

## III. OTRAS DISPOSICIONES

### CORTES GENERALES

- 131** *Resolución de 10 de octubre de 2017, aprobada por la Comisión Mixta para las Relaciones con el Tribunal de Cuentas, en relación con el Informe de fiscalización de las operaciones de compraventa de títulos representativos del capital social de empresas de capital mayoritariamente privado realizadas por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, durante el ejercicio 2013.*

La Comisión Mixta para las Relaciones con el Tribunal de Cuentas, en su sesión del día 10 de octubre de 2017, a la vista del Informe remitido por ese Alto Tribunal acerca del Informe de fiscalización de las operaciones de compraventa de títulos representativos del capital social de empresas de capital mayoritariamente privado realizadas por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, durante el ejercicio 2013, acuerda:

Asumir el contenido del citado Informe, así como sus conclusiones y sus recomendaciones, adaptadas a la situación jurídica actual.

Palacio del Congreso de los Diputados, 10 de octubre de 2017.—El Presidente de la Comisión, Eloy Suárez Lamata.—El Secretario Primero de la Comisión, Vicente Ten Oliver.

## **INFORME DE LA FISCALIZACIÓN DE LAS OPERACIONES DE COMPRAVENTA DE TÍTULOS REPRESENTATIVOS DEL CAPITAL SOCIAL DE EMPRESAS DE CAPITAL MAYORITARIAMENTE PRIVADO REALIZADAS POR LA SOCIEDAD ESTATAL DE PARTICIPACIONES INDUSTRIALES DURANTE EL EJERCICIO 2013.**

**EL PLENO DEL TRIBUNAL DE CUENTAS**, en el ejercicio de su función fiscalizadora establecida en los artículos 2.a), 9 y 21.3.a) de la Ley Orgánica 2/1982, de 12 de mayo, del Tribunal de Cuentas, y a tenor de lo previsto en los artículos 12 y 14 de la misma disposición y concordantes de la Ley 7/1988, de 5 de abril, de Funcionamiento del Tribunal de Cuentas, ha aprobado, en su sesión de 23 de febrero de 2017, el **“Informe de la Fiscalización de las operaciones de compraventa de títulos representativos del capital social de empresas de capital mayoritariamente privado realizadas por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales durante el ejercicio 2013”**, y ha acordado su elevación a las Cortes Generales, según lo prevenido en el artículo 28 de la Ley de Funcionamiento.

## ÍNDICE

### I.- INTRODUCCIÓN

I.1.-INICIATIVA DEL PROCEDIMIENTO

I.2.-OBJETIVO Y ALCANCE DE LA FISCALIZACIÓN

I.3.- ANTECEDENTES DE LA ENTIDAD FISCALIZADA

I.4.- TRÁMITE DE ALEGACIONES

### II.- RESULTADOS DE LA FISCALIZACIÓN

II.1.- RÉGIMEN PATRIMONIAL APLICABLE A LAS OPERACIONES FISCALIZADAS

II.2.- VENTA DE ACCIONES DE EUROPEAN AERONAUTIC DEFENCE AND SPACE COMPANY, N.V. (EADS)

II.3.- VENTA DE LA PARTICIPACIÓN DEL INSTITUTO NACIONAL DE TÉCNICA AEROSPACIAL “ESTEBAN TERRADAS” (INTA) EN EL CAPITAL SOCIAL DE HISPASAT, S.A.

II.3.1.-Estimación por terceros del precio de la participación enajenada

II.3.1.1.- Metodología principal de valoración empleada

II.3.1.2.- Metodología de contraste

II.3.1.3.- Valoración integrada

II.3.2.-Autorización de la venta

II.4.- ADQUISICIÓN POR SEPI DE LA PARTICIPACIÓN DEL GRUPO BANCO FINANCIERO Y DE AHORROS, S.A. EN EL CAPITAL SOCIAL DE INDRA SISTEMAS, S.A.

II.4.1.- Régimen de autorizaciones de la transmisión

II.4.2.- Transmisión de las acciones de Indra a SEPI

II.4.3.- Liquidación y registro de la operación

### III.- CONCLUSIONES

### IV.- RECOMENDACIONES

### ANEXOS

### ALEGACIONES FORMULADAS

## SIGLAS Y ACRÓNIMOS

A.A.	Acuerdo de Accionistas
Abertis	Abertis Telecom, S.A.
AGE	Administración General del Estado
AIE	Agencia Industrial del Estado
BFA	Banco Financiero y de Ahorro, S.A.
CASA	Construcciones Aeronáuticas, S.A.
CDTI	Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial
Daimler	Daimler AG
DASA AG	Daimler Aerospace AG
DGPE	Dirección General del Patrimonio del Estado
DFCF	Discounted Free Cash Flow
EADS	European Aeronautic Defence and Space Company, N.V.
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
Eutelsat	Eutelsat Services und Beteiligungen GmbH
EV	Enterprise Value
FFPP	Fondos Propios
FMI	Fondo Monetario Internacional
FROB	Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria
<i>g</i>	Tasa de crecimiento en perpetuidad
GZBV	Gesellschaft zur Beteiligungsverwaltung GZBV mbh & Co. KG
Hisdesat	Hisdesat Servicios Estratégicos, S.A.
Hispasat	Hispasat, S.A.
IBERCLEAR	Denominación comercial del Depositario Central de Valores español
ICMS	Impuesto de Circulación de Mercancías y Servicios
Indra	Indra Sistemas, S.A.
INH	Instituto Nacional de Hidrocarburos
INI	Instituto Nacional de Industria
INISEL	Empresa Nacional de Electrónica y Sistemas, S.A.
INTA	Instituto Nacional de Técnica Aeroespacial "Esteban Terradas"
INTELSAT	Intelsat, Ltd.,
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
Lagardère	Lagardère SCA
LOFAGE	Ley de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado
LPAP	Ley de Patrimonio de las Administraciones Públicas
OM	Orden Ministerial
OPA	Oferta Pública de Adquisición de Acciones
PN	Plan de Negocios
RD	Real Decreto
SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
SEPPa	Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales, S.A.
SE	Sociedad Europea
SES	SES, S.A.
Sogepa	Société de Gestion de Participations Aéronautiques
Sogeade SCA	Société de Gestion de L'Aéronautique de la Défense et de L'Espace
WACC	Weighted Average Cost of Capital

## RELACIÓN DE CUADROS

NÚMERO	TÍTULO
1	Evolución del número de acciones de EADS en circulación
2	Detalle del resultado de la venta de acciones de EADS
3	Evolución de la participación de los integrantes del "Acuerdo de Accionistas" (AA) en el capital y en los derechos de voto de la Compañía a 31 de diciembre de 2013 y de 2014
4	Valor estimado a 31 de diciembre de 2012 por el Método de DFCF de la Participación del INTA en Hispasat
5	Valores estimados a 30 de junio de 2013 por el Método de DFCF de la Participación del INTA en Hispasat
6	Desglose de las tasas de descuento (WACC) aplicadas en las valoraciones
7	Comparación de los ajustes realizados por las entidades valoradoras
8	Extrapolación realizada por los dos valoradores españoles a partir del precio pagado en diciembre de 2012 por el 13,23% del capital social de Hispasat
9	Extrapolación realizada por el valorador japonés partiendo de las transacciones cerradas entre 2002 y 2012 con acciones de Hispasat
10	Estimación basada en la suma de partes del Grupo Abertis
11	Extrapolación de métricas de transacciones con títulos de Compañías del Sector de Satélites Fijos
12	Extrapolación de valoraciones disponibles de operadores de satélites puros
13	Comparación de las métricas resultantes de las dos últimas transacciones realizadas con acciones de Hispasat
14	Distribución por Entidades titulares de la participación transmitida

## **INFORME DE LA FISCALIZACIÓN DE LAS OPERACIONES DE COMPRAVENTA DE TÍTULOS REPRESENTATIVOS DEL CAPITAL SOCIAL DE EMPRESAS DE CAPITAL MAYORITARIAMENTE PRIVADO REALIZADAS POR LA SOCIEDAD ESTATAL DE PARTICIPACIONES INDUSTRIALES DURANTE EL EJERCICIO 2013.**

### **I.- INTRODUCCIÓN**

#### **I.1.-INICIATIVA DEL PROCEDIMIENTO**

La fiscalización se ha llevado a cabo a iniciativa del Tribunal de Cuentas, figurando incluida en el Programa de Fiscalizaciones para el año 2014, aprobado por el Pleno del Tribunal de Cuentas el 23 de diciembre de 2013. Con fecha 26 de junio de 2014 se aprobaron las Directrices Técnicas que se han observado en el desarrollo de los trabajos de fiscalización.

#### **I.2.-OBJETIVO Y ALCANCE DE LA FISCALIZACIÓN**

La fiscalización ha tenido como objetivo el examen de las operaciones de compraventa de acciones de empresas de capital mayoritariamente privado realizadas por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) durante el ejercicio 2013. La fiscalización, de carácter integral, ha perseguido conjuntamente los objetivos de una fiscalización de cumplimiento, financiera y de gestión, objetivos que se relacionan a continuación:

- a) El examen del cumplimiento por SEPI de las prescripciones que contenían los acuerdos de Consejo de Ministros en los que se autorizaron las operaciones, de las disposiciones generales que regulan la administración del patrimonio empresarial de la Administración General del Estado y de las previsiones que al efecto recoge la normativa particular que le es de aplicación.
- b) La comprobación de que el registro de las operaciones fiscalizadas se adecue a los principios, criterios y normas contables aplicables, al objeto de emitir una opinión sobre la fiabilidad que ofrecen los estados financieros respecto a esas operaciones.
- c) Análisis del grado de cumplimiento por SEPI de los principios de economía, eficacia y eficiencia en relación con las operaciones analizadas.

