hipotéticamente podría haber inversores que estuvieran dispuestos a invertir en una empresa en la que el Estado tuviera un porcentaje minoritario pero podrían no hacerlo cuando el Estado mantiene la mayoría. Desde este punto de vista, el mencionado cambio de porcentaje puesto a la venta podría tener algún efecto sobre la concurrencia. No obstante, la valoración de este posible efecto es difícil de llevar a cabo. Sin embargo, hay que suponer que el efecto podría ser poco significativo, ya que en el anterior diseño el Estado mantenía al menos el 40% del capital y seguiría siendo, con diferencia, el principal accionista de la compañía, sin desconocer que el Estado tiene en su mano la regulación del sector aeroportuario. Todo ello implica que la influencia del Estado en la empresa hubiese sido también muy alta aun sin necesidad de contar con la mayoría. Desde este punto de vista, el impacto sobre la concurrencia de disminuir el porcentaje máximo de venta desde el 60% al 49% podría ser, en principio, no muy amplio.

En todo caso, la determinación del porcentaje a vender de una empresa es una decisión que corresponde al Agente Gestor de la privatización y, finalmente, al Consejo de Ministros.

3.3.- Sobre la disminución de la cantidad máxima a adquirir por cada accionista de referencia.

El cambio comentado en el punto anterior afecta a la cantidad máxima que podría adquirir cada accionista de referencia, que pasaría a situarse entre un mínimo del 5% y un máximo del 7%, frente a un máximo del 10% en el diseño anterior.

De nuevo este cambio podría afectar al principio de la concurrencia, aunque sus efectos parecen en principio poco significativos. Es decir, podría haber candidatos que, por alguna razón, estuvieran interesados en adquirir un 10% pero no un 7%. Sin embargo, incluso en la anterior versión no tenían garantizado la

adjudicación del 10%, ya que finalmente sería el Agente Gestor el que adjudicaría los porcentajes en función de las ofertas recibidas siempre respetando las bandas ofertadas por cada uno. Por ello, dado este diseño de la selección de los inversores de referencia, el impacto sobre la concurrencia de la disminución de los porcentajes máximos parece que tendría un efecto muy limitado sobre la misma.

Asimismo, se cambia el intervalo para el número de inversores a elegir, que ahora se sitúa entre 2 y 4 frente a los 3 y 5 anteriores. De nuevo este cambio parece que apenas tendría efectos negativos sobre la concurrencia pudiendo, en algún grado, incrementar la competencia entre aquellos que se presenten al ser, en media, más reducido el número de elegidos.

3.4.- Sobre otros aspectos de la selección de accionistas de referencia

Ya se han analizado algunos cambios en la fase para seleccionar a los accionistas de referencia que se referían al porcentaje máximo asignado a este tramo; al porcentaje máximo que cada accionista individual podrá adquirir; y a la horquilla del número de inversores a seleccionar. A continuación se realizan otros comentarios sobre los cambios introducidos en esta fase.

→ En principio las consideraciones realizadas en el apartado C) del epígrafe 3 del informe del CCP de 21 de octubre de 2013 seguirían siendo de aplicación para el actual diseño excepto el sub-apartado 3.13.

En este apartado se analizaba la opción que se les daba a los candidatos a inversores de referencia a igualar el precio que al final resultara de la OPV en el caso de que el precio máximo que hubieran ofertado se quedara por debajo. Así, el Consejo resaltaba dentro del contexto de *“potenciar aquellos mecanismos que tendieran a fomentar la presentación de precios máximos lo más altos posibles”*,

entre otras cosas, por su potencial impacto sobre la OPV que se profundizara “en los efectos de la opción que se otorga a los candidatos para que igualen el precio de la OPV en el caso de que su precio máximo se situara por debajo de aquel”. Asimismo, el CCP apuntaba algunas razones a favor y en contra de eliminar dicha opción.

Así, por un lado, argumentaba que esa opción “podría tener un efecto similar al de ofrecer una segunda ronda para mejorar las ofertas cuyo efecto teórico sería disminuir, en algún grado, la puja inicial. Es decir, si los candidatos conocen que disponen de la opción de aceptar el precio de la OPV cuando el precio máximo que habían ofrecido se ha quedado por debajo de aquel, entonces ello les podría inducir a presentar unas ofertas con un precio máximo de entrada inferior al que hubieran ofertado si no tuvieran esa opción. Por ello, si esto fuese así, el eliminar esta opción para los candidatos podría incentivarles a que presentaran precios máximos superiores desde el principio lo cual, a su vez, podría tener efectos beneficiosos sobre la OPV”.

Pero, por otro lado, también se argumentaba que “habría que tener en cuenta que eliminar esa opción también podría tener otras desventajas. Por ejemplo, si no pudieran igualar el precio de la OPV y quedaran descartados, entonces se incrementarían las probabilidades de que la fase de inversores de referencia quedara desierta o no se cubriera en su totalidad lo cual tendría que ser ponderado con las ventajas antes apuntadas. Asimismo, en el caso de que finalmente el momento en que se fije el precio de la OPV se alejara del momento en que los accionistas estables presentaron sus ofertas aconsejaría permitirles que igualaran la oferta para adaptarse a posibles acontecimientos ocurridos con posterioridad a la presentación de sus ofertas.”

En el actual diseño AENA (EP) ha eliminado finalmente esta opción con el objetivo de “incentivar caps [precios máximos] más altos”. Por ello, el CCP valora

la introducción de esta modificación en el diseño.

→ Por otra parte, en relación a los criterios seleccionados para elegir a los inversores de referencia, en su dictamen previo, el CCP exponía la opinión de que *“sin entrar en la justificación de cada uno de estos cuatro criterios, se destaca que son criterios fácilmente cuantificables y, por tanto, objetivos. Asimismo, las reglas de asignación de puntos en cada uno de esos criterios quedan fijadas en los pliegos por lo que desaparece la discrecionalidad a la hora de asignar puntos en el baremo. Todo ello otorga transparencia al proceso de valoración de las ofertas presentadas.”*

Este comentario sigue siendo válido para los actuales pliegos, ya que, aunque había alguna propuesta para su modificación introduciendo algún criterio más difícilmente objetivable, finalmente los criterios no se han modificado.

→ El CCP también valora el mantenimiento de la ponderación del criterio del precio máximo que, por tanto, sigue siendo el de más importancia en este proceso de selección.

3.5.- Sobre los pliegos para la selección de Coordinadores Globales y asesores legales de la OPV

A continuación se comentan algunos de los cambios introducidos en ambos pliegos.

→ El primero de estos cambios se refiere a la modificación, en ambos pliegos, de la ponderación del criterio del *“equipo de trabajo propuesto y su dedicación” para incrementar su importancia*. Este cambio, en opinión del CCP, no afectaría a los principios por los que tiene que velar si, como se ha hecho, se

produce la modificación con anterioridad al inicio del proceso.

→ Otro cambio se refiere al criterio económico de los pliegos de los Coordinadores Globales. En este caso se mantiene la ponderación conjunta del criterio, pero se modifica el sistema para asignar los puntos. En la versión previa se definían diferentes sub-criterios, cada uno con su ponderación correspondiente. En la versión actual, y siguiendo a AENA (EP) *“con la finalidad de evitar la utilización de fórmulas de ponderación que puedan dar resultados que no sean necesariamente los más beneficiosos para la compañía, ahora se opta por un criterio de ponderación conjunta de la oferta económica, tomando en consideración el coste total que supondría cada una de las estructuras de honorarios planteadas”*. El CCP en principio no ha entrado en las ventajas e inconvenientes de cada uno de estos esquemas pero sí solicitó al Agente Gestor, petición a la que accedió, a que se incluyese una mayor concreción y explicación de cómo se van a valorar y puntuar las ofertas económicas.

→ Otra modificación responde a una recomendación introducida en el Dictamen previo del CCP en el que se incluía que se estudiaran los posibles conflictos de interés que pudieran surgir por las potenciales relaciones entre los coordinadores globales de la OPV y los accionistas de referencia.

De este modo, en los actuales pliegos se consideran estos conflictos de interés y se declara incompatible la función de Coordinador Global con prestar servicios de asesoramiento o financiación a los inversores de referencia, así como el hecho de participar directa o indirectamente en su capital con un porcentaje superior al 3% o ser candidato a convertirse en inversor de referencia.

3.6.- Sobre el nombramiento del Agente Gestor en esta operación

Como se comentó en el dictamen de 21 de octubre de 2013, desde la

creación del CCP uno de los principios que se ha perseguido en los procesos de privatización es el de la separación entre Agente Gestor del proceso de privatización y la propia gestión de la empresa a privatizar. Por ello, en 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, se mencionan explícitamente cuales serían los Agentes Gestores, diferentes de las empresas a privatizar, que se encargarían del diseño y ejecución de las operaciones de privatización.

No obstante, entre dichos Agentes Gestores, que suelen ser los titulares de las acciones de las empresas a privatizar, no se encontraba AENA (EP) ya que, entre otras razones, en aquel momento ni siquiera existía AENA Aeropuertos. De este modo, el 15 de julio de 2011 el Consejo de Ministros aprobó un acuerdo en el que se nombra a AENA (EP) como Agente Gestor del proceso de privatización de AENA Aeropuertos. En concreto en dicho acuerdo se incluye que *“al no encontrarnos ante ninguno de los Agentes Gestores del proceso de privatización mencionado en el apartado séptimo del mencionado Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, por el que se establecieron las Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial, se designa a la entidad pública empresarial Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea Agente gestor de la privatización [de AENA Aeropuertos, S.A.] que se ajustará en el desarrollo de la operación a los procedimientos previstos en el citado Acuerdo”*.

3.7.- Sobre la colaboración de AENA (EP) con el CCP.

Al igual que ocurrió con anterioridad a la emisión del dictamen de 21 de octubre de 2013 sobre esta misma operación, la colaboración entre AENA (EP) y el CCP ha resultado muy provechosa desde ambos puntos de vista.

Así, a través de los contactos previos mantenidos el CCP ha ido manifestando sus opiniones a AENA (EP) que se ha mostrado muy receptiva introduciendo numerosas e importantes modificaciones en la redacción de los pliegos. Ello ha comportado que no haya habido necesidad de tratar dichos puntos

en este dictamen. Asimismo, esos contactos previos han permitido al CCP acelerar la emisión de este dictamen. Por ello, el CCP reitera su opinión de que esta manera de actuar ha resultado de gran valor y ha facilitado la tarea del Consejo a la hora de cumplir sus funciones.

4.-CONCLUSIONES

La Entidad Pública Empresarial Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea — AENA (EP) — en su calidad de Agente Gestor del proceso de privatización de AENA Aeropuertos, S.A. ha solicitado al Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) la actualización de su “*Dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*” emitido el 21 de octubre de 2013.

En el apartado 2 de este informe se ha procedido a realizar una descripción de este proceso y de las principales modificaciones introducidas en relación con la propuesta anterior y en el apartado 3 se han recogido las consideraciones del CCP centradas en dichas modificaciones.

Basándose en dichas consideraciones, el CCP reitera las conclusiones de su anterior dictamen y estima que, tanto las fases ejecutadas hasta la fecha de emisión de este informe como el diseño de la operación contenido en los pliegos analizados para la venta de hasta un 49% del capital de AENA Aeropuertos, S.A. a través de la selección de inversores de referencia y la colocación a través de una Oferta Pública de Venta, se adaptan a los principios de publicidad, transparencia y concurrencia por los que tiene que velar este Consejo.

26 de junio de 2014

DICTAMEN SOBRE LA PRIVATIZACIÓN DE CENTRO DE ASESORAMIENTO Y BÚSQUEDA DE EMPLEO, S.L. (CABE, S.L.)

1.- INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha analizado el Expediente de la propuesta de privatización de la participación del 49% del capital que Hulleras del Norte S.A. (en adelante HUNOSA) posee en la compañía Centro de Asesoramiento y Búsqueda de Empleo, S.L. (en adelante CABE). HUNOSA, por su parte, es propiedad de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) en su totalidad.

El CCP emite su informe sobre el procedimiento y la propuesta concreta de venta elaborada por el Agente Gestor, SEPI, con carácter previo a la aprobación definitiva de la operación por los órganos competentes.

2.- DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

CABE se constituyó en septiembre de 1998, en el marco del Plan de empresa de HUNOSA 1998-2001, y está participada en un 49% del capital social por HUNOSA (Grupo SEPI), mientras que el 51% restante es propiedad de GF Consultores, S.L. Su objeto social es la formación profesional básica y continua a

todos los niveles, el reciclaje profesional y el asesoramiento a empresas.

Los estatutos de la sociedad incluyen, en su artículo 8, un derecho de adquisición preferente para los socios que, en caso de venta a un tercero, tendrán derecho a adquirir las acciones en las mismas condiciones que las ofertadas.

El contrato de servicios que la empresa había suscrito con HUNOSA venció en diciembre de 2012, por lo que actualmente CABE no desarrolla actividad alguna, procediéndose entonces al despido e indemnización de la plantilla así como a la devolución del local a HUNOSA, junto con el mobiliario y material de oficina.

El 17 de diciembre de 2013, SEPI planteó al CCP una consulta por escrito acerca de la posibilidad de realizar una “venta directa negociada” de la participación de HUNOSA en CABE al otro socio privado.

El 5 de marzo de 2014, GF Consultores presentó por escrito una oferta de adquisición por el 49% del capital social de CABE por un importe de 12.324 euros, esto es, el valor teórico contable de las acciones a 31 de diciembre de 2012.

