

# PRIVATIZACIÓN DE ALFIL LOGISTICS, S.A.

## 1. INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha examinado el expediente sobre el proceso de privatización del 40% del capital social que RENFE-Operadora (en adelante “RENFE”) posee en Alfil Logistics, S.A. (en adelante “Alfil”). El otro accionista de Alfil mantiene una participación del 60% en su capital social y sería el comprador en esta operación.

Alfil está incluida en el Anexo VI del “*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 en el que se incluyen “*Sociedades mercantiles susceptibles de desinversión*”.

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

## 2. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

Alfil se creó en enero de 2000 y su capital está participado por RENFE, que posee el 40% de las acciones y el resto por un accionista privado. La actividad principal de la empresa consiste en la realización de operaciones de transporte, distribución y demás actividades logísticas de mercancías transportadas por vía terrestre. El 90% del transporte de la mercancía se realiza por carretera, siendo el transporte por ferrocarril un servicio complementario.

La sociedad mantiene un convenio de transporte firmado con Multi RENFE Mercancías S.A. para la realización de los tráficos, en ambos sentidos, entre Madrid y Barcelona y entre Barcelona y Murcia.

Los Estatutos vigentes de la sociedad establecen en su artículo 6 que es libre la transmisión de acciones a favor de otro accionista. Fuera de tales casos, esto es, en caso de venta a un tercero, se regula un derecho de adquisición preferente a favor de los accionistas de la sociedad. En caso de que ningún accionista desee las acciones puestas a la venta, la propia Sociedad también dispone de un derecho de adquisición preferente de dichas acciones.

A finales de 2012 RENFE decidió contratar a un asesor externo para realizar una valoración de varias empresas, entre ellas Alfil. Para ello se realizó una convocatoria a la que se invitaron *“a cuatro compañías de reconocido prestigio en el sector”*. Después de analizar las propuestas de colaboración realizadas se adjudicó el contrato a la firma KPMG Asesores S.L. que era la que había obtenido una mayor puntuación en el baremo. El correspondiente contrato se firmó el 27 de diciembre de 2012.

Con fecha 23 de enero de 2013 el valorador entregó el informe de valoración, realizado mediante el método del descuento de flujos libres de caja para el accionista. También se empleó como método de contraste el análisis de múltiplos de empresas cotizadas comparables.

Desde el año 2012 RENFE mantuvo negociaciones con el otro socio de Alfil en las que se alcanza un preacuerdo en agosto de 2012 y culminan el 25 de marzo de 2013 con un acuerdo de venta de la participación de RENFE por un importe de 1.344.149,12 euros.

El 15 de abril de 2013 RENFE remitió a S.A. Damm, el otro accionista de Alfil, una carta, adjuntando sendos borradores de acuerdo de compraventa y de acuerdo de accionistas, para que manifestara su conformidad con los términos de la operación. El mismo día 15 de abril S.A. Damm manifestó por escrito su conformidad con el texto y las condiciones contenidas tanto en el borrador del Contrato de Compraventa de acciones de Alfil como en el Acuerdo de Accionistas.

Según el Acuerdo de Accionistas aprobado por RENFE y S.A. Damm, ambos se comprometen a repartir un dividendo correspondiente al ejercicio 2012 de 280.000 euros, de los cuales corresponderían 112.000 euros a RENFE. Asimismo se acuerda un reparto extraordinario de dividendos con cargo a reservas para su inmediato pago, previo a la compraventa de las acciones, por un importe de 213.000 euros, de los cuales corresponderían 85.000 euros a RENFE.

El Consejo de Administración de RENFE acordó el 4 de junio de 2013 vender las acciones de RENFE en Alfil por un importe de 1.344.149,12 euros al *“otro accionista de la sociedad, esto es, la Sociedad Anónima DAMM, en el ejercicio de su derecho de adquisición preferente contenido en los estatutos...”* La efectividad de la desinversión *“queda condicionada a la obtención de la correspondiente autorización de las autoridades administrativas que pudiesen corresponder.”*

El Consejo Consultivo de Privatizaciones ha recibido el expediente de la privatización de Alfil el 9 de octubre de 2013 y, con posterioridad, ha ido recibiendo información adicional y ha mantenido reuniones y contactos con representantes del Ministerio de Fomento y de RENFE sobre esta operación.