En la ejecución de los trabajos se han aplicado las “Normas de Fiscalización del Tribunal de Cuentas” aprobadas por su Pleno el 23 de diciembre de 2013. En el desarrollo de las actuaciones fiscalizadoras no se han producido limitaciones al alcance que hayan impedido cumplir los objetivos previstos, habiendo prestado la Entidad pública, en general, una adecuada colaboración en el desarrollo de los trabajos de fiscalización. A la fecha de elaboración de este Informe, SEPI había rendido a este Tribunal sus cuentas anuales en su debido plazo.

En el curso de los trabajos no han surgido cuestiones relacionadas con las previsiones contenidas en la Ley Orgánica 3/2007, de 22 de marzo, para la igualdad efectiva de mujeres y hombres.

### I.3.- ANTECEDENTES DE LA ENTIDAD FISCALIZADA

SEPI se creó por el Real Decreto-Ley 5/1995, de 16 de junio, de Creación de determinadas Entidades de Derecho Público, el cual fue objeto de convalidación mediante Acuerdo del Congreso de los Diputados de 29 de junio de 1995, siendo posteriormente objeto de regulación mediante la Ley 5/1996, de 10 de enero, de Creación de determinadas Entidades de Derecho Público. De acuerdo con el artículo 10 de su Ley de creación, SEPI se configuró como una Sociedad Estatal de las recogidas en el entonces vigente artículo 6.1 b) del texto refundido de la Ley General Presupuestaria, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1091/1988, de 23 de septiembre.

Como consecuencia de la derogación de este artículo por la Ley 6/1997, de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado (LOFAGE), SEPI debía llevar a cabo su transformación en Entidad Pública Empresarial, correspondiendo al Consejo de Ministros, en virtud de lo dispuesto posteriormente en el Real Decreto-ley 15/1997, de 5 de septiembre, fijar la fecha y condiciones en que había de realizarse esa adecuación. Posteriormente, la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, de Patrimonio de las Administraciones Públicas (LPAP), en su disposición transitoria cuarta, estableció un plazo de un año para la presentación por el Gobierno ante las Cortes Generales de un proyecto de ley para la adaptación del régimen jurídico de SEPI a los conceptos y principios de la LOFAGE. Tal proyecto no había llegado a elaborarse cuando se publicó la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, que ha derogado la Ley 6/1997.

En virtud de la disposición adicional cuarta de la Ley 40/2015, SEPI dispone de tres años más desde el 2 de octubre de 2016, fecha de entrada en vigor de la nueva Ley, para adaptarse a su contenido. De acuerdo con lo dispuesto, a estos efectos, por la disposición transitoria segunda de la Ley 40/2015, SEPI continuará rigiéndose por su normativa específica hasta llevar a cabo dicha adaptación, por lo que hasta entonces SEPI seguirá siendo una Entidad de Derecho Público, sujeta al derecho privado, sin perjuicio de las materias en las que le sea aplicable la legislación presupuestaria, y con un régimen jurídico específico resultante de la Ley 5/1996 y disposiciones complementarias, con las modificaciones que en su régimen financiero y patrimonial llevó a cabo la Ley 20/2006, de 5 de junio, de modificación de la Ley 5/1996. Mediante RD 256/2012, de 27 de enero, SEPI quedó adscrita al Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas.

La creación de SEPI, de forma simultánea a la de la Agencia Industrial del Estado (AIE) y a la supresión del Instituto Nacional de Industria (INI) y del Instituto Nacional de Hidrocarburos (INH) se produjo en el marco de una reordenación institucional de la gestión de las participaciones industriales de titularidad estatal en la que se acordó la integración en SEPI de las participaciones accionariales del INH y de la Sociedad Teneo, S.A. en la que en 1992 se habían agrupado las participaciones en el capital de Empresas del INI que, por exigencias del mercado único europeo, debían ser gestionadas con criterios empresariales.

Con la supresión de la AIE por el RD-ley 15/1997, a la que se habían incorporado en 1995 las empresas del INI sujetas a planes de reestructuración, SEPI pasó a ser titular de la totalidad de la cartera industrial del Estado. Posteriormente y tras la habilitación llevada a cabo por la Ley 7/2001, de 14 de mayo, de modificación de la Ley de Patrimonio entonces vigente (texto articulado de la Ley de Bases del Patrimonio del Estado aprobado por Decreto 1022/1964), que atribuyó al Gobierno las competencias relacionadas con la reordenación de las participaciones accionariales

de titularidad estatal, se incorporaron a SEPI mediante sendos Acuerdos del Consejo de Ministros (de 25 de mayo de 2001 y 21 de febrero de 2003) un total de catorce participaciones accionariales de las que era titular la Administración General del Estado (AGE). Conforme a lo previsto por la vigente LPAP, el Consejo de Ministros en sesión de 16 de marzo de 2012, aprobó, igualmente, la incorporación a SEPI de las acciones representativas del 100% del capital social de la Sociedad Estatal Correos y Telégrafos, S.A.U., de las que era igualmente titular la AGE.

Corresponde a SEPI, como objetivos generales, en virtud del artículo 10.2 de la Ley 5/1996, obtener la mayor rentabilidad de las acciones que se le adjudiquen de acuerdo con las estrategias industriales de sus sociedades participadas y fijar criterios para una gestión de sus filiales acorde con el interés público, además de la gestión y amortización de la deuda generada por el extinguido INI. A partir de la adscripción en 1997 a SEPI de las empresas de las que había sido titular la extinguida AIE, SEPI se hizo cargo también en relación con estas empresas de la ejecución de las directrices del Gobierno en materia de modernización y reestructuración industrial, los regímenes especiales y derogaciones parciales de las normas comunitarias sobre competencia, de acuerdo con lo previsto en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

Para el cumplimiento de sus objetivos, el artículo 11 de la Ley 5/1996 atribuye a SEPI, entre otras funciones, la tenencia, administración, adquisición y enajenación de sus acciones y participaciones sociales, e impulsar y coordinar las actividades de las sociedades de las que sea titular, además de las funciones que le atribuya el Gobierno en materia de modernización del sector público empresarial español. Adicionalmente, mediante Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, por el que se establecieron las bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado, SEPI fue designada Agente Gestor del proceso de privatizaciones.

La Entidad debe ajustar su contabilidad a lo previsto en la normativa presupuestaria, a las disposiciones del Código de Comercio y al Plan General de Contabilidad de la empresa española. De acuerdo con lo que establece el artículo 168 de la Ley 47/2003, de 26 de noviembre, General Presupuestaria, la auditoría de las cuentas anuales de SEPI se realiza por la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

De acuerdo con la Disposición adicional vigésima segunda del Texto Refundido de la Ley de Contratos del Sector Público (RD Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre), el régimen de contratación de SEPI será el establecido en esta Ley para las entidades públicas empresariales.

A 31 de diciembre de 2013, SEPI tenía unos fondos propios de 3.035.879 miles de euros, frente a los 2.579.016 miles del ejercicio precedente. Con un Fondo Patrimonial de 5.139.388 miles y reservas por 93.641 miles, la Entidad acumulaba resultados negativos de ejercicios anteriores por 2.570.637 miles, presentando en 2013 un beneficio de 373.487 miles.

El Fondo Patrimonial de la Entidad estaba compuesto por su patrimonio fundacional, valor atribuido en los libros del INI y del INH al conjunto de bienes, derechos y obligaciones de ambas Entidades que le fueron asignados en la fecha que se formalizó la transmisión, por la incorporación de los activos y pasivos derivados de la disolución de Teneo, S.A. en 1996, de la supresión de la AIE en 1997 y de la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales, S.A. (SEPPa) en 2001, por la incorporación de participaciones accionariales de titularidad de la AGE autorizadas en Consejos de Ministros de 25 de mayo de 2001, de 21 de febrero de 2003 y de 16



de marzo de 2012 y por las aportaciones recibidas con cargo a los Presupuestos Generales del Estado a partir de 2007. El Fondo Patrimonial se ha reducido, por otra parte, como consecuencia del traspaso a la Dirección General del Patrimonio del Estado (DGPE) en 2000 de la sede histórica del INI, en la que la Sociedad tuvo también su domicilio social, y de dos participaciones accionariales de las que era titular en 2003, así como por la cesión a título gratuito en 2007 al Ministerio de Defensa de los suministros de munición adquiridos por SEPI en ejecución de los compromisos asumidos en la privatización de la Empresa Nacional Santa Bárbara de Industrias Militares, S.A.

Tras haber realizado la mayor parte de las participaciones accionariales asignadas, SEPI disponía a 31 de diciembre de 2013 de una inversión neta en instrumentos de patrimonio de 2.902.120 miles de euros: 2.055.779 miles en Empresas del Grupo y 846.341 miles en Empresas Asociadas. La Sociedad disponía, asimismo, de unos excedentes de tesorería de 1.161.580 miles, invertidos fundamentalmente en imposiciones a plazo fijo, pagarés, deuda pública y depósitos bancarios, presentando derechos de crédito netos por 6.326 miles con las sociedades de su Grupo. A la fecha de cierre del ejercicio 2013, SEPI acumulaba provisiones en el pasivo de su balance de situación por 1.694.824 miles para hacer frente a responsabilidades asumidas con las sociedades del Grupo, para reestructuraciones patrimoniales de estas empresas y para otras contingencias probables o ciertas.

