

# **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.*”<sup>1</sup> 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).

---

<sup>1</sup> Dictamen disponible en [http://www.ccp.es/archivos/oinf\\_20.pdf](http://www.ccp.es/archivos/oinf_20.pdf)

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 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 propuesto 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 OPVs 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