Por su parte, el 8 de abril de 2014, la Dirección de Área de Planificación y Control de SEPI realiza una estimación del valor de la participación de HUNOSA en CABE basada en el patrimonio neto de la sociedad, señalando que *“en las actuales condiciones, no tiene sentido la utilización de métodos de valoración de la empresa que deriven de su continuidad, por lo que consideramos más apropiado la utilización del valor de liquidación de la misma”*.

El borrador del contrato de compraventa establece, junto al precio de las acciones, que *“el posible beneficio que pueda obtener la propia CABE o GF Consultores al aplicar la base imponible negativa del ejercicio 2012 de CABE, debe ser reembolsada a HUNOSA en la cuantía resultante de aplicar el porcentaje de participación que ésta poseía antes de la venta (esto es el 49%) sobre los*

beneficios implícitos obtenidos por GF Consultores...”

El Comité de Dirección de SEPI, en su reunión celebrada el 10 de abril de 2014, autorizó la venta de la participación de HUNOSA en los términos descritos, quedando condicionada su ejecución a la aprobación por el Consejo de Administración de la propia HUNOSA, que lo aprueba en su reunión del 29 de mayo de 2014, y a su elevación al Consejo de Administración de SEPI, previo dictamen del CCP.

3.- CONSIDERACIONES DEL CCP

3.1.- Sobre el procedimiento de aprobación de la operación

En las privatizaciones realizadas desde la creación del Consejo Consultivo de Privatizaciones se ha seguido, con carácter general, el procedimiento establecido en 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.

De manera resumida, dicho acuerdo establecía que los Ministros correspondientes *“someterán, si así lo consideran procedente, la propuesta del Agente Gestor junto con el informe del Consejo Consultivo de Privatizaciones a la Comisión Delegada para Asuntos Económicos, para su posterior aprobación definitiva por parte del Consejo de Ministros”*.

En relación con el proceso actual, SEPI considera que no requiere autorización del Consejo de Ministros y que bastaría la aprobación final de su Consejo de Administración, dado que no se cumplen dos de los requerimientos señalados en el artículo 12.5 de la Ley 5/1996 de creación de determinadas

entidades de derecho público: a) la operación no supera los 6 millones de euros; y b) no supone la pérdida de la participación mayoritaria de SEPI en la sociedad.

El CCP no ejerce un control de legalidad de las operaciones de privatización, sino que analiza el cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia por los que, de conformidad con el referido Acuerdo del Consejo de Ministros, tiene que velar. En todo caso, el Consejo recomienda que en los procesos de privatización se siga el procedimiento establecido en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 ya citado. De hecho, hasta la fecha, las operaciones de privatización en las que SEPI ha actuado como Agente Gestor, y que han sido dictaminadas por este Consejo, se han acomodado al citado procedimiento, con independencia del importe económico y del porcentaje del capital en venta.

Tales consideraciones han sido repetidas por el CCP en sus dictámenes sobre la venta de determinadas participaciones de empresas dependientes de otros Departamentos Ministeriales que, en principio, no se encontraban dentro del Acuerdo del Consejo de Ministros de 1996, con el resultado de que se han ido adaptando y aplicando dicho procedimiento.

Por todo ello, el CCP recomienda a SEPI que, en sucesivas operaciones, y con independencia de la cuantía económica de las mismas o del porcentaje del capital objeto de la venta, sea el Consejo de Ministros el que otorgue la aprobación definitiva de la operación, lo que garantizaría la congruencia con el procedimiento general aplicado en las privatizaciones desarrolladas desde la creación de este Consejo.

3.2.-Sobre las limitaciones a la concurrencia

El CCP ha defendido que, en aquellos casos en los que exista alguna limitación a la concurrencia, se realicen esfuerzos especiales tendentes a fomentar la concurrencia aun en el caso de que el resultado previsible sea la no

presentación de ningún otro candidato.

No obstante, en la operación de CABA se acumulan una serie de razones que, cada una en sí misma, supondría una importante restricción de la concurrencia.

Así, por un lado, los estatutos de CABA establecen que será libre la transmisión de acciones entre socios de la compañía y que, además, existe un derecho de adquisición preferente de los socios en caso de venta a un tercero. Por si misma, la existencia de tales derechos supone una importante restricción a la posibilidad de desarrollar un proceso de venta concurrente, ya que desincentiva la participación de terceros. Aún así, cuando sólo nos enfrentamos a este tipo de restricción, la recomendación del CCP ha sido la de realizar un esfuerzo para intentar fomentar la competencia, aun siendo conscientes de que tales posibilidades eran reducidas.

No obstante, en el caso de CABA, a la anterior razón habría que añadir dos limitaciones adicionales.

La primera se refiere a que no sólo la participación que se vende es minoritaria, sino que el otro socio posee el 51% del capital, por lo que las oportunidades de controlar la gestión por un potencial tercero serían nulas. Esto haría más improbable el que pueda revestir interés para un potencial comprador distinto del actual socio.

La segunda limitación se refiere a la propia situación de CABA, que en diciembre de 2012 finalizó el contrato que tenía suscrito con HUNOSA y que, según informa SEPI, "*actualmente CABA, S.L. no dispone de plantilla, ni local, ni realiza actividad alguna*". Es decir, se trata de una empresa sin actividad, por lo que el posible interés para terceros diferentes al socio actual se limitaría aun más.

Por todo ello, dada la acumulación de las circunstancias descritas, y no sólo

la aparición de una de ellas, el CCP entiende que existen motivos que permitirían considerar justificado el proceso de venta negociada con el socio privado de la compañía.

3.3. Sobre la elaboración de un informe de valoración interno

En esta ocasión, dada la escasa entidad de la compañía y su falta de actividad, la realización de un informe de valoración externo se ha sustituido por un informe de valoración interno realizado por la Dirección de Área I de Planificación y Control de SEPI.

En relación con los informes de valoración externos de las empresas en venta, el CCP ha considerado que su realización es una medida que contribuye al incremento de la transparencia de la operación y, por ello, es una recomendación que el Consejo ha realizado para cualquier operación de privatización que, además, adquiere mayor importancia cuando no se ha contado con ofertas competidoras.

Asimismo, y aunque se ha considerado, con carácter general, que el tamaño de la empresa no debería ser un argumento para eximir a los procesos de privatización del cumplimiento, total o parcial, de los principios por los que este Consejo tiene que velar, en relación con la elaboración de los informes de valoración el CCP también ha señalado que *“esta recomendación podría ser adaptada en aquellas operaciones de ínfima cuantía económica en las que el coste de realizar una valoración externa suponga un porcentaje significativo del importe que se espere obtener con la venta”*.

Por ello, en situaciones precedentes asimilables en tamaño a la operación de CABE, señaló en su dictamen que *“podría estar justificado el no recurrir a un valorador externo. Como alternativa, y conociendo las limitaciones existentes, el CCP recomienda que, en la medida de lo posible, los servicios internos del propio vendedor realicen una estimación de la valoración de la empresa”*.

Esta ha sido la opción finalmente adoptada por el Agente Gestor que, dada la ausencia de actividad de la empresa, ha realizado una estimación del valor de liquidación de la sociedad dado que *“no tiene sentido la utilización de métodos de valoración de la empresa que deriven de su continuidad”*.

3.4. Sobre el borrador del contrato de compraventa

El CCP ya ha expresado su preferencia, en anteriores operaciones, por que el contrato de compraventa este firmado por las partes con anterioridad a la emisión del dictamen por este Consejo y, por tanto, a la autorización definitiva de la operación. Dichos contratos, incluirían una cláusula que suspendería su entrada en vigor hasta que se logaran todas las autorizaciones administrativas pertinentes.

En aquellos casos en los que el contrato de compraventa no se había formalizado por las partes antes de la emisión del dictamen por este Consejo, se ha contado para su análisis con un borrador del citado contrato y con una carta firmada por parte del comprador en la que manifiesta su “conformidad” con las condiciones contenidas en el borrador. Este ha sido el caso de la operación de CABE. En opinión del CCP, esta forma es equivalente a la expresada en el párrafo anterior, pese a su preferencia porque se siga lo que ha sido práctica habitual en las privatizaciones españolas y los contratos se perfeccionen antes de su análisis y dictamen por este Consejo.

3.5. Sobre futuras plusvalías derivadas de una reventa y de las bases imponibles negativas

El CCP ha recomendado para este tipo de operaciones, en las que no se cuenta con ofertas competidoras de mercado, la inclusión de una cláusula en el contrato de compraventa por la que el vendedor participe en futuras plusvalías que se puedan derivar de una hipotética reventa. Sin embargo, se considera que esta recomendación no sería aplicable a la presente operación, ya que se trata de una

empresa sin actividad, sin trabajadores y que no cuenta con ingresos. Por tanto, no parece razonable exigir al comprador participar en plusvalías que se deriven de la puesta en marcha de la actividad que pueda desarrollar en el futuro.

Por otra parte, CABE cuenta con una Base Imponible negativa del ejercicio 2012 que, en el caso de que se pudiese aplicar, el vendedor podría generar algún beneficio que tuviera su origen cuando HUNOSA todavía era accionista de la empresa. Por ello, se valora positivamente la inclusión de una cláusula por la que se deberá reembolsar al vendedor, en el porcentaje del 49% que corresponde a su participación en el capital en el año 2012, el posible beneficio que se pueda obtener como consecuencia de aplicar la Base Imponible negativa de dicho ejercicio 2012.

4.- CONCLUSIONES DEL CCP

El Consejo Consultivo de Privatizaciones ha analizado la información incluida en el expediente sobre el proceso de venta de la participación del 49% que HUNOSA (Grupo SEPI) posee de CABA.

Se trata de una operación referida a una empresa que ha cesado su actividad y que no cuenta ni con trabajadores ni con ingresos y en la que el socio privado posee la mayoría en el capital y la gestión, además de derechos de adquisición preferente. El CCP considera que existen notables limitaciones para que en una transacción de estas características se puedan aplicar adecuadamente los principios por los que este Consejo tiene que velar. Dentro de este contexto, el CCP considera que se ha realizado un esfuerzo para aproximar el proceso y la propuesta concreta de venta de CABA a dichos principios.

10 de Julio de 2014

DICTAMEN SOBRE LA PRIVATIZACIÓN DE MOLYPHARMA S.A.

I. INTRODUCCIÓN

La Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) ha remitido al Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) la propuesta documentada de privatización del 51% del capital MOLYPHARMA S.A. propiedad de ENUSA Industrias Avanzadas S.A. (en adelante ENUSA). A su vez, ENUSA está integrada en el Grupo SEPI, que posee el 60% de su capital, mientras que el 40% restante corresponde al Centro de Investigaciones Energéticas, Medioambientales y Tecnológicas (CIEMAT).

El resto del capital de MOLYPHARMA pertenece a IBA Molecular Spain, S.A. (en adelante IBA), que posee el 24,5%, y Corporación Masaveu, S.A. titular del 24,5% restante.

La operación comprende la venta del 75,5% de la compañía, ya que junto con la participación de ENUSA, el otro socio privado de la compañía, Corporación Masaveu, también vende su participación del 24,5% en el capital de MOLYPHARMA a IBA en las mismas condiciones que lo hace ENUSA.

El CCP emite su informe sobre el procedimiento de venta y la propuesta concreta de venta elaborada por el Agente Gestor, SEPI, con carácter previo a la autorización definitiva que, en su caso, otorgue el Consejo de Ministros.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

MOLYPHARMA se constituyó en mayo de 1998 siendo su objeto social la producción, fabricación, envasado, distribución, venta y comercialización de isótopos, productos radioactivos, equipos de diagnóstico médico y otros productos complementarios así como la prestación de servicios necesarios para su uso. Incluye tanto radio-fármacos en monodosis como radio-fármacos PET. La empresa pública ENUSA es su accionista mayoritario con el 51% del capital.

Los Estatutos de MOLYPHARMA incluyen restricciones estatutarias a la libre transmisión de las acciones, en forma de atribución de un derecho preferente de adquisición a los restantes socios de la sociedad.

La actividad de MOLYPHARMA se rige por el Acuerdo de Colaboración firmado con su socio IBA Molecular para el desarrollo del mercado de radiofármacos en España, en virtud del cual se creó una estructura organizativa y de dirección común. Los principios generales de dicha colaboración incluyen la toma de decisiones de mutuo acuerdo, la igualdad en la distribución de los resultados netos por ambas sociedades y la creación de una estructura organizativa y de dirección común. Según informa SEPI, los ingresos de MOLYPHARMA se derivan el 100% de este Acuerdo de Colaboración.

En el año 2009, se planteó la materialización de la *joint venture* entre MOLYPHARMA e IBA mediante la integración jurídica de los negocios de radiofármacos que ambas desarrollaban de forma conjunta. La operación se instrumentaría a través de la constitución de una nueva sociedad al 50% entre ambas empresas, a la cual transferirían sus ramas de actividad del citado negocio. Con fecha 5 de junio de 2009, el CCP emitió su dictamen sobre la operación planteada. Finalmente, la operación no se materializó.

El Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2012, por el que se

aprueba el Plan de Reestructuración y Racionalización del Sector Público Empresarial y fundacional estatal, incluye a MOLYPHARMA como una sociedad susceptible de desinversión.

Con anterioridad al envío del expediente, el CCP ha atendido a dos consultas intermedias de SEPI realizadas el 1 de julio de 2013 y el 20 de mayo de 2014.

En septiembre de 2013 se inicia el proceso para la selección de la entidad valoradora de MOLYPHARMA mediante la remisión a nueve entidades de las cartas de invitación al proceso, a las que se adjunta el Documento de Condiciones para la contratación de los servicios de valoración económica de la empresa. Dentro del plazo previsto para la recepción de las propuestas de valorador, se reciben tres ofertas de colaboración.