#### **I.4.- TRÁMITE DE ALEGACIONES**

Dando cumplimiento a lo establecido en el artículo 44 de la Ley 7/1988, de Funcionamiento del Tribunal de Cuentas, las actuaciones practicadas fueron puestas de manifiesto al Presidente de SEPI, que también lo fue en el periodo fiscalizado. El contenido del Informe que se refiere a la intervención de SEPI en la venta por el Instituto Nacional de Técnica Aeroespacial, S.A. de su participación en el capital social de Hispasat, S.A. se ha puesto en conocimiento, igualmente, del Presidente de este Organismo, que también lo fue en el periodo fiscalizado. Las alegaciones presentadas por los respectivos representantes legales de SEPI y del INTA se han incorporado a este Informe.

Como resultado de las comprobaciones y diligencias acordadas después del trámite de observaciones, se practicaron nuevas actuaciones referidas a un aspecto puntual de la fiscalización que se volvieron a poner de manifiesto al Presidente de este Organismo; en respuesta al nuevo trámite se han recibido las alegaciones del actual Vicepresidente de la Entidad, que se incorporan al Informe, en el que se han realizado las modificaciones o aclaraciones que se han entendido procedentes como consecuencia del contenido de tales alegaciones.

Al tratamiento de las alegaciones recibidas se hace referencia en los apartados correspondientes, con independencia de dicho tratamiento, los resultados definitivos de la fiscalización son los que figuran en los sucesivos apartados del propio Informe. Las alegaciones remitidas han sido analizadas y valoradas, suprimiéndose o modificándose el texto cuando el contenido de aquellas se comparte; en caso contrario se ha justificado esta circunstancia en una nota a pie de página. En aquellos casos en que las alegaciones constituyen meras explicaciones sobre los hechos expuestos en el Informe o cuando no se justifican documentalmente los criterios o afirmaciones mantenidas en ellas, no se ha alterado el texto del Informe.

## II.- RESULTADOS DE LA FISCALIZACIÓN

Durante el ejercicio 2013, SEPI redujo la participación de la que era titular en el capital social emitido por European Aeronautic Defence and Space Company, N.V. (EADS) del 5,4% al 4,13% en el marco de una reestructuración accionarial acordada con los principales accionistas de esta Compañía y en los términos pactados con éstos.

En ese mismo ejercicio, SEPI intervino en la venta directa por parte del Instituto Nacional de Técnica Aeroespacial, S.A. (INTA) del 16,42% del capital social de Hispasat, S.A. a su principal accionista privado, operación que se llevó a cabo paralelamente a la suscripción de un nuevo acuerdo de accionistas en relación con esta Sociedad, de capital mayoritariamente privado, en la que el sector público estatal acumulaba antes de dicha enajenación una participación del 25,68%, incluida SEPI con el 7,41% del mismo.

Por último, en el marco de las medidas del Plan de Reestructuración 2012/2017 del Banco Financiero y de Ahorro, S.A. (BFA), SEPI adquirió a esta Entidad financiera y a tres sociedades del Grupo Bankia el 20,14% del capital social de Indra Sistemas, S.A. (Indra).

SEPI ingresó 508.122 miles de euros en 2013 por la venta de las acciones de EADS, operación en la que reconoció un beneficio de 485.357 miles, que le permitió cerrar el ejercicio con un resultado positivo de 373.487 miles, frente a las pérdidas de 142.861 miles registradas en el ejercicio 2012. En la adquisición de las acciones de Indra SEPI invirtió 336.991 miles en 2013, ejercicio en el que percibió a su vez 71 miles por la remuneración convenida por su intervención en la venta por cuenta del INTA de acciones de Hispasat, S.A. y por la repercusión de los gastos que le supuso esta operación.

### II.1.- RÉGIMEN PATRIMONIAL APLICABLE A LAS OPERACIONES FISCALIZADAS

Al no haberse llevado a cabo la transformación de SEPI en una Entidad Pública Empresarial con arreglo a lo previsto en la LOFAGE, ni haberse adaptado su régimen jurídico, sin perjuicio de sus especialidades, a los conceptos y principios establecidos en la LPAP en el plazo de un año previsto en la disposición transitoria cuarta de esta Ley, SEPI ha venido manteniendo el régimen patrimonial que estableció para ella la Ley 5/1996, similar al que tenía el extinguido INI. No obstante, le son de aplicación las previsiones que recoge el artículo 168 de la LPAP en relación con las operaciones de cambio de titularidad y reordenación interna en el sector público empresarial. Por otra parte, los principios, requisitos y procedimientos a los que deben sujetarse las funciones asumidas por SEPI en su condición de Agente Gestor del proceso de privatizaciones se fijaron en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, por el que se establecieron las bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado.

Los principales aspectos de la regulación mencionada que afectan a las operaciones analizadas en esta fiscalización se exponen de modo resumido a continuación:

#### 1) Ley 5/1996, de 10 de enero, de Creación de determinadas Entidades de Derecho Público

En virtud de lo que dispone el artículo 12.2 de la Ley 5/1996, SEPI tiene un patrimonio propio distinto al del Estado, constituido por el conjunto de bienes, derechos, obligaciones y las

participaciones accionariales de las que sea titular. La Sociedad Estatal debe registrar en su contabilidad el conjunto de bienes, derechos, obligaciones y participaciones por el valor por el que figuraban en los libros de las entidades transferentes en la fecha de transmisión de las mismas, calculado de acuerdo con los criterios del Plan General de Contabilidad.

A tenor de lo que dispone, igualmente, el artículo 12.5 de la Ley 5/1996, requiere aprobación previa del Gobierno, a propuesta del Ministerio al que figure adscrita y previo informe de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos, la realización por SEPI de los siguientes negocios jurídicos:

- a) La adquisición o venta por SEPI de acciones o participaciones de que sea titular en el capital social de las empresas participadas, cuando la operación exceda de 1.000.000 miles de pesetas (6.010 miles de euros).
- b) La adquisición o enajenación de acciones, derechos de suscripción preferente u otros valores que incorporen un derecho de participación en el capital de sociedades cuyas acciones se negocien en Bolsas de Valores cuando, tratándose de sociedades no participadas previamente, la Sociedad Estatal y sus entidades participadas adquieran, dentro de los doce meses siguientes a la primera compra, participaciones representativas de más de un 10% del capital de la compañía.
- c) Los actos de adquisición y pérdida de la participación mayoritaria de la Sociedad Estatal en las sociedades participadas directa o indirectamente por ésta.

Por otra parte, de acuerdo con la redacción dada al párrafo incluido en la letra d) del artículo 12.5 de la Ley 5/1996 por el apartado 1 de la disposición final séptima de la Ley 22/2013, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para el año 2014, a partir del 1 de enero de 2014 deben ser comunicados a las Cortes Generales, a través de su Oficina Presupuestaria, los actos que impliquen adquisición o venta por parte de la Sociedad Estatal de un 10% o más del capital de una empresa.

## **2) Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas**

### *Enajenación de valores representativos del capital de sociedades mercantiles que sean de titularidad de la AGE o de sus organismos públicos vinculados a la AGE o dependientes de ella.*

El artículo 174 atribuye al Ministro de Hacienda la competencia para enajenar participaciones accionariales de titularidad de la AGE y a los directores generales o presidentes de los organismos públicos respecto a los títulos que sean de su propiedad, exigiéndose en ambos casos la autorización previa del Consejo de Ministros en los supuestos a que se refiere el artículo 169 de la Ley. Requieren autorización previa del Gobierno según los apartados f), g), h) j) y k) del artículo 169 los siguientes negocios jurídicos, respectivamente:

- Los actos y negocios que impliquen la pérdida o adquisición de la condición de sociedades mercantiles estatales por sociedades existentes.
- Los actos de enajenación de acciones que supongan la pérdida por una sociedad de las condiciones previstas en el artículo 166.2 de la Ley 33/2003.

- Los actos de enajenación de acciones de las sociedades a las que se refiere el párrafo d) del artículo 166.1 de la Ley 33/2003 que supongan la pérdida de posiciones de control, tal como quedan definidas en el citado artículo.
- Los actos de enajenación de acciones por la AGE o sus organismos públicos cuando el importe de la transacción supere los 10.000 miles de euros.
- La enajenación de acciones que conlleven operaciones de saneamiento con un coste estimado superior a 10.000 miles de euros.

En su artículo 175, la LPAP establece el procedimiento para la enajenación de títulos representativos del capital de sociedades mercantiles que sean de titularidad de la AGE o de sus organismos públicos. En su apartado 1, el artículo 175 dispone que la enajenación se podrá realizar en mercados secundarios organizados o fuera de los mismos, de conformidad con la legislación vigente y por medio de cualesquiera actos o negocios jurídicos. Para llevar a cabo dicha enajenación, a tenor del apartado 2 del artículo 175, los valores se podrán aportar o transmitir a una sociedad mercantil estatal o entidad pública empresarial cuyo objeto social comprenda la tenencia, administración, adquisición y enajenación de acciones y participaciones en entidades mercantiles; pudiendo celebrarse también un convenio de gestión por el que se concreten los términos en los que dicha sociedad estatal pueda proceder a la venta de valores por cuenta de la AGE o de organismos públicos. De acuerdo con lo dispuesto en el apartado 4, el importe de la enajenación se determinará según los métodos de valoración comúnmente aceptados. Cuando los títulos o valores que se pretenda enajenar no coticen en los mercados secundarios organizados o cuando el volumen de negociación habitual de los títulos no garantice la adecuada formación de un precio de mercado, el órgano competente para la autorización de la enajenación determinará, conforme a lo dispuesto por el apartado 5 del artículo 175, el procedimiento de venta, que se realizará, normalmente, por concurso o por subasta. No obstante, el órgano competente podrá acordar la adjudicación directa cuando concurra alguno de los siguientes supuestos:

- a) Existencia de limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones o existencia de derechos de suscripción preferente.
- b) Cuando el adquirente sea cualquier persona jurídica de derecho público o privado perteneciente al sector público.
- c) Cuando fuera declarada desierta una subasta o ésta resultase fallida como consecuencia del incumplimiento de sus obligaciones por parte del adjudicatario.
- d) Cuando la venta se realice a favor de la propia sociedad, o a favor de otro u otros partícipes en la sociedad.

