

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