Paralelamente se iniciaron las negociaciones con IBA que derivan en la firma de la carta de intenciones para la compraventa del 75,5% de MOLYPHARMA entre IBA como comprador y ENUSA y Corporación Masaveu como vendedores, que tiene lugar el 20 de septiembre de 2013.

El 24 de ese mismo mes la mesa de contratación aprueba la adjudicación del servicio de valorador de la operación a PKF ATTEST, firmándose el contrato de prestación de servicios el 8 de octubre de 2013. En noviembre de 2013, se presenta el informe de valoración de MOLYPHARMA.

Por su parte, el proceso de negociaciones con IBA deriva en el acuerdo sobre el Contrato para la Desinversión en MOLYPHARMA de 28 de febrero de 2014. Tras su análisis por SEPI, se realizaron algunas observaciones que fueron incorporadas al Contrato.

La operación se articula a través de dos negocios jurídicos distintos, aunque complementarios:

- a) Una compraventa parcial de acciones entre los accionistas salientes (ENUSA y MASAVEU) e IBA.
- b) Una reducción de capital, mediante la adquisición por MOLYPHARMA de las acciones restantes de los accionistas salientes para su posterior amortización.

Las condiciones finales de la oferta se fijan en la carta del comprador fechada el 16 de mayo de 2014. El precio total acordado supone valorar en 8.650.000 € el 100% de MOLYPHARMA, por lo que ENUSA recibiría una cantidad de 4.411.668,87 por sus acciones, que se desglosaría de la siguiente manera (véase tabla):

1. Por la venta de las acciones representativas del 1,95% del capital de MOLYPHARMA, 168.883,30 euros en efectivo que se abonarán a la fecha de cierre de la operación.
2. Por la adquisición por parte de MOLYPHARMA de las acciones de ENUSA para su amortización, 4.242.785,57 euros, que se abonarán, en una parte a través de cesión por MOLYPHARMA de créditos comerciales a favor de ENUSA (1.941.660,57 €), y el resto mediante cuatro pagos en efectivo, el primero de ellos (338.134,54 €) en la fecha de cierre del proceso, y los otros tres aplazados a uno (586.331,57 €), dos (586.331,57 €) y tres (790.327,32€) años desde la fecha de cierre de la operación. Tanto los tres pagos aplazados como las cesiones de crédito quedan garantizadas mediante aval bancario.

Tabla: Pagos a ENUSA de la operación de desinversión de MOLYPHARMA

	Euros	Observaciones
1. POR VENTA DE ACCIONES	168.883,30	Pago fecha de cierre
2. POR REDUCCIÓN DE CAPITAL/AMORTIZACIÓN	4.242.785,57	
PRIMER PAGO	2.279.795,11	
Efectivo	338.134,54	Pago fecha de cierre
Cesión Créditos CAD BAR de MOLYPHARMA	979.755,56	Garantía aval bancario
Cesión Créditos COMERCIALES de MOLYPHARMA	961.905,01	Garantía aval bancario
TRES PAGOS EN EFECTIVO APLAZADOS	1.962.990,46	
1 Año desde fecha cierre	586.331,57	Garantía aval bancario
2 Años desde fecha cierre	586.331,57	Garantía aval bancario
3 Años desde fecha cierre	790.327,32	Garantía aval bancario
PRECIO	4.411.668,87	

Nota: El coste de los avales será por cuenta de IBA. Fecha de cierre es la elevación a público del contrato de desinversión

El Consejo de Administración de ENUSA aprobó la operación en su reunión del 23 de junio de 2014, y el Consejo de Administración de SEPI lo hizo el 27 de ese mismo mes, procediéndose el 9 de julio de 2014 a la firma del contrato de compraventa por las partes. El contrato incluye como condición suspensiva para el perfeccionamiento de la operación la aprobación definitiva del Consejo de Ministros, previo dictamen del CCP, y la autorización, expresa o tácita, de las autoridades de defensa de la competencia.

El 16 de julio de 2014, el CCP ha recibido la propuesta documentada de desinversión de MOLYPHARMA para su análisis y la emisión del correspondiente dictamen.

III. CONSIDERACIONES

A) Sobre las limitaciones preexistentes y el principio de concurrencia

La venta de la participación de ENUSA en MOLYPHARMA se ha desarrollado mediante un proceso de negociación directa con uno de los socios privados de la compañía, IBA Molecular, propietario del 24,5% del capital y que mostró su interés en hacerse con el 100% de la compañía.

Los Estatutos de MOLYPHARMA reconocen, en su artículo 8º, un derecho de adquisición preferente de los accionistas en caso de transmisiones de acciones a terceros. La presencia de este tipo de restricciones estatutarias supone, en sí misma, una limitación de partida para el desarrollo de un proceso de venta concurrente. No obstante, el CCP ha considerado que esta limitación por sí sola no justificaría, con carácter general, el recurso a un proceso de negociación directa con uno de los socios y, por el contrario, ha estimado que se debería procurar realizar un esfuerzo especial para incentivar la participación de terceros en el proceso de venta.

Sin embargo, en el caso de MOLYPHARMA concurren circunstancias adicionales que contribuyen a dificultar en alto grado el desarrollo de un posible proceso concurrencial.

Así, por un lado, el Acuerdo de Colaboración vigente firmado entre MOLYPHARMA e IBA para el desarrollo conjunto del mercado de radiofármacos en España determinante del 100% de los ingresos de MOLYPHARMA. La venta de las acciones de MOLYPHARMA a un tercero distinto de IBA sin el acuerdo de esta implicaría la ruptura de dicho Acuerdo y, por tanto, generaría una fuerte incertidumbre sobre la continuidad de la propia empresa.

Asimismo, de ese Acuerdo de Colaboración se desprende la gestión conjunta del negocio durante años, lo que ha derivado en una estructura organizativa y dirección común entre ambas compañías que se extiende a más de una veintena de instalaciones. La división y segregación de dichas estructuras generaría grandes dificultades prácticas y podría llevar un dilatado periodo de tiempo, al que sería necesario recurrir para proceder la venta a otro comprador.

Finalmente, IBA es el socio tecnológico de MOLYPHARMA y la apertura de un proceso competitivo para la venta de la empresa exigiría desvelar información confidencial del propio negocio en el contexto del proceso de *Data Room* en la *Due Dilligence*, a lo que IBA lógicamente plantearía grandes inconvenientes.

Considerando todos estos factores en su conjunto, el CCP entiende que en esta operación existen motivos que permitirían considerar justificado el proceso de venta negociada con el socio IBA. De hecho, similares consideraciones fueron realizadas en el dictamen emitido el 5 de junio de 2009 sobre la integración jurídica del negocio de MOLYPHARMA e IBA Molecular Spain, operación que como se ha comentado finalmente no llegó a ejecutarse.

La operación de MOLYPHARMA cuenta también con la particularidad de que los socios que venden son dos, ya que junto a ENUSA el otro socio privado, Corporación Masaveu, S.A., también procede a la venta de su participación de un 24,5% en las mismas condiciones.

B) Sobre el acuerdo de compraventa y la forma de pago

El CCP ha tenido acceso, para su análisis, al contrato firmado para la desinversión en MOLYPHARMA. Dicho contrato incluye, como condición suspensiva para su entrada en vigor, la obtención de la autorización del Consejo de Ministros, previo dictamen del Consejo Consultivo de Privatizaciones, así como la autorización expresa o tácita de la operación por parte de las autoridades de

defensa de la competencia. Si cumplidas las condiciones suspensivas alguna de las partes no compareciera en el acto de elevación a público del contrato, deberá abonar la cantidad de 100.000 euros en concepto de cláusula penal.

Por su parte, el contrato establece los términos y condiciones de la operación por la cual IBA adquirirá la titularidad de la totalidad del capital de MOLYPHARMA mediante la adquisición de la participación tanto de ENUSA como de Corporación MASAVEU, aunque este dictamen se centra, únicamente, en los términos y condiciones que afectan a la operación de desinversión de las acciones de ENUSA en MOLYPHARMA.

Como se ha comentado en el apartado 2, por la venta del 51% de MOLYPHARMA ENUSA percibiría una contraprestación de 4.411.668,87 euros. De esta participación, una parte la adquirirá directamente el comprador, IBA, y el resto la propia MOLYPHARMA en el marco de una reducción de capital. Esta última realizará una parte del pago en la fecha del cierre de la operación y el resto en tres pagos aplazados (ver apartado 2 de este informe para el detalle). Asimismo, la mayor parte de la cantidad que le corresponde pagar a MOLYPHARMA en el momento de elevación a público del contrato se articulará a través de la cesión de varios créditos a ENUSA. Todas las obligaciones de pago, incluyendo los créditos, quedarían garantizadas mediante aval bancario a primera demanda.

Asimismo, los accionistas salientes (ENUSA y Corporación MASAVEU) se comprometen durante el plazo de 3 años a no participar en sociedades no cotizadas que actúen en el negocio de radiofármacos en España, Portugal o Francia, ni mantener participaciones superiores o iguales al 5% en el caso de sociedades cotizadas.

Existen pocos precedentes de operaciones de privatización en las que se haya previsto el pago del precio en diferentes plazos. Cuando ha ocurrido este hecho, el CCP, al margen de constatar que esta práctica ha sido poco frecuente en

las privatizaciones españolas desde su creación, ha destacado que el mismo podía dar lugar a algunos inconvenientes adicionales al de la existencia de potenciales riesgos de impago.

Por ello, el CCP ha recomendado que, en la medida de lo posible, el importe de las operaciones de venta de empresas se desembolse al contado y que, en aquellos casos en que las circunstancias requieran recurrir al pago aplazado, se realice un desembolso representativo del precio total en el momento inicial y que se soliciten garantías o avales para el resto.

En el caso de MOLYPHARMA los pagos quedan garantizados mediante aval bancario a primer requerimiento, pero el pago recibido en efectivo a la fecha del cierre parece muy limitado (así, los 168.883,30€ que pagaría IBA por las acciones que adquiere directamente más los 338.134,54 € que pagaría en efectivo MOLYPHARMA en el primer plazo ascenderían sólo a un 11,5% del total a recibir por ENUSA). Entendiendo que la forma final de pago entra dentro de una negociación que abarca otros aspectos, el CCP insiste en su recomendación de que, en aquellos casos en los que se recurra a pagos aplazados, el pago al contado represente una parte significativa del importe total.

Por otra parte, en relación a la utilización como medio de pago dentro de la reducción de capital de cesiones de créditos de terceros a favor de la propia empresa en venta, no se han encontrado precedentes en las operaciones dictaminadas por el CCP, considerándose que esta forma de pago puede introducir incertidumbres sobre el importe a recibir y sobre sus plazos, además de generar otro tipo de complicaciones. Por tanto, el Consejo considera que la aceptación como parte del pago de cesiones de créditos podría disminuir la transparencia sobre los términos de la operación y, en consecuencia, desaconsejaría su uso para futuras operaciones (considerando además que la reducción de capital, y la devolución de las aportaciones en forma de créditos podría teóricamente acometerse por el propio comprador con posterioridad a la compra de las acciones en venta, una vez que fuera el propietario del 100% del capital).

C) Sobre las cláusulas por contingencias y responsabilidades del vendedor

En el contrato de desinversión de MOLYPHARMA se acuerda que las posibles responsabilidades del vendedor por daños indemnizables queden limitadas a 24 meses desde la fecha de cierre de la operación con carácter general, mientras que aquellas que tengan su origen en obligaciones de naturaleza fiscal, laboral, medioambiental, de Seguridad Social y otras obligaciones administrativas prescribirán en el momento en que lo hagan también las correspondientes infracciones o el derecho a su reclamación.

Tales responsabilidades tendrán un carácter mancomunado entre los accionistas salientes de la sociedad, que responderán del daño indemnizable en el porcentaje equivalente de su participación en el capital de MOLYPHARMA antes de la venta. En cualquier caso, los vendedores no tendrán obligación de indemnizar por ningún daño salvo que exceda de los 10.000 euros y la cuantía máxima de la responsabilidad queda limitada al importe correspondiente a la cantidad de un 100% del montante efectivamente recibido hasta el momento en que la indemnización deba ser satisfecha, y en todo caso hasta un límite máximo del 50% del precio total.

La recomendación del CCP sobre las contingencias en estos casos en los que el vendedor ostentaba la mayoría es que se intenten limitar y acotar. En todo caso, en esta operación se puede considerar como razonable el tratamiento de las contingencias y responsabilidades del vendedor.

D) Sobre la participación del vendedor en potenciales plusvalías futuras

Una característica repetida en varias de las últimas operaciones de privatización desarrolladas y que está presente también en el caso de MOLYPHARMA es la ausencia de concurrencia en la selección del comprador y, por tanto, la imposibilidad de disponer de otras referencias de mercado sobre el valor de la empresa o participación en venta. En tales situaciones, una de las recomendaciones del CCP ha sido la de incluir en el contrato de compraventa una cláusula que permita al vendedor participar en las posibles plusvalías que se pudieran generar ante hipotéticas operaciones de reventa de las acciones con posterioridad a la formalización del contrato.

En esta operación se incluye una cláusula de este tipo. En concreto, se establece que los vendedores tendrán derecho a participar en las plusvalías obtenidas como consecuencia de la venta de más de un 50% de las acciones de MOLYPHARMA ocurrida en los 12 meses siguientes a la fecha de cierre de la operación. En tal caso, los vendedores tendrán derecho a ser compensados en un importe igual al 75,5% de la plusvalía obtenida por la venta, tomando como referencia el precio de venta establecido en dicha operación. La compensación a la que tenga derecho cada uno de los vendedores se calculará en proporción a las acciones que tuviera en propiedad hasta el cierre de la presente operación.