A tenor de lo dispuesto en el segundo párrafo del apartado 5 del artículo 175 de la LPAP, el precio de enajenación de los valores acordados por adjudicación directa habrá de fijarse por el órgano competente para autorizar la misma, sin que su cuantía pueda ser inferior al importe que resulte de la valoración efectuada por la Dirección General del Patrimonio del Estado (DGPE) o del que resulte del procedimiento establecido por los estatutos de la sociedad para la valoración de los títulos en el supuesto previsto en el párrafo a) anteriormente transcrito.

Operaciones de reestructuración del sector público empresarial estatal y acuerdos de sindicación de acciones.

Entre las competencias que el artículo 169 de la LPAP atribuye al Consejo de Ministros en relación con la gestión del sector público empresarial del Estado figura en su apartado b) la de aprobar los planes de reestructuración del sector y en su apartado i) la de autorizar al Ministerio de Hacienda y a las entidades que, de acuerdo con el artículo 166 de esta Ley, integran el patrimonio empresarial de la AGE, para la suscripción de acuerdos, tales como pactos de sindicación de acciones, que obliguen a ejercer los derechos inherentes a los títulos en sociedades mercantiles de común acuerdo con otros accionistas.

En materia de reestructuración del sector público empresarial, el artículo 168.1 de la LPAP faculta al Consejo de Ministros para acordar a propuesta del Ministro de Hacienda la incorporación de participaciones accionariales de titularidad de la AGE a entidades de derecho público vinculadas a la AGE o a sociedades de las previstas en el artículo 166.2 de esta Ley cuya finalidad sea gestionar participaciones accionariales, o de éstas a aquélla; pudiendo acordar, igualmente a propuesta conjunta del Ministro de Hacienda y del Ministro del departamento al que estén adscritos o corresponda su tutela, la incorporación a la AGE de participaciones accionariales de titularidad de organismos públicos, entidades de derecho público o de sociedades de las previstas en el artículo 166.2 de esta Ley (sociedades mercantiles estatales, con forma de sociedad anónima, cuyo capital sea en su totalidad de titularidad, directa o indirecta, de la Administración General del Estado o de sus organismos públicos).

De acuerdo con lo previsto en el artículo 168.2 de la LPAP, la AGE, las entidades de derecho público, o las sociedades previstas en el artículo 166.2 de esta Ley, adquieren el pleno dominio de las acciones recibidas desde la adopción del acuerdo correspondiente, cuya copia constituye título acreditativo de la nueva titularidad, habiendo de registrarse en la contabilidad del nuevo titular por el mismo valor neto contable que tenían en el anterior titular a la fecha de dicho acuerdo, sin perjuicio de las correcciones valorativas que procedan al final del ejercicio.

Por otra parte, las operaciones de cambio de titularidad y reordenación interna en el sector público estatal que se realicen en ejecución del artículo 168 de la LPAP no están sujetas a la legislación del mercado de valores ni al régimen de oferta pública de adquisición, no dando lugar al ejercicio de derechos de adquisición preferentes que estatutaria o contractualmente pudieran ostentar otros accionistas de las sociedades cuyas acciones sean transferidas o, en su caso, terceros a esas sociedades. Por último, las operaciones societarias realizadas en ejecución del artículo 168 están, asimismo, exentas de cualquier tributo estatal, incluidos los cedidos a las comunidades autónomas y recargos autonómicos sobre tributos estatales, o local.

**3) 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.**

El Acuerdo de 28 de junio de 1996 fijó los principios, requisitos y procedimientos a los que debían sujetarse las privatizaciones y las funciones que en estos procesos debían asumir los Agentes Gestores.

A los efectos de este Acuerdo, se entiende por privatización a tenor de su dispositivo quinto, "la transferencia total o parcial de la propiedad de empresas, participaciones en el capital de

sociedades, acciones, activos o unidades de negocio y, en todo caso, cuando la misma suponga para el sector público estatal la pérdida de influencia decisiva en la empresa de que se trata”.

El Acuerdo designó a SEPI Agente Gestor del Proceso de Privatizaciones, condición que se otorgó igualmente a la extinguida AIE y a la SEPPa, cuya disolución se acordó en 2001. En virtud de este Acuerdo se creó el Consejo Consultivo de Privatizaciones, asignándole la función de dictaminar sobre la adecuación de los procesos de privatización a los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

Entre las actuaciones básicas del procedimiento de privatización, el Acuerdo dispone la participación de valoradores externos, las condiciones que deben cumplir las propuestas formuladas por los Agentes Gestores, la autorización de la operación por el Consejo de Ministros y la emisión por la IGAE de un informe de auditoría sobre el desarrollo de la privatización, cuyo borrador debe someterse a alegaciones de los Agentes Gestores.

En la fecha de adopción de este Acuerdo, el régimen patrimonial de los títulos representativos de capital de los que era titular la AGE figuraba regulado en el Capítulo V del Título II de la Ley de Patrimonio del Estado entonces vigente (Texto articulado de la Ley de Bases del Patrimonio del Estado aprobado por Decreto 1022/1964), estando sometida la actividad industrial y comercial realizada por los Organismos autónomos y las empresas mercantiles, de acuerdo con el artículo 106 de la citada Ley, a la Ley de Régimen Jurídico de las Entidades Estatales Autónomas, cuya derogación se llevaría a cabo por la LOFAGE y por otras disposiciones especiales. Además, en virtud del artículo 6.3 del Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria entonces vigente (RD Legislativo 1091/1988), la creación de sociedades mercantiles en cuyo capital fuera mayoritaria la participación, directa o indirecta, de la AGE o de sus Organismos autónomos y demás Entidades estatales de derecho público y la pérdida de la posición mayoritaria en las mismas debía acordarse por el Consejo de Ministros.

## **II.2.- VENTA DE ACCIONES DE EUROPEAN AERONAUTIC DEFENCE AND SPACE COMPANY, N.V. (EADS)**

SEPI era titular a 1 de enero de 2013 de 44.690.871 acciones de European Aeronautic Defence and Space Company, N.V. (EADS), participación que representaba el 5,4% del capital social emitido por esta Sociedad a esa misma fecha.

Constituida en diciembre de 1998, EADS era una Sociedad anónima de derecho de los Países Bajos, con domicilio legal en Ámsterdam, en la que en julio de 2000 se integraron las actividades de la compañía alemana Daimler Aerospace AG (DASA AG), la francesa Aérospatiale Matra y la española Construcciones Aeronáuticas, S.A. (CASA), y cuyas acciones han cotizado desde entonces en los mercados bursátiles regulados de Francia, Alemania y España. El 2 de enero de 2014 el Grupo formado por EADS y sus sociedades dependientes adoptó el nombre comercial de Airbus Group. En mayo de ese mismo ejercicio, se aprobó en Junta General de Accionistas el cambio de la denominación social de la Sociedad cabecera del Grupo, que con efectos jurídicos de 2 de junio de 2014 pasó a denominarse Airbus Group, N.V. El 28 de mayo de 2015, finalmente, tras adaptar su forma jurídica a la de una Sociedad Europea (SE), la Sociedad pasó a denominarse Airbus Group, SE, cambios que fueron aprobados, igualmente, en Junta General de Accionistas.

La actividad principal del Grupo consiste en la fabricación de aviones comerciales, helicópteros civiles y militares, lanzadores espaciales comerciales, misiles, aviones militares, satélites, sistemas de defensa y electrónica de defensa, así como la prestación de servicios relacionados con estas actividades.

Las relaciones entre los miembros fundadores de EADS se rigieron por un Acuerdo de Participación firmado el 8 de julio de 2000 por las sociedades francesas Societé de Gestión de Participations Aéronautiques (Sogepa), de derecho público, y Lagardère SCA (Lagardère), de derecho privado, y de la Sociedad holding Societé de Gestión de L'Aéronautique de la Défense et de L'Espace SCA (Sogeade), de las sociedades de nacionalidad alemana de derecho privado Daimler AG (Daimler) y DASA AG, y de la española SEPI, y por un Acuerdo de Asociación alcanzado en igual fecha por DASA AG, Sogeade, SEPI y EADS Participations B.V, que recogía los principales términos del Acuerdo de Participación y de los contratos de accionistas de igual fecha formalizados por los socios alemanes y franceses.