### **3. CONSIDERACIONES DEL CCP**

#### **A) Sobre la selección del comprador**

En la actual operación no ha existido un proceso concurrencial para la selección del comprador. El CCP ha estimado que en aquellos casos en los que se recurra a una adjudicación directa tendrían que ser excepcionales y estar suficientemente justificados.

En este proceso concurren dos circunstancias que, a priori, suponían una importante limitación a la concurrencia: la existencia de derechos de adquisición preferente a favor del otro socio y el hecho de que el principal y casi único cliente de la empresa en venta fuese precisamente el otro socio. De este modo, el socio mayoritario (60%) que posee derechos de adquisición preferente y está interesado en la adquisición es, además, el principal cliente y responsable de un 75% de la facturación de la empresa en venta.

Por separado, cada una de estas circunstancias tiene el efecto claro de desincentivar la concurrencia al disminuir el atractivo de participar en el proceso a posibles terceros interesados. Aún así, cuando se ha producido alguna de estas circunstancias aisladamente el CCP ha recomendado que, en la medida de lo posible, se incentive la concurrencia, aun conociendo que el previsible resultado final sería la no presentación de competidores.

Cuando las dos circunstancias se dan simultáneamente, es decir, que el socio mayoritario con derechos de adquisición preferente sea, además, el principal cliente, las posibilidades de que exista una potencial concurrencia son muy reducidas, sobre todo si el socio está interesado en la compra. Este es el caso de la actual operación y, por ello, se considera que se encuentra justificada la actuación de RENFE de entablar negociaciones bilaterales directamente con el otro socio de Alfil.

## **B) Sobre la fijación del precio en procesos sin concurrencia**

En procesos en los que no existe concurrencia uno de los aspectos más complejos reside en la fijación del precio que, en última instancia, dependerá de la negociación bilateral entre el vendedor y comprador.

En el actual proceso el precio acordado se ha basado en el valor teórico contable de la sociedad a 30 de junio de 2012, acordándose dos repartos de dividendos desde entonces para ajustar el precio a las variaciones que se generaron desde dicha fecha. Así, al precio de 1,34 millones, que procedía del preacuerdo, habría que añadir unos ingresos adicionales de 112 miles de euros correspondiente al ejercicio 2012 y 85 miles de euros correspondientes a un reparto extraordinario de dividendos con cargo a reservas.

Debido a la ausencia de otras referencias de mercado, en estos procesos el CCP ha recomendado algunas medidas que, de alguna manera, intenten paliar las dificultades a las que se enfrenta el vendedor y que contribuirían a incrementar la transparencia y las garantías del proceso. A continuación se revisan algunas de estas medidas y su aplicación a la actual operación, entre las que se encuentran algunas como la de incluir una cláusula sobre las potenciales futuras plusvalías que pudiera obtener el comprador, eliminar cualquier responsabilidad por contingencias o vicios ocultos de la empresa o la realización de un informe externo de valoración.

### **C) Sobre la cláusula de plusvalías**

En ausencia de un proceso competitivo para seleccionar al comprador no se puede contar con otras referencias de mercado sobre el valor de la empresa en venta. Uno de los indicios de que el precio finalmente acordado fuese bajo sería el hecho de que el comprador revendiera, en un plazo breve, las acciones adquiridas a un tercero por un precio significativamente superior.

Por ello, la recomendación clara en la que el CCP ha insistido para enfrentarse a esta situación consiste en que, en el contrato de compraventa, se incluya una cláusula en función de la cual el vendedor participe en las posibles plusvalías que se puedan generar en hipotéticas operaciones de reventa que se pudieran realizar durante un determinado periodo de tiempo posterior a su formalización. El Consejo ha insistido en que este tipo de cláusulas son especialmente necesarias en operaciones en las que no ha existido concurrencia y esa importancia se incrementa cuando el comprador tiene una posición mayoritaria en el capital de la empresa, como ocurre en la operación de Alfil.

En esta operación se ha incluido una cláusula de este tipo en el borrador de contrato aceptado explícitamente por las partes. En concreto, se prevé una participación del vendedor en el 100% de las plusvalías que se puedan generar en el caso de que comprador transmita, total o parcialmente, las acciones objeto de la operación durante un plazo de un año. Esta cláusula se adapta a las recomendaciones del CCP para operaciones de este tipo.