Sobre el contenido concreto de esta cláusula se recomendaría que se aplicara a las ventas de paquetes de acciones de cualquier tamaño, sin necesidad de superar el 50%.

E) Sobre la selección del valorador

En el caso de MOLYPHARMA, el vendedor abrió un proceso para la selección de un valorador independiente, para lo que invitó a participar en el mismo a nueve

entidades, a las que remitió por escrito los criterios de selección que regirían el concurso. De ellos, solo 3 presentaron oferta de colaboración.

El número de convocados se adapta a las recomendaciones del CCP para los procesos de convocatoria limitada, ya que en su opinión deberían aproximarse a la decena. Asimismo, el CCP ha recomendado profundizar en la explicación de los criterios utilizados para la preselección como uno de los medios para intentar que los invitados a participar tengan una elevada probabilidad de presentar ofertas. En este caso, el porcentaje de negativas a presentar propuestas ha sido elevado, encontrándose el número presentado en los límites recomendados para garantizar una adecuada competencia. Por ello, el Consejo insiste en la recomendación de que, cuando se recurra a convocatorias limitadas, se preste especial atención a la preselección de las entidades a invitar.

Por otra parte, se considera que el vendedor transmitió la información suficiente a los interesados tanto sobre el desarrollo del concurso como sobre las ponderaciones del baremo y los criterios de valoración de las ofertas para que pudieran elaborar adecuadamente sus propuestas de colaboración. En el baremo, el criterio económico acumulaba un peso preponderante, adaptándose así a la recomendación del CCP de incrementar la objetividad de los procesos de selección y promover la competencia en precio entre los participantes. De hecho, finalmente la selección del valorador se produjo atendiendo únicamente a dicho criterio económico, ya que todas las ofertas alcanzaron la máxima puntuación en la valoración de los aspectos técnicos de sus propuestas.

F) Sobre el informe de valoración y su actualización

El valorador presentó su informe de valoración el 13 de noviembre de 2013, y en él estima el valor de MOLYPHARMA a 30 de septiembre de 2013 mediante la aplicación del descuento de flujos de caja libres.

El valorador señala en el informe que para su elaboración “asume” la información facilitada por el vendedor, sin entrar a valorar la razonabilidad de la misma. El CCP ha considerado que los valoradores deberían someter dichas hipótesis a sus propios criterios de razonabilidad. Asimismo, considera que sería deseable un mayor esfuerzo en la justificación de las hipótesis asumidas para la realización del informe de valoración.

El valorador acompaña su informe de un análisis de sensibilidad del valor de la empresa ante posibles variaciones de la tasa de descuento estimada y la tasa de crecimiento a perpetuidad de la empresa. Pese a ello, el valorador estima el valor de MOLYPHARMA a 30 de septiembre de 2013 en una cifra concreta y no en una banda de valoración.

Posteriormente, SEPI solicita una actualización del informe de valoración, que se entrega con fecha de 9 de junio de 2014, y que incluye una estimación del valor de MOLYPHARMA a 30 de abril de 2014. En dicho informe se actualizan tanto las hipótesis iniciales acerca de aspectos concretos de la valoración como las proyecciones financieras de la empresa y el valor estimado de la tasa de descuento aplicada. En este caso, el valorador presenta, utilizando el análisis de sensibilidad, un rango y no un valor concreto. La posible actualización del informe de valoración estaba contemplada dentro del mandato firmado con el valorador en 2013 para el plazo de un año desde el momento de su firma, por lo que no ha supuesto ningún coste adicional para el vendedor.

El CCP a lo largo de sus dictámenes ha recomendado, con carácter general, la conveniencia de “contar con una valoración actualizada”, aunque del mismo modo ha considerado que el informe de valoración externa debería estar realizado con anterioridad a la recepción de las ofertas o al inicio del proceso negociador, para que no se pudiese ver condicionada. Se ha considerado que el requisito de una “valoración actualizada” debe evaluarse en función de las concretas circunstancias del caso. Analizando casos concretos, y ateniéndonos al contenido de los dictámenes del CCP, parece claro que cuando ha transcurrido más de un año

entre la valoración y el acuerdo de venta es conveniente proceder a su actualización. No obstante, por debajo de ese límite solamente en una ocasión, en la que habían transcurrido ocho meses, el CCP consideró que, en ese caso concreto y dadas las circunstancias, era recomendable actualizarla. En sentido contrario en otra operación, en la que habían transcurrido cuatro meses, consideró que la valoración estaba suficientemente actualizada.

En la operación de MOLYPHARMA, cuando se toma la decisión de la actualización, el plazo transcurrido se encontraba dentro de esos límites — por debajo del año y por encima de los cuatro meses —. Por ello, en situaciones como estas habría que analizar las circunstancias particulares, como las variaciones en los tipos de interés del Tesoro o los cambios en las expectativas de los flujos futuros.

En este caso concreto, se estima que las circunstancias no ofrecían motivos suficientes para determinar si era o no necesaria una actualización del informe de valoración, por lo que entraba dentro de las facultades del Agente Gestor adoptar la decisión que considerara más adecuada. Atendiendo en todo caso a la ausencia de coste de la actualización, el Consejo considera razonable la decisión adoptada de proceder a realizar una actualización.

IV. CONCLUSIONES

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha analizado la información contenida en el expediente sobre el proceso de venta de la participación del 51% que ENUSA (Grupo SEPI) posee de MOLYPHARMA.

El CCP considera que en esta operación coinciden un conjunto de elementos limitativos de una posible concurrencia, por lo que entiende que existen motivos

para considerar justificado el proceso de venta negociado con el socio IBA. Estas restricciones las podíamos resumir en: existencia de un derecho estatutario de adquisición preferente; Acuerdo de Colaboración entre MOLYPHARMA e IBA, del que se deriva el 100% de los ingresos de MOLYPHARMA; gestión conjunta del negocio durante varios años, que se extiende a la actividad en más de una veintena de instalaciones; grandes dificultades y dilatado periodo de tiempo que se requeriría para proceder a una división y segregación de las actividades a efectos de proceder a vender a un tercero; y a que IBA es el socio tecnológico, que lógicamente plantearía grandes inconvenientes para desarrollar un adecuado proceso de *Due Dilligence* por parte de un tercero.

Por ello, sobre la base de estas limitaciones, y remitiéndose a lo dicho en el apartado III.B), el CCP considera que en el proceso para privatizar el 51% de ENUSA en MOLYPHARMA y en la propuesta concreta de venta el Agente Gestor ha realizado un esfuerzo suficiente para adaptarse a los principios de publicidad, concurrencia y transparencia por cuyo cumplimiento debe velar este Consejo.

29 de Julio de 2014

DICTAMEN SOBRE LA PRIVATIZACIÓN DE AENA S.A.

1.- INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (en adelante “CCP”) ha examinado el expediente remitido por la Entidad Pública Empresarial ENAIRE (en adelante “ENAIRE”) sobre el proceso de privatización de hasta un 49% del capital de AENA, S.A. (en adelante “AENA”).

La operación consta de dos fases. En la primera se ha procedido a seleccionar un núcleo estable de accionistas de referencia que estará integrado por ALBA PARTICIPACIONES, S.A.U. (8%), TCI LUXEMBOURG S.À R.L. y TALOS CAPITAL LIMITED (6,5%) — ambas del mismo grupo — y FAERO ESPAÑA, S.L. (6,5%), esta última perteneciente a FERROVIAL AEROPUERTOS ESPAÑA, S.A. La segunda fase consiste en una OPV que podría alcanzar hasta el 28% del capital de AENA cuyo periodo de suscripción está previsto que comience el 27 de octubre de 2014.

La Entidad Pública Empresarial AENA, (la actual ENAIRE), fue nombrada agente gestor de la privatización de hasta el 49% del capital de AENA Aeropuertos S.A. (la actual AENA, S.A.) en el Acuerdo del Consejo de Ministros del 15 de julio de 2011 y, por otro Acuerdo del Consejo de Ministros de 11 de julio de 2014, se autorizó el inicio de los trámites del proceso de venta, así como la enajenación de hasta un 49% del capital de AENA, señalando que *“el proceso de venta se someterá al Acuerdo de Consejo de Ministros, de 28 de junio de 1996, por el que se aprueban las Bases del Plan de Modernización del Sector Público Empresarial.”*

El CCP ya ha procedido a emitir dos informes intermedios sobre el diseño de esta privatización. El presente dictamen final abarca, tanto el procedimiento seguido hasta la fecha como la propuesta concreta de venta y se emite con

carácter previo a la aprobación definitiva de la operación por parte del Consejo de Ministros.

2.- ANTECEDENTES Y DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE VENTA

2.1.- El Real Decreto-ley 13/2010, de 3 de diciembre, contempló la creación de la sociedad mercantil AENA Aeropuertos, S.A. (actual AENA, S.A), sociedad que se constituyó el 31 de mayo de 2011 y que asumió la gestión y explotación de la red de aeropuertos. Hasta ese momento la red estaba gestionada por la Entidad Pública Empresarial Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea (en adelante “AENA (EP)”) que pasó a ser accionista único de AENA, S.A. y continuó ejerciendo las funciones relacionadas con la navegación aérea. Por su parte el Real Decreto-ley 8/2014 de 4 de julio, que fue confirmado por la Ley 18/2014 de 15 de octubre, modificó el nombre de AENA (EP) pasando a denominarse ENAIRE.

2.2.- En el Acuerdo de Consejo de Ministros de 15 de julio de 2011 “*se designa como Agente gestor de este proceso de privatización [la venta de hasta un máximo del 49% del capital social de AENA Aeropuertos, S.A.] a la entidad pública empresarial Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea que ajustará sus actuaciones a lo previsto en el Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996*”.

2.3.- Al comienzo del actual proceso de privatización, AENA (EP) procedió a la selección de un asesor jurídico y de un asesor financiero para que le asistieran en el diseño y desarrollo de la privatización, para lo cual el 10 de abril de 2013 se pusieron en marcha sendos concursos.

El 26 de abril de 2013 se propuso la adjudicación a Pérez-Llorca Abogados, S.L. como asesor jurídico y a Lazard Asesores Financieros, S.A / NMAS1 Corporate Finance, S.A. como asesor financiero en el proceso de privatización de AENA.

2.4.- El 21 de octubre de 2013, el CCP emitió un dictamen intermedio sobre el diseño de la privatización² que se estaba iniciando en ese momento. En este dictamen se incluyó, además, las consideraciones del CCP sobre la selección de asesor jurídico y de asesor financiero antes mencionada, así como las versiones preliminares de los pliegos para elegir coordinadores globales y asesores jurídicos para una OPV.

2.5.- Con posterioridad se introdujeron modificaciones en el diseño de la operación de privatización de AENA y, por ello, el agente gestor AENA (EP) solicitó un nuevo dictamen intermedio al CCP. De este modo, el 26 de junio de 2014 se aprobó una actualización del dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA³. En este dictamen también se analizaron las modificaciones introducidas en los pliegos para la selección de los coordinadores globales y asesores jurídicos de la OPV en relación con las versiones correspondientes a los anteriores dictámenes.

2.6.- El 4 de julio de 2014, el Consejo de Ministros aprobó el Real Decreto-ley 8/2014, sobre medidas urgentes para el crecimiento, la competitividad y la eficiencia, en el que se incluyeron diferentes medidas sobre el marco regulador de los aeropuertos. Este Real Decreto-ley modificó la denominación de AENA (EP) por la de ENAIRE y la de AENA Aeropuertos, S.A. por AENA, S.A. Asimismo, se estableció dentro de ENAIRE una “*Comisión para la dirección del proceso de*

² “*Dictamen sobre el diseño para la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*”, http://www.ccp.es/archivos/oinf_20.pdf

³ “*Actualización del dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*”, http://www.ccp.es/archivos/oinf_24.pdf

enajenación de acciones de AENA, S.A., con competencias ejecutivas”, en la que están representados los Ministerios de Hacienda y Administraciones Públicas y Economía y Competitividad así como la Oficina Económica del Presidente del Gobierno, y presidida por el Presidente de ENAIRE. El texto de aquel Real Decreto-ley aparece confirmado por la Ley 18/2014 de 15 de octubre.

2.7.- Esta Comisión se constituyó el 8 de julio de 2014 y procedió a fijar las bases del proceso que fueron sometidas a la consideración del Consejo de Ministros, órgano que en su reunión del 11 de julio de 2014 adoptó un Acuerdo por el cual,

“Se autoriza a la entidad pública empresarial ENAIRE a iniciar los trámites para el proceso de venta del capital social de AENA, S.A. que podrá constar de dos fases:

- (i) una fase de concurso para la selección, en su caso, de un núcleo estable de accionistas que podrán adquirir conjuntamente una participación en AENA, S.A. de hasta el veintiún por ciento (21%) de su capital social; y*
- (ii) una fase de oferta pública de venta ... de un número de acciones que, junto a las acciones que se hubieran enajenado, en su caso, en la fase de concurso, determinen conjuntamente la venta de acciones hasta un cuarenta y nueve por ciento (49%) del mismo capital.”*

En este mismo Acuerdo de Consejo de Ministros también *“se autoriza a la entidad empresarial ENAIRE a enajenar hasta el cuarenta y nueve por ciento (49%) del capital social de AENA, S.A.”* y se indica que:

“El proceso de venta se someterá al Acuerdo de Consejo de Ministros, de 28 de junio de 1996, por el que se aprueban las Bases del Plan de Modernización del Sector Público Empresarial”.