El Acuerdo de Asociación fue gestionado por EADS Participations B.V., sociedad limitada de derecho holandés, a la que DASA AG, Sogeade y SEPI le otorgaron en exclusiva el derecho de ejercicio de los derechos de voto relativos a las 533.586.279 acciones de EADS propiedad del Consorcio integrado por los accionistas que suscribieron el Acuerdo de Participación. Estas acciones, que fueron pignoras a favor de EADS Participations B.V., representaban el 66,11% del capital social emitido por la Compañía en 2000, disponiendo DASA AG y Sogeade entonces de sendas participaciones del 30,29% y SEPI del 5,53% restante. En virtud de este Acuerdo de Accionistas, modificado al igual que el Acuerdo de Participación en octubre de 2007, DASA AG (participada mayoritaria e indirectamente por Daimler) y la Sociedad holding francesa Sogeade (participada entonces a partes iguales por Sogepa y Lagardère, cada una con el 50% de su capital social), ejercieron de forma conjunta e ininterrumpidamente el control de EADS, al poder designar conforme a los pactos de accionistas a la mayoría de los miembros del Consejo de Administración de la Compañía.

El 4 de abril de 2006 Daimler y Lagardere acordaron, no obstante, reducir en un 7,5% sus respectivas participaciones accionariales, habiendo realizado cada una 61.110.000 acciones de EADS entre 2006 y 2009. En febrero de 2007, Daimler alcanzó por su parte un acuerdo con un consorcio de inversores alemanes de los sectores público y privado por el que redujo efectivamente su participación accionarial en EADS del 22,5% al 15%, pero conservando los derechos de voto del 22,5% de las acciones de EADS. Para ello, sus 183.337.704 acciones de EADS, que representaban el 22,5% de su capital social, se colocaron en una nueva compañía, controlada por Daimler en sus dos terceras partes y en la que el consorcio de inversores alemanes obtuvo un tercio de participación. En virtud, asimismo, del acuerdo alcanzado el 6 marzo de 2007 por los miembros alemanes y franceses del Consorcio de accionistas de EADS por el que se aprobaron las condiciones de disposición por Daimler de 61.112.568 acciones de EADS (aproximadamente el 7,5% del capital social emitido por EADS), en el caso de que Daimler decidiera vender acciones de EADS y disolver esta nueva estructura accionarial, el Estado alemán o la Entidad financiera pública alemana Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), el Estado francés y Lagardere, a través de Sogeade, tendrían derecho de suscripción preferente sobre las mismas con el fin de mantener el equilibrio entre ambas nacionalidades.

En atención a que Daimler pretendía vender antes del 31 de diciembre de 2012 otro paquete de acciones de EADS, que representaban a esa fecha, aproximadamente, el 7,44% del capital social

en circulación y la Entidad financiera pública alemana KfW pretendía asimismo adquirir a Daimler acciones de EADS, los entonces miembros del Consorcio y KfW formalizaron el 5 de diciembre de 2012 un nuevo acuerdo multilateral, denominado “Multiparty Agreement”, en el que se comprometieron a realizar ciertos cambios en la estructura accionarial y en el gobierno corporativo de EADS, regulando, entre otras operaciones corporativas y societarias, los términos de la salida de los socios privados alemanes y franceses del capital social de EADS y del Consorcio y el ingreso de la Entidad financiera pública alemana KfW en el mismo, con arreglo al “Acuerdo de Adhesión”, de igual fecha, formalizado paralelamente con KfW. En la fecha en la que se firmó el “Multiparty Agreement”, los entonces miembros del Consorcio representaban al 50,04% del capital social emitido y en circulación de EADS (excluidas las acciones mantenidas por la Compañía o sus filiales), distribuyéndose un 22,3% las dos Sociedades francesas, otro 22,3% las dos Sociedades alemanas y el 5,44% restante SEPI, que mantenía invariable desde 2000, al igual que la también pública Sogepa (con un 15% del capital de EADS), el mismo número de acciones que le correspondió en la fusión.

En el “Acuerdo de Adhesión” que acompañaba como anexo al “Multiparty Agreement”, la Entidad financiera pública alemana KfW se comprometió a comprar a Daimler acciones de EADS que representaban el 2,76% de su capital social y una participación indirecta en el mismo del 5,8% mediante la compra de acciones del consorcio de inversores de los sectores público y privado sin derechos de voto en EADS, pero al que el Grupo alemán le transfirió en 2007 una participación que representaba aproximadamente el 7,44% del capital social de EADS en circulación en diciembre de 2012. Teniendo en cuenta que otras entidades financieras públicas alemanas controlaban a través de este grupo de inversores otro 1,64% de los derechos económicos de EADS, la inversión de KfW y de estas Entidades públicas alemanas se elevaría al 10,20% del capital social de EADS. La adhesión de KfW como parte adicional al Acuerdo de Participación y al Consorcio, estaba condicionada a la adquisición de acciones de EADS, habiendo renunciado los entonces miembros del Consorcio de accionistas de EADS al ejercicio de cualquier derecho de preferencia o de retracto que al efecto pudiera corresponderles.

El “Acuerdo de Adhesión” y el ingreso de la Entidad financiera pública alemana KfW en el Consorcio fueron aprobados el 5 de diciembre de 2012 por EADS Participations B.V., la Sociedad vehicular de derecho holandés en la que los miembros integrantes del Consorcio tenían depositadas en prenda las acciones de EADS de su titularidad, comprometiéndose SEPI, la Sociedad pública francesa Sogepa y KfW a trasladar lo acordado en el “Multiparty Agreement” a un nuevo Acuerdo de Accionistas.

La adhesión de la Entidad financiera pública alemana KfW se llevó a cabo con arreglo a la exención prevista por la regulación holandesa para las ofertas públicas de compra que entró en vigor el 28 de octubre de 2007, que transpuso la Directiva comunitaria 2004/25 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Para evitar que con el ingreso de KfW en el Consorcio, cualquiera de las partes pudiera incurrir en la obligación legal de realizar una oferta vinculante sobre la totalidad de las acciones de EADS, tanto la Sociedad pública francesa Sogepa como SEPI, tras la obtención de la aprobación de sus accionistas, se comprometieron en el “Multiparty Agreement” a vender o a depositar en régimen de fideicomiso un número suficiente de acciones de EADS que impidiese que entre Sogepa, KfW y SEPI, junto con cualquier persona con la que pudieran actuar concertadamente en relación con EADS, alcanzasen o excediesen en cualquier momento el umbral del 30% de derechos de voto en relación con las acciones de EADS, de conformidad con lo fijado en la



regulación holandesa de supervisión financiera, obligación que no era aplicable, sin embargo, a los accionistas que a su fecha de entrada en vigor poseyeran de forma individual o concertada un 30% o más de los derechos de voto.

Para minimizar el impacto en el mercado en el caso de venta, en el "Multiparty Agreement" la Sociedad pública francesa Sogepa y SEPI acordaron realizar ordenadamente las acciones de EADS; también acordaron que, en el caso de depósito, éste habría de llevarse a cabo a través de una fundación de derecho holandés que fuera formal y materialmente independiente de EADS, de Sogepa, de SEPI, y de los Estados Francés y Español, con instrucciones de vender las acciones de EADS conjunta o separadamente, de forma que no se corriera en ningún caso el riesgo de que la oferta pudiera ser objeto de requerimiento conforme a la legislación holandesa sobre OPAs.

En el "Multiparty Agreement" se acordó, asimismo, celebrar una Junta General Extraordinaria de Accionistas para modificar los Estatutos de EADS y realizar en el primer semestre de 2013 un programa de recompra y amortización de un 15% de las acciones emitidas y en circulación de EADS. El programa de recompra debía realizarse en dos tramos: el primero, de hasta un 7,5%, abierto a todos los accionistas de EADS distintos de las partes personadas en el "Multiparty Agreement" y el segundo destinado fundamentalmente a la Sociedad privada francesa Lagardere, pero con la opción de Sogepa, SEPI y Daimler de participar bajo ciertas condiciones en el mismo.

Conforme a lo acordado por los miembros del Consorcio, Daimler vendió el 6 de diciembre de 2012 una participación de, aproximadamente, el 7,44% del capital social de EADS en circulación. El 2,76% fue adquirido por KfW y el 4,68% fue colocado en el mercado. Tras esta operación Daimler mantenía todavía una inversión económica del 7,39% en EADS y los derechos de voto del 14,88% de las acciones en circulación de esta Compañía, al disponer, igualmente, de los derechos de voto de la participación económica que había traspasado al consorcio de inversores alemanes en 2007.