### **D) Sobre la exención de contingencias**

Para todas las operaciones el CCP ha recomendado que se tenga especial cuidado en limitar las contingencias por vicios ocultos que puedan ser reclamadas al vendedor con posterioridad a la venta. No obstante, esta recomendación habría que llevarla al límite e intentar excluir al vendedor de cualquier tipo de contingencia en aquellos casos en que el comprador esté

presente en el capital de la empresa y, sobre todo, cuando dispone de una mayoría de control ya que, naturalmente, tendría acceso a la mayor información posible y sería el responsable de la gestión que haya podido generar esas contingencias.

En esta operación, RENFE ha negociado la inclusión de una cláusula de indemnidad por la cual la parte compradora *“declara conocer la situación en la que se encuentra la misma, sin que tenga nada que reclamar a la vendedora por la situación patrimonial de la misma.”* Asimismo, *“se excluye a la vendedora de cualquier tipo de responsabilidad relacionada con Acciones objeto de la compraventa, renunciando expresamente la Compradora a la realización de cualquier tipo de acción de indemnización por vicios ocultos o por daños y perjuicios de cualquier índole que pudiesen surgir con fecha posterior a la del presente Contrato independientemente del momento en el que se hayan generado las mismas.”*

Por tanto, esta cláusula incluida en el borrador de contrato, de nuevo, se adecúa a la recomendación del CCP para los casos en que la posición accionarial previa del comprador le otorgue la gestión de la empresa.

### **E) Sobre el informe de valoración externo y la selección del valorador**

Por otro lado, cuando no existen referencias adicionales de mercado sobre el valor de la empresa, la realización de un informe de valoración externo tiene mayor importancia para fortalecer la transparencia de la operación sin que, en opinión del CCP, tenga que tener un carácter vinculante para la fijación de precio.

Uno de los aspectos que el CCP ha resaltado es que exista, al menos, un informe de valoración realmente externo en el sentido de que la entidad que lo realice no tenga más vinculación con la operación que precisamente la realización de dicho informe. Es decir, la entidad que lo realizara no debería tener vínculos con el vendedor ni, por ejemplo, asesorarle financieramente en

la operación ni tener su remuneración vinculada a la culminación de la compra-venta. Esto no excluye que, lógicamente, el vendedor tenga su propia valoración o que un hipotético asesor financiero del vendedor realice la suya propia.

Este requisito se cumple en la operación de Alfil ya que RENFE ha contratado a una entidad externa, KPMG Asesores, para realizar exclusivamente el informe de valoración con una remuneración no vinculada al éxito de la operación.

Para la selección de esta entidad encargada de realizar el informe de valoración el Consejo ha insistido en la utilización de procesos concurrenciales en los que se incentive la competencia. En este caso, el vendedor ha realizado un proceso con convocatoria limitada invitando a cuatro entidades, de las cuales todas presentaron una propuesta de colaboración. En estos procesos el CCP recomienda elevar el número de convocados previendo que alguno, o algunos de ellos, podría no llegar a presentar oferta, como así ha ocurrido en otros procesos de privatización, lo que provocaría una situación de escasa concurrencia.

Por otra parte, la entidad seleccionada tiene el encargo de realizar el informe de valoración de dos de las empresas del vendedor. Esta puede ser una buena medida para reducir los costes aparejados tanto en la selección de valorador independiente como en el coste por informe, que sería apropiada para procesos de venta de empresas pequeñas o de participaciones de escaso importe.

El proceso de selección del valorador se basó en la aplicación de un baremo en el que la oferta económica tenía una ponderación del 70% y el resto correspondía a la oferta técnica. RENFE informa que una vez recibidas, analizadas y valoradas las cuatro ofertas, se selecciona a KPMG Asesores por obtener la mayor puntuación en ambos criterios.

A la vista de la información facilitada por RENFE, todas las ofertas obtuvieron la máxima puntuación respecto a los criterios técnicos, por lo que finalmente el criterio efectivo de adjudicación fue la oferta económica presentada por los candidatos, lo que incrementa la objetividad y la transparencia de la decisión adoptada. En la práctica, el sistema se aproximó al propugnado por el CCP de exigir el cumplimiento de unos requisitos técnicos y, entre los que los superen, realizar la selección a través del criterio del precio.