La entrada de capital privado en AENA Aeropuertos, S.A., mediante un proceso con dos etapas, ha sido informada favorablemente en el informe que ha emitido el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP), con fecha 26 de junio de 2014. En dicho informe, el Consejo señala que se trata de un informe intermedio y que el dictamen final del CCP se emitiría con posterioridad a la adjudicación de los accionistas de referencia y a la firma de los correspondientes contratos de compraventa sujetos a las condiciones suspensivas que fuesen necesarias pero con anterioridad al inicio del periodo de OPV y siempre antes de que el Consejo de Ministros, en su caso, acuerde la aprobación definitiva”.

2.8.- El 12 de julio de 2014 se publicó en el BOE el anuncio de licitación para contratar a los coordinadores globales y a los asesores jurídicos que actuarán en la OPV, estableciéndose como fecha límite para la presentación de ofertas el 18 de julio de 2014.

Se recibieron 14 ofertas descartándose tres por no acreditar los requisitos mínimos de solvencia técnica para participar (basados principalmente en la experiencia previa y en el número de sucursales). De los 11 restantes dos quedaron eliminados por no alcanzar los 80 puntos en el baremo de criterios técnicos.

Finalmente, entre los restantes, el 22 de julio de 2014 ENAIRE seleccionó como coordinadores globales a BBVA, Banco de Santander, Morgan Stanley, Bank of America/Merrill Lynch y Goldman Sachs International. Asimismo, se eligió a Pérez-Llorca Abogados como asesor jurídico para los tramos nacionales de la OPV y Mayer Brown como asesor jurídico del tramo internacional.

2.9.- El concurso para seleccionar el núcleo estable de accionistas se inició el 28 de agosto con la publicación en el BOE del anuncio de licitación y la apertura del proceso de presentación de ofertas para la fase de invitación.

Previamente, la Comisión para la dirección del proceso había aprobado los pliegos para la selección del núcleo estable de accionistas en donde se establecía que este proceso constaría de dos fases:

- a) Fase de invitación, en la que se comprobaría si los candidatos interesados cumplían con los requisitos de solvencia económica y financiera exigidas.
- b) Fase de selección, en la que se seleccionaría a los inversores para

formar el núcleo estable de accionistas, que adquirirán un porcentaje del capital de AENA comprendido entre el 5% y el 11%.

2.10.- El 23 de septiembre venció el plazo para presentarse a la fase de invitación y cuatro candidatos solicitaron ser invitados. Tras comprobar que cumplían los requisitos exigidos se invitó a todos ellos a participar en la fase de selección.

2.11.- Junto a la invitación a participar en la fase de selección ENAIRE remitió el pliego de selección, el modelo de garantía provisional y el contrato de confidencialidad.

Una vez firmado el contrato de confidencialidad y constituida la garantía provisional exigida a todos los interesados (4.000.000 €), se dio acceso a los invitados al *Data Room* a los efectos de que pudieran llevar a cabo el correspondiente procedimiento de *Due Diligence*, cuyo plazo comenzó el 27 de septiembre de 2014 y finalizó el 7 de octubre.

2.12.- El 5 de octubre de 2014 la Comisión para la dirección del proceso de privatización de AENA acordó la creación del Comité de valoración de ofertas del proceso de selección de inversores de referencia, tal y como estaba previsto en los pliegos.

2.13.- El 8 de octubre de 2014, fecha límite establecida para la presentación de las ofertas, se recibieron tres propuestas de adquisición, que se valoraron con arreglo a los seis criterios de selección en los términos que se detallaban en el pliego: a) precio máximo que estarían dispuestos a pagar; b) periodo de compromiso en el mantenimiento de la inversión; c) prima sobre el precio de OPV; d) horquilla de participación en el capital; e) periodo de compromiso para no

adquisición de acciones adicionales; y f) capacidad de respaldo a la OPV y credibilidad del inversor.

2.14.- El 9 de octubre de 2014 se reunió el Comité de valoración y se procedió a la apertura del sobre de las ofertas que contenía, por separado, el criterio “respaldo a la OPV y credibilidad del inversor” y, tras analizar su contenido, se procedió a asignar los puntos que a cada oferta le correspondía por este criterio.

2.15.- En su reunión del 13 de octubre de 2014, el Comité de valoración de ENAIRE, tras analizar las ofertas recibidas en el conjunto de criterios del baremo, aprobó la adjudicación del 21% del capital de AENA a las tres propuestas presentadas de acuerdo con el siguiente reparto accionario y precios máximos ofertados:

- ALBA PARTICIPACIONES, S.A.U. (en adelante Alba): 8% del capital (12.000.000 acciones) con un precio máximo de 53,33 € por acción y una prima sobre el precio de la OPV de 0,10 €.
- FAERO ESPAÑA, S.L.U., empresa perteneciente al grupo Ferrovial (en adelante Ferrovial): 6,5% del capital (9.750.000 acciones) con un precio máximo de 48,66 € por acción y una prima sobre el precio de la OPV de 0,15 €.
- TCI LUXEMBOURG S.À R.L. (en adelante TCI) y TALOS CAPITAL LIMITED (en adelante Talos) — ambas del mismo grupo —: 6,5% del capital (9.750.000 acciones) con un precio máximo de 51,60 € por acción y una prima sobre el precio de la OPV de 0,00 €.

El precio que pagarán los adjudicatarios será el del tramo institucional de la OPV más la prima que, en su caso, hayan ofrecido, siempre que no se supere el precio máximo ofertado por cada uno de ellos. Asimismo, todos ellos tendrán un plazo de mantenimiento de la inversión de un año ya que, de acuerdo con los

pliegos, todos ellos tendrían el mismo plazo de mantenimiento de la inversión, siendo este el más corto de los incluidos en las ofertas.

2.16.- El 16 de octubre de 2014 se firmaron los contratos de compra-venta con los accionistas de referencia sujetos, tal y como se preveía en los pliegos, a dos condiciones suspensivas: i) que la cotización de AENA en los mercados oficiales se produzca en un plazo como máximo de seis meses; y ii) que sus respectivos precios máximos ofertados sean superiores al precio que resulte de la OPV para los inversores cualificados.

2.17.- El importe global inicial de la OPV representará un 25,45 % del capital social de AENA ampliable hasta el 28 % del capital (42 millones de acciones) en el caso de que se ejercite en su totalidad la opción de compra denominada *green shoe* que se concede a los coordinadores globales de la colocación (un 2,55%). Este porcentaje se podría ampliar si alguno de los accionistas de referencia no llegará a adquirir sus acciones pero siempre sin superar el 49%.

La banda orientativa y no vinculante de precios por acción se ha fijado entre 41,5 y 53,5 euros lo que supone un rango para el valor del 100% de las acciones de AENA entre 6.225 y 8.025 millones de euros aproximadamente.

La OPV tendrá tres tramos: el tramo minorista general con un 9% del total de la oferta; el tramo para empleados con un 1% del total de la oferta y el tramo de inversores cualificados con un 90% del total (estos porcentajes se refieren al tamaño de la oferta excluido la opción de compra *green shoe*).

Según se establece en el folleto "*la reasignación de acciones entre Tramos, en su caso, se realizará dentro de unos límites razonables con objeto de que no se*

altere sustancialmente la configuración de la Oferta”.

El precio del tramo minorista será igual que el del tramo de inversores cualificados (con la excepción de que éste se sitúe por encima del precio máximo minorista en cuyo caso este último será el precio del tramo minorista). El importe mínimo y máximo en el tramo minorista se sitúa en 1.500 € y 200.000 € respectivamente y en caso de sobredemanda estarán sujetos a un prorrateo que consta de un primer tramo lineal, que supone la asignación del mismo número de acciones a todos los inversores, y de un tramo proporcional para asignar el resto de las acciones.

En el tramo de empleados el importe máximo se reduce a 15.000 € y el precio sería el del tramo minorista con un descuento del 10% aunque *“y salvo que se modifique la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2014” el importe del descuento será deducido de su última nómina del año...”*. Asimismo, se obliga a mantener las acciones durante 180 días. Este tramo incluiría a los trabajadores de ENAIRE, AENA y AENA Internacional, excluyendo a sus filiales, *“que no tengan la consideración de miembros del órgano de administración o altos directivos”*.

El tramo para inversores cualificados no tiene límites.

De acuerdo con el folleto *“el Precio del Tramo para inversores Cualificados de la Oferta será fijado por AENA, actuando de común acuerdo con la Entidades Coordinadores Globales, el 10 de noviembre de 2014, una vez finalizado el Periodo de Solicitudes Vinculantes de Compra en el Tramo Minorista y el Periodo de Prospección de la Demanda del Tramo para Inversores Cualificados, tras evaluar el volumen y calidad de la demanda y la situación de los mercados”*.

En caso de que el precio que se haya fijado para inversores cualificados

sea superior al precio máximo ofertado por alguno de los tres inversores de referencia del núcleo estable, el contrato de dicho adjudicatario quedará sin efecto. En este caso, ENAIRE podrá elegir entre adjudicar las acciones correspondientes a dicho adjudicatario a otros inversores de referencia sin superar las horquillas solicitadas; iniciar un nuevo proceso para la enajenación de las acciones; incrementar el número de acciones asignadas al tramo para inversores cualificados y/o incrementar el número de acciones de la opción de compra *green shoe*; o conservar las acciones en cartera.

2.18.- Desde principios de 2013, la entonces AENA (EP), actualmente ENAIRE, ha estado informando regularmente al CCP sobre la evolución de la operación. Esta actuación ha permitido la agilización en la emisión de este dictamen.

Una de las funciones del CCP es la de informar "*sobre cuantas cuestiones le sean planteadas ... durante el desarrollo del proceso de privatizaciones*". Por ello, además de mantener de forma periódica reuniones con ENAIRE, el CCP no sólo ha emitido los dos informes intermedios mencionados más arriba sino que también ha respondido a diversas cuestiones específicas sobre las que ENAIRE ha recabado su opinión.

Mediante carta fechada el 21 de octubre de 2014 ENAIRE solicitó al CCP la emisión del dictamen final previsto en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 11 de julio de 2014.

3.-CONSIDERACIONES Y RECOMENDACIONES DEL CCP

A) CONSIDERACIONES PREVIAS

3.1.- Sobre el carácter y alcance del presente dictamen.

La actual ENAIRE fue nombrada agente gestor por un Acuerdo de Consejo de Ministros del 15 de julio de 2011 al mismo tiempo que se indicaba que ajustara sus actuaciones a lo previsto en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, por el que se aprueban la bases de la modernización del sector público empresarial del Estado, que establece el procedimiento y los principios que se deben seguir en los procesos de privatización. Por su parte, en el Acuerdo de Consejo de Ministros de 11 de julio de 2014, en el que se autoriza el inicio de esta operación, se reitera que el proceso de venta de AENA se someterá al citado Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996.

De este modo, el presente dictamen responde al punto a) del apartado noveno del Acuerdo de 1996 por el cual todo proceso de privatización realizado por los agentes gestores contará con un informe del CCP en el que se analice si en su opinión, tanto en el proceso como en la propuesta concreta de venta, se han respetado los principios de publicidad, transparencia y concurrencia. Por tanto, en este dictamen se analizan dichos aspectos y no se entra en otras cuestiones relativas al análisis de diseños alternativos para la operación.

De acuerdo con el procedimiento incluido en el Acuerdo de 1996, la propuesta del agente gestor junto con el informe del CCP se elevarán al Consejo de Ministros para, en su caso, la aprobación definitiva de la operación.

3.2.- Sobre el nombramiento del agente gestor en esta operación

La separación entre la gestión del proceso privatizador y la gestión de la propia empresa a privatizar ha sido uno de los principios que se han perseguido desde la creación del CCP. Así, el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 procedía a nombrar a los agentes gestores de las privatizaciones, en aquel entonces contemplados, así como a establecer sus funciones.

El CCP considera positivo que, en esta operación, al no encontrarnos ante ninguno de los agentes gestores inicialmente incluidos en el citado Acuerdo de Consejo de Ministros de 1996, se haya procedido a nombrar a la actual ENAIRE como agente gestor del proceso, así como a someter la operación a los trámites incluidos en dicho Acuerdo.

B) SELECCIÓN Y FUNCIONES DE LOS “ASESORES”.

En este apartado se analizan los procesos seguidos para seleccionar los asesores jurídicos, el asesor financiero y los coordinadores globales. Como ya se ha comentado, el CCP ha emitido dos informes intermedios sobre esta operación en los cuales, además de su diseño, se han ido analizando los pliegos para la selección de estas figuras así como, en el caso del asesor financiero y del asesor jurídico, el propio proceso de selección. De este modo, en diversos puntos de este apartado nos remitiremos al contenido de dichos informes y nos centraremos en las novedades ocurridas desde la emisión del último de los informes intermedios.

3.3.- Sobre la selección del asesor jurídico y del asesor financiero.

Como se ha señalado en la descripción del proceso, en abril de 2013, se procedió a la selección de Pérez-Llorca Abogados, S.L. como asesor jurídico y de

Lazard Asesores Financieros, S.A / NMAS1 Corporate Finance, S.A. como asesor financiero.

Para las consideraciones del CCP sobre estos dos procesos nos remitimos a la sección B) del apartado 3 del “*Dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*” emitido el 21 de octubre de 2013.

3.4.- Sobre la selección de los coordinadores globales para la OPV.