Con un capital social autorizado de 3.000.000 miles de euros, formado por 3.000.000.000 acciones de 1 euro cada una, a 31 de diciembre de 2012 figuraban emitidas 827.367.945 acciones de EADS, de las que 5.226.305 figuraban como autocartera. Dentro del plazo acordado en el "Multiparty Agreement", el 27 de marzo de 2013 la Junta General Extraordinaria de la Sociedad autorizó al Consejo de Administración a recomprar durante un periodo de 18 meses hasta el 15% del capital social emitido y en circulación mediante compra privada, oferta pública de adquisición o cualquier otro modo, a un precio no inferior al valor nominal y no superior a 50 euros por acción. En ese programa se recompraron 50.748.348 acciones de EADS en 2013, de las que 47.648.691 se amortizaron el 20 de junio de 2013 y las 3.099.657 acciones restantes el 27 de septiembre de 2013, reduciéndose su patrimonio neto en 1.915.000 miles de euros. En el cuadro siguiente se muestra la evolución del número de acciones en circulación de EADS durante el ejercicio 2013:

**Cuadro nº 1:**  
**Evolución del número de acciones de EADS en circulación**

Nº de acciones	2012	2013
<b>Emitidas a 1 de enero</b>	<b>820.482.291</b>	<b>827.367.945</b>
Emitidas en el ejercicio	7.438.887	8.986.922
Amortizadas en el ejercicio	(553.233)	(53.197.232)
<b>Emitidas a 31 de diciembre</b>	<b>827.367.945</b>	<b>783.157.635</b>
Acciones propias a 31 de diciembre	(5.226.305)	(2.835.121)
<b>En circulación a 31 de diciembre</b>	<b>822.141.640</b>	<b>780.322.514</b>

En el marco de la reestructuración accionarial acordada por las partes en el “Multiparty Agreement”, y con la finalidad de hacer valer mejor sus legítimos intereses, el 2 de abril de 2013 la Sociedad pública francesa Sogepa, SEPI y Gesellschaft zur Beteiligungsverwaltung GZBV mbh & Co. KG (GZBV), Sociedad fundada de acuerdo con la legislación alemana y a la que la Entidad financiera pública alemana KfW y otras entidades públicas de igual nacionalidad habían transferido sus participaciones directas e indirectas en EADS, suscribieron un nuevo “Acuerdo de Accionistas”, obligándose de forma incondicional e irrevocable a mantener un nivel de referencia de participación accionarial en EADS que les otorgase conjuntamente un 28% del capital social y derechos de voto: un 12% de los derechos de voto para cada uno de los socios francés y alemán y un 4% para SEPI. Con estos niveles de referencia se pretendía evitar que la suma de sus participaciones superara el ya mencionado límite del 30% de los derechos de voto en aquellas materias societarias sometidas a actuación concertada entre las tres entidades que suscribieron el nuevo Acuerdo. La suscripción del “Acuerdo de Accionistas” comportó la perfección del “Multiparty Agreement”, cancelándose el 2 de abril de 2013 los acuerdos de accionistas hasta entonces vigentes.

Como en la fecha en la que se suscribió el “Acuerdo de Accionistas”, a la Sociedad pública francesa Sogepa le correspondían, aproximadamente, el 15,14% de los derechos de voto, a la Sociedad pública alemana GZBV el 10,2% y a SEPI el 4,2%, Sogepa y SEPI debían reducir su participación antes de completarse el programa de recompra de acciones de EADS para adaptarlos a los niveles de referencia acordados y GZBV aumentarla con igual finalidad en el menor de los dos plazos contemplados: hasta 6 meses después de completarse el programa de recompra o hasta 9 meses después de la consumación del “Multiparty Agreement” y de que los otros Accionistas Públicos hubieran alcanzado sus respectivos niveles de referencia.

El nuevo “Acuerdo de Accionistas” reconoce a SEPI, como a sus dos socios públicos, derechos preferentes proporcionales en el supuesto que cualquiera de ellos tuviera intención de ceder sus títulos a un tercero directamente o en el mercado. El Acuerdo atribuye, igualmente, a los tres accionistas públicos de EADS el derecho de opción de compra en el caso de que los derechos económicos o de voto de cualquiera de ellos dejaran de ser propiedad mayoritaria directa o indirectamente del Estado francés, del alemán o del español y a SEPI el derecho de acompañamiento en el caso de que los otros dos accionistas públicos se propusieran conjuntamente ceder la totalidad de sus participaciones con derechos de voto. Este nuevo Acuerdo supone para SEPI una mejora respecto a su situación previa, al otorgarle unos derechos de los que había carecido hasta entonces como miembro del Consorcio. Pese a que la participación de SEPI pasó a ser determinante para que los miembros del Consorcio mantuvieran

la mayoría de los derechos de voto sobre EADS como consecuencia del acuerdo alcanzado en 2006 entre Daimler y Lergardere de realizar entre ambas el 15% del capital social de esta Compañía, SEPI no instó en 2007 el reconocimiento del derecho de suscripción preferente cuando se modificaron los acuerdos de accionistas suscritos en julio de 2000, circunstancia que le habría permitido en 2013 incrementar su nivel de participación en el capital social de EADS y de influencia en el seno del Consorcio.

De conformidad con las normas que rigen el funcionamiento interno del Consejo de Administración de EADS, en el nuevo "Acuerdo de Accionistas", de alcance más limitado que el anterior, Sogepa y GZBV se comprometieron a respaldar el nombramiento a propuesta de SEPI de un ciudadano español como miembro del Consejo de Administración de EADS, siempre que reúna los requisitos como consejero independiente que establecen las normas que rigen el funcionamiento interno del Consejo y que procuran, a estos efectos, mantener el equilibrio entre las nacionalidades de los candidatos respecto a la ubicación de los principales centros industriales de EADS. Con arreglo a estas normas, el Consejo ha pasado a estar integrado por un máximo de 12 miembros, incluido su Presidente y el Consejero Delegado, de los cuales 9 al menos, incluido el Presidente, deben ser consejeros no ejecutivos independientes. De acuerdo, igualmente, con las reglas de gobierno de la Compañía, los tres accionistas públicos de EADS se comprometieron a votar a favor de cualquier propuesta de nombramiento de consejeros con arreglo a los Acuerdos de Seguridad alcanzados por los Estados francés y alemán con EADS.

La suscripción por SEPI del nuevo "Acuerdo de Accionistas" y la reducción de su participación accionarial en EADS fue autorizada por su Consejo de Administración en sesión celebrada el 6 de febrero de 2013, tras considerar que SEPI tenía la opción de reducir su participación y suscribir el pacto o rechazar la reducción y quedar al margen del pacto de accionistas. La autorización obligaba a SEPI a reducir su participación en EADS hasta alcanzar el 4% del capital social con derecho a voto, por medio de la venta o cesión a una fundación de derecho holandés para su posterior venta mediante mandato de hasta un máximo de 16.738.063 acciones. Para efectuar esta previsión se tuvo en cuenta la amortización de la autocartera que se había pactado realizar sobre el número de acciones de EADS en circulación (822.141.640), que obligaba a SEPI a realizar ventas o cesiones adicionales de hasta el 2,04% del capital social con derecho a voto. En el caso de venta en el mercado, el Consejo de Administración de SEPI acordó en esa misma sesión establecer el método concreto de venta de entre los procedimientos de venta admitidos o usuales en el mercado secundario regulado, con el fin de maximizar el precio de venta; y en el caso de cesión a una fundación, el Consejo acordaría las instrucciones que se le diesen de manera que se garantizara, igualmente, la optimización del precio de venta.

De conformidad con lo dispuesto por en el artículo 12.5.a) de la Ley 5/1996, la operación de reducción de la participación accionarial de SEPI en EADS fue sometida a la preceptiva autorización del Consejo de Ministros que, en sesión de 15 de febrero de 2013, autorizó a SEPI a reducir su participación accionarial en EADS con la finalidad de situarse en el nivel de referencia hasta alcanzar el 4% del capital social con derechos de voto, en un máximo de acciones que representasen el 2,04% del capital social con derechos de voto.

Para la ejecución de la operación, SEPI optó finalmente por la cesión a una fundación de derecho holandés para su posterior venta mediante mandato, para lo cual formalizó el 2 de abril de 2013 un "Acuerdo de Transferencia" con EADS y con una Fundación de derecho holandés constituida el 19 de marzo de 2013 con el objeto, entre otros, de adquirir acciones de EADS. En virtud de este

Acuerdo, SEPI transfirió a esa Fundación 10.003.087 acciones nominativas ordinarias de EADS de su propiedad, libres de cargas, para su tenencia en régimen de fideicomiso, recibiendo como contraprestación certificados de participación en el dominio fiduciario emitidos por la Fundación. De acuerdo con las previsiones de la legislación holandesa y con los Estatutos de EADS, mediante su participación en este Acuerdo se dio conocimiento a EADS de dicha transferencia de acciones. Con un valor en libros de 18.444 miles de euros, SEPI dio de baja las acciones del epígrafe de "Inversiones en el patrimonio en Empresas Asociadas" de su activo y las clasificó en la categoría de "Activos disponibles para la venta".

Con fecha 3 de abril de 2013, la Fundación, tras recibir cuatro ofertas de las cinco solicitadas, según indica SEPI en sus alegaciones, otorgó a la Entidad financiera internacional que presentó el Precio Inicial Garantizado para la compra más elevado un "Contrato de colocación y aseguramiento" de 9.557.950 acciones de EADS (aproximadamente el 1,15% del capital social de la Compañía), que estaban en trámite de conversión de acciones nominativas en al portador para su colocación fuera de mercado, mediante una oferta acelerada a inversores cualificados (*accelerated book building*). Con un precio mínimo garantizado de 40,03 euros por acción, los inversores podían presentar Oferta de Compra hasta las 9 horas (de Madrid) del día 4 de abril de 2013, venciendo la oferta de acciones en el tercer día hábil de negociación posterior a la fecha de formalización del contrato o en la fecha en la que se hubiese materializado la conversión de la forma de las acciones, de ser ésta posterior. El precio de venta por acción había de ser determinado conjuntamente por la Fundación y la Entidad financiera no después de las 9 horas de Madrid del 4 de abril de 2013, mediante la firma de una adenda al Contrato, teniendo en cuenta los términos y condiciones del mercado y la demanda de las acciones registrada. En el caso de que la Fundación y la Entidad colocadora no pudieran alcanzar un acuerdo sobre el precio de venta por acción en la fecha arriba indicada, se aplicaría el Precio Inicial Garantizado. El Contrato incluía una serie de restricciones a la asignación de los títulos, destinadas, entre otras, a evitar que se asignaran a EADS o a un inversor que pudiera ser considerado susceptible de actuar concertadamente con SEPI, Sogepa o KfW.

