

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 privatización¹ 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 Aena². En este dictamen también se analizaron las modificaciones introducidas en los pliegos para la selección de los

¹ “Dictamen sobre el diseño para la privatización de Aena Aeropuertos, S.A.”, http://www.ccp.es/archivos/oinf_20.pdf

² “Actualización del dictamen sobre el diseño de la privatización de Aena Aeropuertos, S.A.”, http://www.ccp.es/archivos/oinf_24.pdf

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 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 accionarial 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 / NMA1 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 inversor³).

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 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.

³ 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 fuere 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.

→ 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 transmita 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 OPVs, 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 OPVs 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 OPVs 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