Por otra parte, el CCP también le ha dado importancia al momento en el que se realice el informe de valoración externa. Así, por un lado, ha recomendado que, en los procesos competitivos, se realice de manera previa a la presentación de las ofertas y, en los procesos no concurrenciales, se entregue con anterioridad al inicio de las negociaciones sobre el precio. Esta última recomendación se entiende que podría ser compleja de instrumentar ya que, en muchas ocasiones, para anticipar si podría ser viable siquiera la operación, se necesita unos contactos previos con el potencial comprador que, por ejemplo, podría disponer de derechos de tanteo, o ser el principal cliente o ambas cosas, como sucede en la actual operación. Por ello, en estas ocasiones, se recomienda que el informe sea entregado, en todo caso, con anterioridad a que se llegue al acuerdo sobre el precio. Asimismo, se recomienda que la elaboración del informe de valoración no se encuentre demasiado lejana en el tiempo del momento en que se adjudica la empresa o del momento en que se cierran las negociaciones con la aceptación del contrato o borrador de contrato de compraventa.

En esta operación, la fecha de elaboración del informe de valoración (enero de 2013) es posterior al inicio de las negociaciones, así como, al preacuerdo de venta firmado por el comprador en agosto de 2012. Aunque, en todo caso, el informe de valoración se presenta antes del acuerdo entre las partes (marzo 2013), el CCP insiste en la conveniencia de que dicho informe sea elaborado con anterioridad a que se alcance un posible preacuerdo.

Por otra parte, la fecha del informe no se encuentra muy alejada del momento (abril de 2013) en que las partes aprueban explícitamente el borrador de contrato de la compraventa.

## **F) Sobre los contenidos de los informes de valoración**

En el presente informe de valoración, el método principal es el descuento de los flujos libres de caja y el descuento del flujo de caja disponible para el accionista, y se complementa con un análisis de múltiplos o ratios de empresas supuestamente comparables, lo que concuerda con la postura del Consejo sobre este tema.

El informe de valoración se ha realizado sobre la base de la información financiera y las proyecciones de la cuenta de resultados y de balance para el periodo 2013-2017 que han sido preparadas por la Dirección de RENFE y contrastadas con la Dirección de Alfil. En este caso, KPMG no llega a realizar un análisis de la razonabilidad de tales proyecciones, si bien, ha *“evaluado globalmente el racional de las mismas en consonancia con la actividad esperada de la Compañía”*. Por otra parte, KPMG realiza varios escenarios y utiliza diferentes hipótesis que, en algunos casos, necesitarían de un mayor esfuerzo en su explicación y justificación.

Este es uno de los puntos en que más ha insistido el CCP sobre las valoraciones, debido a la necesidad de realizar un buen número de diferentes supuestos e hipótesis y la aplicación de distintos métodos y escenarios. Asimismo, se considera que, aunque la información que reciba del vendedor y de la empresa en venta — como por ejemplo los planes de negocios de los que se deriva las proyecciones de flujos para los siguientes años — constituyan la base y el punto de partida de su trabajo, la entidad valoradora debería realizar su propio análisis sobre la razonabilidad de dichas proyecciones e introducir las modificaciones que estime necesarias.

## 4. CONCLUSIONES

En el proceso de venta de la participación de RENFE-Operadora en el capital de Alfil Logistics, S.A., que asciende al 40%, el vendedor no ha recurrido a procesos concursenciales para proceder a la selección del comprador. La justificación descansa, básicamente, en que el comprador no sólo es el socio mayoritario de la empresa con un 60% del capital de Alfil Logistics, S.A., ostentando derechos de adquisición preferente, sino que, además, es su principal cliente, alcanzando el 75% de la facturación de Alfil Logistics, S.A. La conjunción de todas estas características, en opinión del Consejo Consultivo de Privatizaciones, hacen muy poco viable un proceso concursencial cuando el socio está interesado en la adquisición de las acciones y, por tanto, se encuentra una debida justificación a proceder a negociar directamente con el otro socio de la empresa.

Teniendo en cuenta las importantes limitaciones que se derivan de la situación expuesta en el párrafo anterior, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha analizado el expediente de la privatización de Alfil Logistics, S.A. y considera que, tanto en el proceso de privatización como en la propuesta concreta de venta de la participación del 40% de RENFE-Operadora en Alfil Logistics, S.A, se ha realizado un esfuerzo suficiente para adaptarse a los principios por los que este Consejo tiene que velar, y se remite a sus recomendaciones contenidas en el apartado 3 de este informe.

*12 de noviembre de 2013*