En la valoración de las Ofertas de Compra cursadas, la Entidad colocadora debía aplicar criterios relacionados con la cualificación y la estabilidad de los inversores y someter su propuesta de adjudicación a la aprobación de la Fundación, a la que correspondía aprobar el reparto final de los títulos. La Entidad financiera era responsable del reparto de las acciones a los inversores cualificados seleccionados, así como ante la Fundación del pago del precio de venta determinado, sin perjuicio del pago por los inversores de las cantidades debidas en la fecha en la que debía tener lugar la transferencia de la propiedad de las acciones de EADS (9 de abril de 2013). Si el número de acciones correspondientes a las confirmaciones de las Ofertas de Compra presentadas por la Entidad financiera no fuera suficiente para cubrir el número de acciones objeto de colocación, ésta, como aseguradora de la colocación, estaría obligada a adquirir el 4 de abril de 2013 un número de acciones igual a la diferencia entre el número de acciones incluidas en la Oferta y el resultante de las Ofertas de Compra confirmadas, al precio de venta determinado.

En el Contrato formalizado con la Entidad financiera, la Fundación se reservó el derecho de retirar la oferta acelerada con anterioridad a la fijación del precio de venta en caso de cambio significativo de los términos y condiciones en el mercado, lo que comportaría la anulación de todas las Ofertas de Compra.

La Fundación se comprometió a satisfacer a la Entidad financiera unos honorarios por resultados del 40% de la diferencia entre el Precio de Venta y el Precio Inicial Garantizado multiplicado por el número de acciones incluidas en la colocación acelerada que hubieran sido asignadas a Ofertas de compra presentadas por inversores que no formasen parte de su Grupo de Empresas. El Contrato establecía, igualmente, que la Entidad financiera soportaría todos los gastos y tasas que resultasen de la oferta acelerada, con la excepción de aquellos directamente devengados por la Fundación.

El Contrato suscrito entre la Fundación y la Entidad financiera se sometió a la legislación española, legislación aplicable también a las obligaciones no contractuales que pudieran surgir o ser causa del mismo. Las partes se acogieron también a la jurisdicción de los tribunales de la ciudad de Madrid, con expresa renuncia a cualquier otra jurisdicción especial que pudiera corresponderles.

El 10 de abril de 2013, SEPI ingresó 382.605 miles de euros por la venta por Entidad colocadora, al Precio Inicial Garantizado (40,03 euros por acción), de 9.557.950 de las 10.003.087 acciones de EADS de su propiedad cedidas a la Fundación. Con un valor en libros de 17.623 miles de euros, SEPI reconoció un beneficio de 364.982 miles por la venta. De conformidad con lo estipulado en el "Contrato de colocación y aseguramiento", la operación no devengó comisiones por resultados para la Entidad financiera al ser el precio de venta, 39,75 euros, inferior al Precio Inicial Garantizado, habiendo cerrado a 40,335 euros la cotización de la acción en Bolsa el día 3 de abril de 2013.

Con fecha 26 de abril de 2013, SEPI transmitió a la Fundación otras 2.000.000 acciones de EADS, entrega que se completó el 5 de junio con 357.403 títulos más. En total, entre el 2 de abril y el 5 de junio de 2013, SEPI transfirió a la Fundación 12.360.490 acciones de EADS, con un valor en libros de 22.790 miles de euros.

El 31 de julio de 2013, la Fundación suscribió con la Entidad financiera un nuevo "Contrato de colocación privada asegurada" entre inversores profesionales y cualificados de 2.802.540 acciones de EADS (aproximadamente el 0,36% del capital social emitido y en circulación de la Compañía en esa fecha) a un Precio Inicial Garantizado de 44,67 euros por acción.

El 1 de agosto de 2013, la Entidad financiera colocó los títulos a un precio por acción de 44,88 euros (ligeramente inferior a la cotización de cierre de la sesión del día anterior que fue de 44,885), ingresando SEPI 125.778 miles de euros por la venta. Con un valor en libros de 5.167 miles, SEPI reconoció un beneficio por la venta de este paquete de títulos de EADS de 120.375 miles, netos de 235 miles abonados a la Entidad financiera en concepto de comisión por resultados al superar el precio de venta en 0,21 euros por acción el Precio Inicial Garantizado que se pactó en el Contrato. Por los servicios prestados por la Fundación SEPI reconoció asimismo un gasto de 25 miles. En el cuadro siguiente se muestra el resultado global de la operación para SEPI:

**Cuadro nº 2:**  
**Detalle del resultado de la venta de acciones de EADS**

(En miles de euros)

Número de acciones vendidas	Importes			
	Valor en libros	Beneficios reconocidos	Gastos de venta	Importe ingresado
9.557.950	17.623	364.982		382.605
2.802.540	5.167	120.375	(25)	125.518
<b>12.360.490</b>	<b>22.790</b>	<b>485.357</b>	<b>(25)</b>	<b>508.122</b>

De acuerdo, asimismo, con el Informe emitido el 25 de febrero de 2014 por el Consejo de Administración de "Airbus Group", tanto la Sociedad francesa Lagardère como la alemana Daimler vendieron en el mes abril de 2013 las acciones de EADS de las que aún eran titulares. Sogepa, por su parte, con 93.864.165 acciones de EADS, y conforme a lo previsto en el nuevo "Acuerdo de Accionistas" había reducido su participación al 11,99% del capital social emitido por esta Compañía a 31 de diciembre de 2013. No obstante, en virtud de un acuerdo bilateral entre los estados alemán y francés por el que el primero se comprometió a aumentar sus derechos de voto en EADS al 11% y el segundo a reducirlo hasta el mismo nivel, el 30 de diciembre de 2013 GZBV adquirió 1.872.072 acciones de EADS y Sogepa vendió 8.028.688 acciones de esta Compañía el 16 de enero de 2014. En el cuadro siguiente se exponen los cambios registrados en la estructura accionarial de la Compañía entre las fechas de cierre de los ejercicios 2013 y 2014:

**Cuadro nº 3**

**Evolución de la participación de los integrantes del "Acuerdo de Accionistas" (AA) en el capital y en los derechos de voto de la Compañía a 31 de diciembre de 2013 y de 2014**

Accionistas	Posición a 31 de diciembre de 2014			Posición a 31 de diciembre de 2013		
	% de capital	% de derechos de voto	Nº de acciones	% de capital	% de derechos de voto	Nº de acciones
SOGEPA	10,94%	10,94%	85.835.477	11,99%	12,03%	93.864.165
GZBV	10,92%	10,93%	85.709.822	10,94%	10,98%	85.709.822
SEPI	4,12%	4,12%	32.330.381	4,13%	4,14%	32.330.381
<b>Subtotal AA</b>	<b>25,98%</b>	<b>25,99%</b>	<b>203.875.680</b>	<b>27,06%</b>	<b>27,16%</b>	<b>211.904.368</b>
Público	73,97%	74,01%	580.473.073	72,58%	72,84%	568.418.146
Autocartera	0,06%		431.832	0,36%		2.835.121
<b>Total Acciones Emitidas</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>784.780.585</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>783.157.635</b>

A 31 de diciembre de 2013, SEPI mantenía una inversión en EADS de 59.610 miles de euros, distribuida en 32.330.381 acciones representativas del 4,13% del capital social emitido y en circulación a esa fecha. Con una cotización media en el último trimestre de 2013 de 51,46 euros por título, las acciones de EADS cerraron en ese ejercicio a 55,7 euros por título, frente a los 29,4

euros de cotización de cierre del ejercicio anterior, habiendo disminuido su cotización de cierre en el ejercicio 2014 a 41,34 euros.

En diciembre de 2013 SEPI ingresó 18 miles de euros por la liquidación de la participación del 10,86% que ostentaba en la Sociedad vehicular Eads Participations B.V. como consecuencia de la liquidación del Pacto de Accionistas hasta entonces vigente. Con un valor en libras de 9 miles, SEPI reconoció un beneficio de 9 miles por esta baja.

En concepto de dividendos SEPI percibió, igualmente, 21.080 miles de euros en 2013 por su participación en EADS. Los dividendos, cuya distribución se acordó en la Junta General de Accionistas de EADS de 29 de mayo de 2013, se distribuyeron el 5 de junio de 2013 a razón de 0,60 euros por acción. Teniendo en cuenta que a esa fecha SEPI disponía todavía de 35.132.921 títulos de EADS con un valor en libras de 64.778 miles, la inmovilización de fondos le otorgó una rentabilidad del 32,54%. Si la rentabilidad se mide sobre su valor de capitalización bursátil en la fecha de cierre del ejercicio 2012, la inversión le habría reportado una rentabilidad del 2,04%.

De las comprobaciones efectuadas se desprende que la operación analizada en este epígrafe del Informe se ejecutó, por parte de SEPI, de conformidad con la legislación aplicable y con lo previsto en los pactos y estipulaciones.

### **II.3.- VENTA DE LA PARTICIPACIÓN DEL INSTITUTO NACIONAL DE TÉCNICA AEROSPACIAL “ESTEBAN TERRADAS” (INTA) EN EL CAPITAL SOCIAL DE HISPASAT, S.A.**

Con arreglo a lo previsto en el artículo 175.2 de la LPAP, SEPI formalizó el 28 de junio de 2013 un “Convenio de Gestión” con el INTA para la enajenación de la participación del 16,42% que este Organismo Público, adscrito al Ministerio de Defensa, tenía en el capital social de Hispasat, S.A. (Hispasat). Con un capital social de 121.946 miles de euros, distribuido entre 322.729 acciones, de 377,86 euros de valor nominal cada una de ellas, el Estado acumulaba en total una participación del 25,68% en el capital social de Hispasat en la fecha en la que se formalizó el Convenio, al disponer, igualmente, SEPI y el Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial (CDTI) de sendas participaciones accionariales del 7,41% y del 1,85%, respectivamente, en dicha Compañía.