Los pliegos utilizados en la selección de los coordinadores globales fueron analizados en los dos informes previos emitidos del CCP, por lo que nos remitimos al contenido del apartado 3.17 del “*Dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*”, emitido el 21 de octubre de 2013 y al apartado 3.5. de la “*Actualización de dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*”, emitido el 26 de junio de 2014.

➔ En los pliegos se establecía que los candidatos “*deberán presentar documentación que acredite*” el cumplimiento de una serie de requisitos mínimos de solvencia técnica para poder participar. De los 14 presentados el agente gestor consideró que tres de ellos no habían acreditado esta solvencia de manera adecuada.

Una vez superados esos requisitos, en los pliegos se establecía un baremo con diferentes criterios para la valoración de las ofertas y se exigía obtener un mínimo de 80 puntos en los criterios técnicos para poder ser elegido. En esta ocasión dos candidatos no alcanzaron la puntuación mínima exigida.

En relación con este punto, se han seguido los pliegos previamente aprobados y la recomendación del CCP sería que el agente gestor profundizara en la explicación sobre cómo se asignan los puntos en los criterios técnicos del

baremo.

→ Entre los nueve candidatos que han superado las fases anteriores se eligen los cinco coordinadores globales de la OPV. En este caso se utiliza un baremo en el que el criterio del precio tiene un peso preponderante, lo cual está en línea con las recomendaciones de este Consejo tal y como se recoge en sus dictámenes previos citados.

Asimismo, en los pliegos no se recogía el número de coordinadores que finalmente se elegirían. Sobre este punto el Consejo había considerado que *“se debería intentar fijar un número máximo de coordinadores globales...de esta manera se limitaría la discrecionalidad a la hora de tomar la decisión y, sobre todo, se incentivaría la presión competitiva”*. Quizás para una operación de este tamaño el número de seleccionados ha sido elevado, ya que hasta la fecha el número máximo de coordinadores globales elegidos en una OPV realizada por el sector público en España era de cuatro. En todo caso, es una decisión que reside en el agente gestor y el tiempo transcurrido desde la última OPV pública en España hace difícil la comparación.

→ En relación con la valoración de la oferta económica de los coordinadores globales, los pliegos establecían que *“con la finalidad de evitar la utilización de fórmulas de ponderación que puedan dar resultados que no sean necesariamente los más beneficiosos para la compañía”* se opta *“por un criterio de ponderación conjunta de la oferta económica tomando en consideración el coste total que supondría cada una de las estructuras de honorarios planteadas.”* De este modo, la propuesta económica (honorarios y gastos) *“se ponderará de forma global, tomando en consideración el coste total que supondría cada una de las estructuras de honorarios planteadas”*.

En una consulta previa el CCP expresó su opinión en el sentido de que este

sistema parecía razonable, aunque, dada la gran importancia del criterio económico, se recomendaba una mayor concreción y explicación de cómo se va a valorar y puntuar las ofertas ya que, entre otras cosas, se necesitaría utilizar un valor de referencia para el precio. Como respuesta, la entonces AENA (EP) procedió a ampliar dichas explicaciones sobre cómo se asignarían los puntos estableciendo que para estimar el coste total de cada una de las ofertas “se calculará teniendo en cuenta: (i) una estructura teórica de colocación; (ii) un tamaño de la oferta teórico; (iii) las comisiones de colocación del tramo minorista y del tramo institucional...; y (iv) esquema de incentivación...”.

Asimismo, en una consulta previa a la selección de los coordinadores globales, el agente gestor comunicó al CCP cuales iban a ser los supuestos que se utilizarían para calcular dicho coste total, lo cual fue valorado positivamente por este Consejo.

No obstante, en relación con la valoración de este criterio en cada una de las ofertas recibidas, el CCP considera que se debería haber realizado un esfuerzo adicional para profundizar en las explicaciones que soportan las decisiones de asignaciones de puntos realizadas.

→ Finalmente, se valora que la comisión para la colocación del tramo institucional aplicada a todos los coordinadores globales, 0,19%, ha sido la mínima incluida en las ofertas recibidas. Asimismo, se resalta que se trata de la comisión más baja alcanzada en cualquier OPV pública realizada en España previamente, aunque como se comentó más arriba el tiempo transcurrido y los cambios ocurridos en el mercado hacen complicado las comparaciones.

3.5.- Selección de los asesores jurídicos para la OPV.

Del mismo modo que en el apartado anterior, los pliegos utilizados en la selección de los asesores jurídicos para la OPV fueron analizados en los dos informes previos emitidos del CCP, por lo que nos remitimos al contenido del apartado 3.17 del “*Dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*”, emitido el 21 de octubre de 2013, y al apartado 3.5. de la “*Actualización de dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*”, emitido el 26 de junio de 2014.

Por su parte, tal y como se señala en la descripción del proceso, el 22 de julio de 2014, se elige a Pérez-Llorca Abogados y Mayer Brown como asesores jurídicos de la OPV, el primero para el tramo nacional y el segundo para el internacional.

. En el caso del concurso para seleccionar asesor jurídico nacional la concurrencia no fue elevada, aunque aceptable, con la presencia de cuatro candidatos. Los cuatro alcanzaron los 80 puntos en la oferta técnica y el ganador fue el que presentó la mejor propuesta económica. Todas las ofertas económicas se situaron significativamente por debajo de la mitad del presupuesto máximo de licitación que se había establecido.

En el caso del tramo internacional sólo se presentó un candidato que, al superar la parte técnica, fue elegido. Su oferta económica también se situó por debajo de la mitad del presupuesto máximo de licitación.

En este proceso no se limitó desde el comienzo la concurrencia con una preselección previa sino que la convocatoria era universal, permitiendo la presentación de cualquier candidato que cumpliera una serie de requisitos. No

obstante, dado el resultado obtenido, se estima que se debería prestar especial cuidado a aquellas exigencias o limitaciones que pudieran desincentivar la concurrencia para evitar situaciones como la actual en la que sólo se presenta un interesado.

3.6.- Sobre el Informe de valoración externo

La elaboración de un informe de valoración por un asesor externo es un elemento que aporta una transparencia adicional a los procesos de privatización y es uno de los requisitos que se mencionan en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996. En todo caso, la opinión del CCP ha sido que la valoración no tendría un carácter vinculante para la fijación del precio. Asimismo, el CCP ha recomendado que el informe de valoración sea realizado por una entidad independiente de los coordinadores globales y del asesor de la operación.

En la presente operación ENAIRE ha remitido al CCP un informe de valoración realizado por el asesor de la operación con fecha 5 de junio de 2014 que sirvió como base para elaborar las fórmulas con las que se asignaban puntos en los criterios para la selección de los inversores de referencia. Adicionalmente, el agente gestor ha aportado un informe fechado el 21 de octubre de 2014 elaborado por los coordinadores globales de la operación que se ha utilizado para elaborar el rango de precios no vinculante incluido en el folleto de la OPV. Por otra parte, también se ha aportado hasta trece opiniones de diferentes analistas sobre el valor de AENA.

C) SELECCIÓN DEL NÚCLEO ESTABLE DE ACCIONISTAS DE REFERENCIA

3.7.- Sobre el diseño del concurso incluido en los pliegos.

Los pliegos para la selección del núcleo estable de accionistas de referencia fueron analizados en los dos informes intermedios, ya citados, emitidos por el CCP sobre esta operación, centrándose el segundo en las modificaciones introducidas en el lapso de tiempo transcurrido entre ambos. Por eso nos remitimos a la sección C) del apartado 3 del informe emitido en octubre de 2013 y a los apartados 3.3. y 3.4 del informe de junio de 2014.

En dichos informes el CCP consideraba que se habían elaborado unos pliegos muy detallados que ofrecían a los interesados una adecuada información sobre el desarrollo del proceso. De este modo, los pliegos se adaptaban a su recomendación de que sirvieran al objetivo de incrementar la transparencia de la operación, al mismo tiempo que se reducían las incertidumbres con las que se pudieran enfrentar los posibles interesados.

En este apartado analizaremos las modificaciones introducidas con posterioridad, hasta que se aprueban los pliegos definitivos en agosto de 2014. Los cambios principales se refieren a la introducción de dos nuevos criterios de selección, lo que afecta a las ponderaciones del resto de los criterios. También se introducen otros cambios de menor importancia como los necesarios para adaptarse a la nueva realidad institucional, después de la aprobación del Real Decreto Ley 8/2014, y algunos ajustes en las fórmulas que se utilizarían en la asignación de puntos en diferentes criterios.

Sobre los criterios de selección propuestos en las anteriores versiones de los pliegos analizados, el CCP expresaba su opinión en los siguientes términos:

“sin entrar en la justificación de cada uno de estos cuatro criterios, se destaca que son criterios fácilmente cuantificables y, por tanto, objetivos. Asimismo, las reglas de asignación de puntos en cada uno de esos criterios quedan fijadas en los pliegos por lo que desaparece la discrecionalidad a la hora de asignar puntos en el baremo. Todo ello otorga transparencia al proceso de valoración de las ofertas presentadas”.

A continuación se revisan las modificaciones introducidas con relación a los criterios de selección de los accionistas de referencia.

→ Se introduce un nuevo criterio que se denomina “*prima sobre el precio de la OPV*” por el cual los participantes podrán incluir en sus ofertas un compromiso de pago de una prima sobre el precio resultante de la OPV. Sin este criterio todos los accionistas de referencia seleccionados pagarían un precio igual al que resultase de la OPV. Al incluirlo se permite valorar la disposición de los inversores a superar dicho precio y a que, efectivamente, el precio pagado sea mayor (en el caso de que el precio de la OPV más la prima ofrecida no supere el precio máximo ofertado por el inversor⁴).

El CCP valora positivamente la introducción de este criterio, ya que incentiva la concurrencia en precio entre los inversores de referencia, y además se trata de un criterio cuantitativo fácilmente objetivable en la asignación de puntos. De hecho en los pliegos se incluye la fórmula que se utilizaría para dicha asignación de puntos.

Finalmente, en dos de las tres ofertas presentadas, aunque reducidas, se

⁴ Esto ocurriría si el precio de la OPV más la prima ofrecida no supera el precio máximo ofertado por el inversor. Por otra parte, si el precio de la OPV fuese superior al precio máximo, sea cual fuese el valor de la prima, el inversor de referencia no adquirirá las acciones; y, en el caso de que el precio de la OPV fuese inferior al precio máximo pero el precio de la OPV más la prima fuese superior al precio máximo, el inversor de referencia pagará el precio máximo.

incluyeron primas sobre el precio de la OPV.

→ Ya se ha comentado que la introducción de los nuevos criterios implicaba una reasignación de las ponderaciones del resto de los criterios. De este modo todos ven reducida su importancia con la excepción del criterio del precio máximo ofertado. De hecho, éste incrementa ligeramente su peso, lo que sumado a la ponderación del criterio de la prima sobre el precio de la OPV, mencionado previamente, supone que los aspectos relacionados con el precio superen la mitad de los puntos del baremo.

Se valora positivamente tanto que el criterio del precio máximo no haya visto reducida su importancia, a pesar de la introducción de nuevos criterios, como que la ponderación conjunta de los criterios relacionados con el precio tengan una importancia predominante en el conjunto del baremo.

→ Asimismo, se introduce otro criterio de selección con el título de *“respaldo a la OPV y credibilidad del inversor”*. Para explicar este criterio los pliegos incluye que *“las ofertas deberán incluir una memoria en la que se justifique la capacidad del invitado de respaldar la OPV en términos de demanda o precio, entendiéndose por respaldo su capacidad de arrastre de otros inversores (institucionales o minoristas), entre otros motivos, por la credibilidad que transmite al mercado su Oferta y su compromiso con AENA o ENAIRE”*.

Este criterio es difícil de objetivar, de hecho es el único que en los pliegos no se ofrece una fórmula para la valoración de las ofertas, por lo que la asignación de puntos es, en gran parte, una tarea discrecional. Aun entendiendo algunas de las razones por las que se podría recurrir a un criterio de este tipo, este Consejo ha recomendado que se limite su utilización primándose los criterios fácilmente cuantificables y, por tanto, más objetivos.

Finalmente, en la práctica, este criterio no tuvo relevancia en la selección de inversores de referencia, ya que los puntos obtenidos por todos ellos fue muy similar, de tal modo que si se excluyera este criterio el orden hubiese sido el mismo.

3.8.- Sobre el desarrollo del concurso y el nivel de concurrencia.

Como se ha comentado en la introducción, se presentaron cuatro candidatos si bien sólo tres de ellos presentaron ofertas de adquisición. Éstas se valoraron de acuerdo con los criterios y fórmulas contenidas en los pliegos. En relación a los cinco criterios cuantificables efectivamente se aplican las fórmulas contenidas en los pliegos y en relación con el criterio más subjetivo se aporta una explicación de cómo se asignan los puntos a cada uno de los candidatos. En este último criterio la distancia máxima entre las puntuaciones obtenidas por los candidatos es de sólo dos puntos.

3.9.- Sobre los contratos de compraventa con los inversores de referencia

Los contratos de compraventa con los tres accionistas de referencia seleccionados, que se firmaron el 16 de octubre de 2014, se adaptan a los requisitos contenidos en los pliegos y las condiciones son las mismas para los tres compradores, excepto en lo que se refiere a las condiciones particulares para cada uno de ellos, tales como el precio máximo a pagar y, en su caso, la prima a pagar sobre el precio de la OPV. Como se ha dicho los contratos incluyen las condiciones suspensivas de que la OPV finaliza con la cotización de AENA en los mercados de valores y de que el precio de los inversores cualificados de la OPV no supere el precio máximo ofrecido por los inversores de referencia.

D) Oferta Pública de Venta

Las características propias que se derivan de una OPV sometida a la normativa de los mercados de valores y con la intervención de la CNMV, a la que corresponde la aprobación del folleto informativo de la operación, hacen que este sistema se adapte por su propia naturaleza a los principios de publicidad, transparencia y concurrencia por los que el CCP tiene que velar.

En todo caso, este Consejo realiza las siguientes consideraciones sobre la estructura de la OPV propuesta por el agente gestor.

3.10.- Tamaño del tramo minorista general.

Como queda recogido en la introducción, el tramo minorista general de la OPV prevista asciende al 9% del total de la oferta (sin tener en cuenta la opción de compra *green shoe* en cuyo caso dicho porcentaje sería menor). Comparado con el tamaño del tramo minorista en otras privatizaciones articuladas mediante OPV estamos ante un tramo muy reducido ya que, en media, el tramo ha superado el 60% de la oferta.

3.11.- Tramo para empleados.

En relación al tramo minorista para empleados, que en esta operación no se extiende ni a los *miembros de los órganos de administración ni a los altos directivos*, el CCP había recomendado en sus dictámenes que, en el caso de que se considerase apropiada su existencia, se limitase a los trabajadores de la propia empresa en venta y que no se generalizase a los trabajadores de los “holdings”

públicos a los que pertenecen las empresas en venta. Asimismo, se recomendaba que, dado que las potenciales justificaciones teóricas residen en posibles ventajas para la propia empresa en la que trabajan los empleados, los costes de los incentivos sean asumidos por dichas empresas y no por los accionistas públicos.

En la presente operación, según parece desprenderse de la redacción del folleto, cada empresa a la que pertenecen los trabajadores (AENA, AENA internacional y ENAIRE) financiarían los incentivos de las acciones que adquirieran sus empleados. No obstante, el tramo de empleados se ampliaría a los trabajadores no sólo de la empresa en venta sino también a los trabajadores de ENAIRE, que es la entidad pública que vende las acciones y en la que, además, reside el servicio de navegación aérea. Por ello, el CCP recomienda la no extensión del tramo de empleados más allá de los propios trabajadores de la empresa en venta, AENA y, en su caso, de sus filiales. No obstante, en esta operación el agente gestor aduce que el convenio laboral suscrito impediría hacer diferencias en este sentido entre los trabajadores de AENA y de ENAIRE y es en este contexto en el que habría que entender la decisión de extender el tramo de empleados a ENAIRE. En todo caso, el importe del descuento será deducido de su última nómina de año salvo que se modifique la Ley de Presupuestos Generales del Estado para 2014.

3.12.- Sobre la asignación de acciones en el tramo minorista.

La asignación de acciones en el tramo minorista sigue un sistema automático, ya que en caso de que la demanda sea menor que la oferta se adjudicarían todas las órdenes y en caso contrario se recurriría a un prorrateo que, una vez fijadas las reglas, la asignación de acciones sería el resultado de aplicar esas reglas a las órdenes cursadas.

En la operación actual se utiliza un sistema de prorrateo que utiliza un primer tramo de asignación lineal con otro tramo de asignación proporcional. Este

sistema, que ha sido utilizado ampliamente en las OPV, genera que, en el caso de que existan expectativas generalizadas de sobredemanda en el tramo minorista (como podría ocurrir en esta operación, dado el pequeño tamaño de este tramo), se fomente que se cursen órdenes por un tamaño superior a la cantidad que realmente se quiere adquirir, lo cual puede plantear diferentes problemas.

Por ello el Consejo había recomendado que se estudiaran sistemas de prorrateo diseñados para enfrentarse a este problema, generando incentivos a que las órdenes se aproximen a las preferencias (un ejemplo podría ser el sistema de asignación lineal por escalones con un adecuado tratamiento para el tramo marginal).

3.13.- Sobre la asignación de acciones en el tramo de inversores cualificados.

En el folleto se incluye que “...*las Entidades Coordinadoras Globales, en su condición de entidades encargadas de la llevanza del Libro de Propuestas del presente Tramo, prepararán una propuesta de adjudicación que será presentada ... al Emisor*”. “*Sobre la base de dicha propuesta, el Accionista Oferente, previa consulta no vinculante con las Entidades Coordinadores Globales, procederá a evaluar las propuestas recibidas aplicando criterios de calidad y estabilidad de la inversión, pudiendo admitir, total o parcialmente, o rechazar cualquiera de estas Propuestas, a su entera discreción ... respetando que no se produzcan discriminaciones injustificadas entre Propuestas del mismo rango y características*”.

Sobre este sistema de adjudicación de acciones el CCP valora dos aspectos. El primero se refiere a que el vendedor mantiene la última palabra frente a algunas OPV anteriores en que la decisión era compartida o incluso quedaba en manos de los coordinadores globales.

El segundo de los aspectos se refiere a que la decisión de adjudicación se remita a criterios “*de calidad y estabilidad de la inversión*” y respetando “*que no se produzcan discriminaciones injustificadas*”. Esto va en la línea de lo recomendado por el CCP sobre la asignación de acciones en los tramos cualificados de las OPV para disminuir la amplia discrecionalidad de la que, en este caso, gozan el vendedor y los coordinadores globales (por el contrario la asignación de los tramos minoristas es totalmente mecánica una vez fijada la regla de prorrateo). En todo caso, el CCP recomienda que se profundice en la concreción de estos criterios y en la forma en que serían aplicados.

4.- CONCLUSIONES

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha analizado la información remitida por ENAIRE en la cual se contiene la propuesta del agente gestor para la privatización de hasta un 49% del capital social de AENA.

Las conclusiones del CCP se derivan tanto del presente dictamen como del contenido de los dos dictámenes intermedios sobre esta operación emitidos previamente — en concreto el “*Dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*”, emitido el 21 de octubre de 2013 y la “*Actualización de dictamen sobre el diseño de la privatización de AENA Aeropuertos, S.A.*”, emitido el 26 de junio de 2014.

En este dictamen final, el CCP ha examinado el diseño de la privatización,

el desarrollo de las fases intermedias, la propuesta concreta de venta del 21% a los inversores de referencia y la estructura propuesta para la OPV, todo ello desde el punto de vista del cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

Teniendo en cuenta lo anterior y remitiéndose al contenido de los dos dictámenes previos que ha emitido sobre esta privatización, el CCP considera que, tanto el proceso de privatización como la propuesta concreta de venta mediante la adjudicación del 21% a ALBA PARTICIPACIONES, S.A.U. (8%), TCI LUXEMBOURG S.À R.L. y TALOS CAPITAL LIMITED (6,5%) y FAERO ESPAÑA, S.L. (6,5%), como la OPV propuesta, se adaptan a los principios antes citados por los que este Consejo tiene que velar.

Madrid, a 23 de octubre de 2014

CCP

ANEXO 2

LOS ÍNDICES CCP DE PRIVATIZACIONES

Desde el inicio del Programa de Privatizaciones de 1996, el CCP ha venido elaborando los Índices CCP de Privatizaciones, cuyo objetivo es analizar la evolución en el tiempo de las OPV de empresas públicas desarrolladas a partir de esa fecha y comparar su comportamiento con la media del mercado bursátil español en ese mismo intervalo. Desde su creación, la composición de la cartera de valores privatizados ha ido variando como consecuencia de la ejecución tanto de las OPV como de las OPA sobre determinados títulos incluidos en la misma.

Lo cierto es que con el paso del tiempo (hace ya casi 19 años de su creación), estos indicadores han ido perdiendo su condición de índices de privatizaciones propiamente dichos para aproximarse, en mayor medida, a unos índices de rentabilidad de valores en el medio/largo plazo. En todo caso, se considera que su actualización y análisis puede resultar de interés para facilitar la comparación del rendimiento de estos títulos con otros valores del mercado. Por ello en este anexo se incluye la evolución de estos índices actualizados hasta diciembre de 2015.

Desde el punto de vista metodológico, la elaboración de los Índices CCP se basa en la creación de una cartera ficticia formada por los títulos de las empresas privatizadas a través de OPV, tomando para ello los precios diarios corregidos por *splits*, ampliaciones de capital y procesos de fusión de los valores privatizados e incorporando en su evolución dividendos y otros incentivos recibidos por los inversores. Dicha cartera se crea en diciembre de 1996, coincidiendo con la OPV de Gas Natural y, posteriormente, se han ido incorporando a la misma las OPV de empresas públicas desarrolladas hasta la actualidad, dos de las cuales fueron colocaciones de una misma empresa (Endesa-97 y Endesa-98). En consecuencia, la composición de la cartera va variando en función de las nuevas entradas o salidas de títulos privatizados, dando lugar en cada caso a una recomposición de la misma. Se toma como hipótesis de partida una inversión inicial de 6.010 euros, que se invierte, en primer término, únicamente en títulos de Gas Natural para, posteriormente, en el momento de la ejecución de la siguiente OPV (Telefónica), repartir la inversión total entre ambos valores, y así sucesivamente cada vez que

se produce una variación en la estructura de la cartera⁵. En la actualidad, tras la incorporación de AENA en febrero de 2015, la cartera de valores privatizados está compuesta por nueve empresas.

Atendiendo a la ponderación atribuida a los títulos incluidos en la cartera de valores privatizados, se consideró la conveniencia de diferenciar entre dos tipos de indicadores: el Índice CCP que se basa en la hipótesis de atribuir el mismo peso en cada momento a todos los valores privatizados incluidos en la cartera y el llamado Índice CCP-ponderado, donde el peso atribuido a cada uno de los títulos depende del volumen total de la colocación realizada en el mercado. Siguiendo el ejemplo antes citado, tras la OPV de Telefónica en el Índice CCP la inversión se repartiría al 50% entre los dos títulos incluidos en la cartera, mientras que en el caso del Índice CCP-ponderado, el 5,55% de la inversión sería para Gas Natural y el 94,5% restante para Telefónica.

A su vez, para cada uno de estos indicadores se diferencian los casos de un inversor minorista (o particular) y de un inversor de carácter institucional, debido a las diferencias existentes en lo que a precios e incentivos se refiere para ambos tipos de inversores en el momento de la colocación.

Para comparar el rendimiento acumulado estimado en términos actualizados de estos Índices de Privatizaciones, se utiliza como indicador de referencia del mercado de valores español la evolución del Ibex-35⁶, aun siendo conscientes de que existen algunas características de este indicador que dificulta su comparación directa con los índices de privatizaciones⁷.

⁵ El capital inicial va variando en el tiempo como consecuencia de la evolución del precio de las acciones. Aunque la cuantía de la inversión inicial presupuestada es irrelevante a efectos de la evolución en precio de los índices, si resulta determinante en otros aspectos tales como descuentos diferidos, bonos de fidelidad o dividendos, incentivos todos ellos que se han tenido en cuenta para la elaboración de estos Índices.

⁶ Hasta 2007 se tomó también como referencia el Índice de fondos de inversión de renta variable española que publicaba mensualmente el diario Expansión. A partir de dicho ejercicio, este indicador de fondos modificó su composición, por lo que, desde esa fecha, el valor de dicho índice no resultaba comparable con el de los años anteriores.

⁷ El Ibex-35 es un índice de precios y, por tanto, no incorpora dividendos, a diferencia de los índices de privatizaciones que si los incorpora.

Tabla A.2- 1 Rentabilidad acumulada anualizada de los índices de privatizaciones frente al mercado

Fecha	Ibex-35	CCP1 (instituc.)	CCP2 (minorista)	CCP1-p (instituc.)	CCP2-p (minorista)
Dic-97	54,3%	37,7%	43,0%	53,3%	62,1%
Dic-98	43,1%	42,5%	47,5%	51,3%	58,4%
Dic-99	34,5%	31,2%	35,7%	36,8%	41,1%
Dic-00	17,7%	22,2%	24,3%	24,0%	27,0%
Dic-01	12,1%	18,1%	19,8%	19,0%	21,5%
Dic-02	4,2%	12,3%	13,8%	10,5%	12,9%
Dic-03	7,3%	14,4%	15,6%	12,8%	14,7%
Dic-04	8,5%	15,7%	16,7%	13,7%	15,3%
Dic-05	9,5%	17,1%	18,0%	14,2%	15,6%
Dic-06	11,6%	18,0%	18,7%	16,5%	17,7%
Dic-07	11,2%	17,4%	18,0%	16,4%	17,4%
Dic-08	5,7%	13,9%	14,5%	14,1%	15,1%
Dic-09	7,4%	13,3%	13,8%	13,4%	14,3%
Dic-10	5,4%	12,2%	12,7%	12,2%	13,0%
Dic-11	4,1%	11,0%	11,5%	11,2%	12,0%
Dic-12	3,5%	10,3%	10,8%	10,4%	11,1%
Dic-13	4,5%	10,6%	11,0%	10,0%	10,7%
Dic-14	4,5%	10,3%	10,7%	10,5%	11,2%
Dic-15	3,8%	10,2%	10,6%	9,7%	10,3%

Fuentes: Elaboración propia

La Tabla A.2- 1 recoge, de forma resumida, la rentabilidad acumulada, en términos anualizados, de los Índices CCP frente al Ibex-35 hasta diciembre de 2015⁸. Según estos resultados, la cartera de privatizaciones española habría

⁸ Se han corregido los datos de rentabilidad correspondientes a diciembre de 2011 para incluir el efecto derivado de determinados dividendos y entrega de acciones liberadas que no habían sido tenidos en cuenta en el Informe de Actividades de dicho año. Dicho ajuste ha determinado un incremento de la rentabilidad acumulada anualizada +0,1% de los índices de privatizaciones y del +0,2% en el caso del CCP2 respecto a los publicados en el anterior Informe de Actividades. En todo caso, dicha corrección no afecta a las consideraciones

tenido, en general, un comportamiento más favorable en términos de rentabilidad que la media del mercado. Por tanto, los inversores que hubiesen acudido a las OPV de privatización habrían obtenido, para un mismo intervalo de tiempo, un rendimiento superior al del IBEX-35.

Tales resultados se habrían mantenido tanto en periodos de descenso bursátil como en épocas de crecimiento del mercado. Así, en un periodo de descenso acusado del mercado de valores, como el ocurrido entre diciembre de 2007 y febrero de 2009, el Ibex-35 retrocedió un 50%, mientras que los índices de privatizaciones para inversores minoristas lo hicieron en un 23% (Índice CCP) y un 11% (Índice CCP ponderado). Esto mismo se volvió a repetir en la bajada experimentado por el mercado bursátil a partir de enero de 2010 y que se mantuvo hasta mediados de 2012. En ese intervalo el Ibex-35 registró una bajada del 44%, mientras que la cartera de valores privatizados para inversores minoristas ha tenido unas pérdidas del 8% y del 10% para la cartera de valores ponderada y sin ponderar, respectivamente.

Como decíamos, dicho comportamiento se ha repetido también en épocas de subida del mercado bursátil, en los cuales la cartera de valores privatizados también había venido registrando, en general, un comportamiento mejor que el de la media del mercado español. Así ocurrió, por ejemplo, entre junio de 2003 y octubre de 2007, donde el Ibex-35 tuvo una subida del 171%. Los índices de la cartera de valores privatizados para inversores minoristas lo hicieron en un 204% (Índice CCP) y un 189% (Índice CCP ponderado). Sin embargo, desde mediados de 2012, el mercado de valores ha venido experimentando una mejoría que, a diferencia de lo ocurrido en otras etapas de crecimiento bursátil, está siendo significativamente superior en términos porcentuales al comportamiento de los índices de privatizaciones en ese intervalo.

El comportamiento de la cartera de valores privatizados podría estar

globales incluidas en el mismo acerca de la evolución de los citados índices de privatizaciones y su comparación con el mercado bursátil.

relacionado con el coeficiente *beta*⁹ asociado a la misma, estimado en un valor de 0,92 en el caso de la cartera ponderada y de 0,99 para la cartera sin ponderar¹⁰.

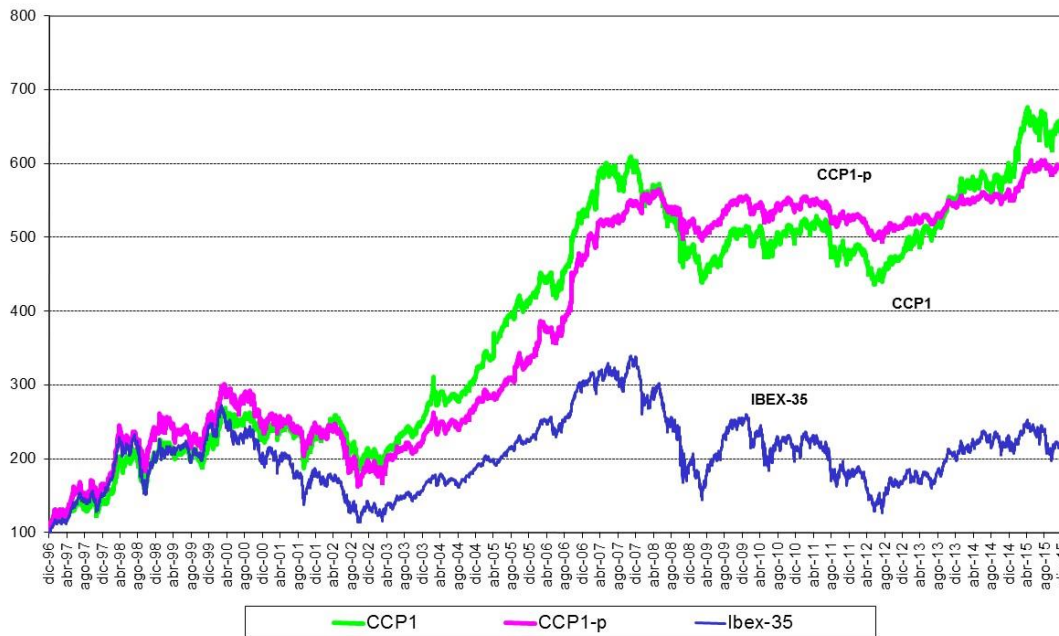
En los gráficos siguientes se representa la evolución de los Índices CCP de Privatizaciones ponderado y sin ponderar diferenciando, en ambos casos, entre un inversor institucional (Gráfico A.2- 2) y un minorista (Gráfico A.2- 2). En ellos se observa que, en general, la rentabilidad de la cartera de un inversor minorista es mayor que la de un institucional. Tales diferencias responden a los distintos incentivos reservados a los primeros en este tipo de colocaciones, como la entrega de acciones gratuitas, los incentivos por mantenimiento de acciones en la cartera o el mayor descuento en el precio de venta.

⁹ El coeficiente *beta* asociado a un activo financiero mide el riesgo de mercado o sistemático, o no diversificable, asociado a un valor y representa la sensibilidad del título ante los movimientos del mercado bursátil. Por su parte, el coeficiente *beta* de una cartera se obtiene como el promedio ponderado de los coeficientes beta de cada uno de los títulos incluidos en ella.

El valor de la *beta* del mercado es, por definición, igual a uno. Los valores con *beta* superior (inferior) a la unidad tienen un riesgo superior (inferior) al del mercado y, en consecuencia, son más (menos) sensibles ante las oscilaciones del mercado. De acuerdo al modelo CAPM, dado su mayor (menor) riesgo, en equilibrio su rentabilidad esperada será mayor (menor) que la rentabilidad media del mercado bursátil.

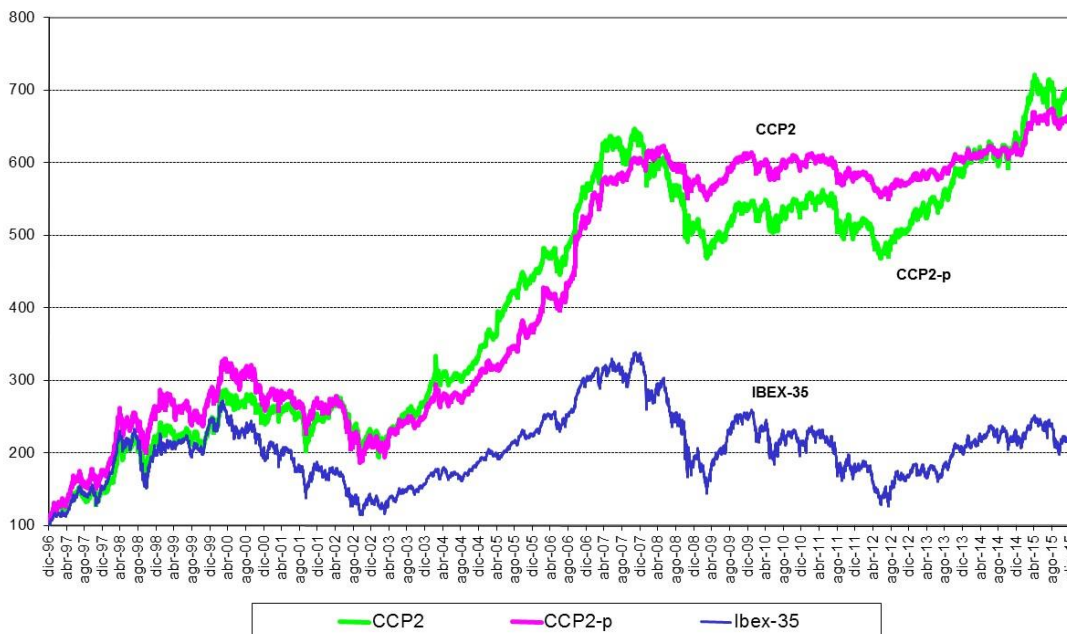
¹⁰ Las *betas* de la cartera de privatizaciones se han estimado a partir de los coeficientes *beta* para las últimas 250 sesiones de cada uno de los valores incluidos en la misma, publicados por la Sociedad de Bolsas en su informe anual de 2015. Dado que no existía dicho valor para las acciones de AENA por ser su cotización en bolsa reciente, siendo las que acumulan un mayor peso dentro de la cartera de valores privatizados ponderada, se ha utilizado a efectos de este cálculo el valor de la beta de esta sociedad estimado en enero de 2016 sobre la base de las últimas 120 sesiones.

Gráfico A.2- 1 Evolución de los Índices CCP1 y CCP1-ponderado frente al Ibex-35 (Inversor institucional)



Fuente: Elaboración propia a partir de cotizaciones bursátiles

Gráfico A.2- 2. Evolución de los Índices CCP2 y CCP2-ponderado frente al Ibex-35 (Inversor minorista)

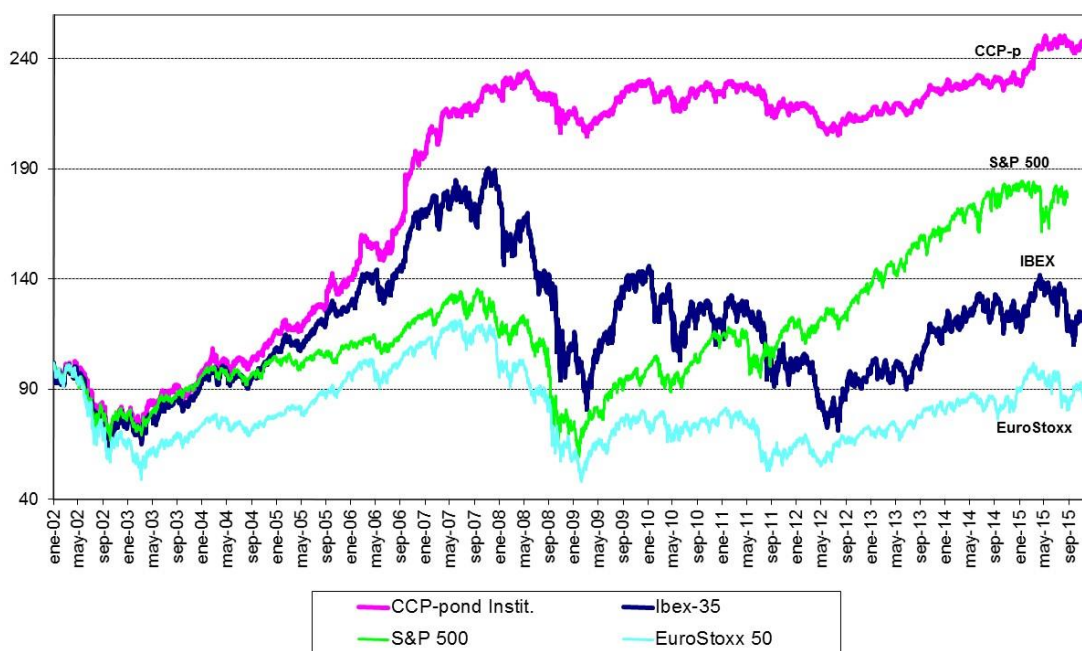


Fuente: Elaboración propia a partir de cotizaciones bursátiles

Finalmente, puede resultar de interés comparar la evolución de la cartera de títulos privatizados no sólo con el mercado de valores español, con el que, como se ha puesto de manifiesto, existe una fuerte correlación, sino también con las bolsas de valores en el ámbito internacional. Tomando el caso del Eurostoxx-50 como indicador de la zona euro, se observa que, en general, en el intervalo temporal considerado, la evolución de dicho indicador ha sido menos favorable que la del mercado bursátil español y, en especial, que la de la cartera de privatizaciones (Gráfico A.2- 3). En los últimos dos años, sin embargo, el comportamiento del índice europeo ha sido muy similar al del mercado español.

En todo caso, el Gráfico A.2- 3 viene a poner de manifiesto que, en términos generales y considerando todo el intervalo temporal analizado, la cartera de valores privatizados ha experimentado una mayor revalorización en el largo plazo que la media del mercado español y europeo.

Gráfico A.2- 3 Evolución de los Índices mundiales frente al Índice de privatizaciones (Inversor institucional)



INDICE DE ABREVIATURAS

AENA: Entidad Pública Empresarial Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea

AIE: Agencia Industrial del Estado

BOE: Boletín Oficial del Estado

CABE: Centro de Asesoramiento y Búsqueda de Empleo, S.L.

CAPM: Capital Asset Pricing Model- Modelo de valoración de activos de capital

CCP: Consejo Consultivo de Privatizaciones

CDTI: Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial

ENAIRE: Entidad Pública Empresarial ENAIRE, denominación a partir del 4 de julio de 2014 de la antigua Entidad Pública Empresarial AENA

IAG: International Airlines Group S.A.

IGAE: Intervención General de la Administración del Estado

INTA: Instituto Nacional de Técnica Aeroespacial “Esteban Terradas”

OPA: Oferta Pública de Adquisición

OPV: Oferta Pública de Venta

PIB: Producto Interior Bruto

RENOSA: Remolcadores del Noroeste, S.A.

SEPI: Sociedad Estatal de Participaciones Industriales

SEPPa: Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales

SEVALAE: Sociedad para la Venta de Loterías y Apuestas del Estado.

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Avda. de Burgos, 17, planta 9 derecha. - Edificio Triada A - 28036 Madrid - Tel. 91 383 47 10 - www.ccp.es