Por su condición de Organismo autónomo el INTA está sujeto al régimen patrimonial establecido en la LPAP, de acuerdo con la modificación que la disposición final primera de esta Ley llevó a cabo en la redacción del artículo 48 de la LOFAGE. A tenor, asimismo, de lo previsto en el artículo 9.3 de la LPAP, como organismo público dependiente de la AGE, al INTA le compete la gestión, administración y explotación de los bienes y derechos del Patrimonio del Estado que sean de su titularidad, de acuerdo con lo señalado en sus normas de creación o de organización y funcionamiento o en sus estatutos, con sujeción en todo caso a lo establecido para dichos bienes y derechos en la LPAP.

Hispasat es un operador de satélites de comunicaciones, que ofrece capacidad satelital a través de seis satélites comerciales, desarrollando esta actividad directamente, a través de la matriz del Grupo, y a través de filiales que operan en terceros países. Por volumen de ventas es la octava compañía suministradora del mundo de servicios satelitales fijos. Hispasat disponía también de participaciones en Hisdesat Servicios Estratégicos, S.A. (43%) y en Grupo de Navegación

Sistemas y Servicios, S.L. (14,29%), empresas en las que carecía de control y que prestan, respectivamente, servicios de comunicaciones gubernamentales en el ámbito militar y en el civil y de colaboración con el programa europeo de posicionamiento global Galileo.

Hispasat fue creada por Acuerdo de Consejo de Ministros de 7 de abril de 1989 para explotar el sistema español de comunicaciones por satélite del mismo nombre, con la misión de prestar servicios de telecomunicaciones civiles y para la defensa nacional. En virtud del Acuerdo de Consejo de Ministros de 11 de julio de 1997, Hispasat es la Compañía concesionaria del servicio de gestión del segmento espacial de la posición orbital geostacionaria atribuida al Estado Español; en dicho Acuerdo se estableció, igualmente, que las acciones de la Compañía serían nominativas y que todos los actos y negocios jurídicos que implicasen su enajenación, gravamen o alteración de la composición accionarial, deberían ser autorizados por Consejo de Ministros.

El Convenio firmado el 28 de junio de 2013 tenía por objeto la asunción por SEPI, en su condición de Agente Gestor de Privatizaciones, de la gestión por cuenta del INTA del proceso de venta de las 52.991 acciones de Hispasat, de las que el INTA era titular de pleno dominio, a la compañía privada Abertis Telecom, S.A. (en adelante Abertis), que entonces controlaba el 40,63% del capital social de Hispasat, a fin de que ésta se convirtiera en su accionista de control, en el marco de la reestructuración societaria que los accionistas de Hispasat tenían la intención de acometer. La eficacia de la adjudicación de dicha participación a Abertis se sometió en el Convenio a la preceptiva autorización del Consejo de Ministros y al informe previo del Consejo Consultivo de Privatizaciones. Los accionistas de Hispasat debían suscribir, adicionalmente, un nuevo acuerdo de accionistas que otorgara el control exclusivo a Abertis y a los Accionistas Públicos derechos políticos equivalentes a los que hasta entonces ostentaban.

Con motivo de la entrada de Abertis en el capital social de Hispasat, por compra el 31 de octubre de 2007 de una participación del 28,39% a dos accionistas privados españoles, el 28 de enero de 2008 los tres Accionistas Públicos de Hispasat y Abertis, suscribieron un "Acuerdo de Accionistas" con el fin de establecer los términos por los que debían regirse las relaciones de los Accionistas Públicos con Abertis y de las partes dentro de Hispasat. La citada transmisión supuso la extinción del Contrato de Accionistas suscrito el 2 de agosto de 2001 entre el operador Eutelsat Services und Beteiligungen GmbH (Eutelsat) y el resto de los accionistas privados, que representaban entonces al 74,32% del capital social de Hispasat, al haber renunciado Eutelsat (hasta entonces accionista de referencia de Hispasat, con el 27,69% de su capital social) y los demás accionistas privados de la Compañía a ejercer los derechos de acompañamiento y de adquisición preferente que ostentaban en relación con del paquete de títulos adquirido por Abertis.

Las partes firmantes del Acuerdo de 28 de enero de 2008, que representaban al 54,07% del capital social de Hispasat, se obligaron durante su vigencia a ejercer sus respectivos derechos de voto e influencia en la Sociedad para que su gobierno y representación quedara atribuido en todo momento a un Consejo de Administración formado por 15 miembros de los que, por aplicación de las reglas de reparto establecidas, a Abertis le correspondía designar a 4 consejeros y a los Accionistas Públicos a otros 3. En el citado Acuerdo, se atribuía a los tres Accionistas Públicos la facultad de designar, de entre sus consejeros, al Presidente del Consejo de Administración, y a Abertis la facultad de designar de entre los suyos al Consejero Delegado. Las partes convinieron que el Acuerdo, de duración indefinida, se extinguiría en el supuesto de que la participación conjunta de los Accionistas Públicos en Hispasat descendiera por debajo del 18% o en el caso de



que la participación de todas las partes en el operador de satélites español se situara por debajo del 40%.

En el “Convenio de Gestión” formalizado con el INTA el 28 de junio de 2013 se concertaron los términos en los que SEPI había de participar en la privatización del 16,42% del capital social de Hispasat, encomendándosele, entre otras funciones necesarias para el buen fin de la operación, la contratación de los asesores y servicios que estimase necesario, entre ellos el valorador, la coordinación y dirección de la actuación del valorador hasta la finalización del proceso de privatización y la actuación como interlocutor entre éste y el INTA e Hispasat. SEPI se comprometió, igualmente, en el Convenio a prestar apoyo técnico financiero y legal en la redacción del borrador del contrato de compraventa y demás documentación del proceso y a apoyar técnicamente al INTA en todos aquellos trámites administrativos necesarios para la adjudicación y la tramitación de los permisos necesarios o las comunicaciones que fueran preceptivas, particularmente, la solicitud de Informe al Consejo Consultivo de Privatizaciones y/o autoridades de competencia, así como en la preparación del expediente para solicitar la autorización del Consejo de Ministros.

El Convenio encomendó el seguimiento de la privatización a una Comisión formada por seis miembros, tres de ellos en representación del INTA (uno de ellos ejerciendo de Presidente con voto de calidad) y tres en representación de SEPI, actuando como Secretario, con voz pero sin voto, un funcionario del INTA designado por el Presidente. De acuerdo con lo establecido en el Convenio, la Comisión de Decisión y Seguimiento debía actuar como órgano de apoyo a las decisiones que el INTA tuviera que adoptar en el proceso de privatización, formulando propuestas razonadas sobre decisiones que hubiera de adoptar este Organismo en el marco de las actuaciones y funciones encomendadas a SEPI, reservándose el INTA, previa propuesta y deliberación de la Comisión, las decisiones sobre el precio y demás condiciones que se acordasen con el adquirente.

En el Convenio se incluyó un plazo estimado de ejecución de seis meses contados desde su suscripción, plazo que podría prolongarse a propuesta de una de las partes y con la conformidad de la otra si no se hubiera producido la formalización de la compraventa. También se estableció una contraprestación máxima a abonar por el INTA a SEPI de 80 miles de euros: en concepto de honorarios se abonarían a SEPI 40 miles, facturando adicionalmente SEPI al INTA los gastos en que efectivamente hubiera incurrido, hasta el límite máximo de 40 miles, cantidades a las que habría que añadir en ambos casos el 21% en concepto de IVA.

### **II.3.1.-Estimación por terceros del precio de la participación enajenada**

Según el informe emitido el 30 de julio de 2013 por el Consejo Consultivo de Privatizaciones, SEPI abrió en enero de 2013 un procedimiento de selección de entidades valoradoras independientes para fijar el precio de venta de las acciones propiedad del INTA, al haber manifestado Abertis a los Accionistas Públicos su interés en aumentar su participación en Hispasat hasta el 51%, con el fin de alcanzar una posición de control en el operador español, tras la formalización en diciembre de 2012 de la compra por Abertis a Telefónica de Contenidos, S.A., filial de Telefónica, S.A., del 7,23% del capital social de Hispasat. Mediante procedimiento restringido se cursaron invitaciones a tres entidades valoradoras, formalizándose en febrero de ese ejercicio por SEPI un contrato de prestación de servicios con una de las dos entidades que se presentaron a la licitación, al haberse excluido la otra oferta por superar el presupuesto máximo establecido.

El 28 de junio de 2013, tras firmarse el Convenio con el INTA, SEPI abrió un nuevo proceso para realizar una segunda valoración de Hispasat, remitiendo carta de invitación a cinco entidades. SEPI recibió dos propuestas, declinando su participación las otras tres entidades invitadas. Fue seleccionada una Entidad financiera japonesa, contratándose, no obstante, también en la primera semana de julio de 2013 a la otra Entidad financiera participante, de nacionalidad española con el objeto de disponer de dos valoraciones actualizadas independientes.

Como ha indicado SEPI en sus alegaciones, los tres contratos se adjudicaron como contratos menores y supusieron un gasto total de 31 miles de euros, sin computar IVA.

### ***II.3.1.1.- Metodología principal de valoración empleada***

El informe de valoración emitido el 25 de abril de 2013 por la primera Entidad financiera española contratada, llevó a cabo la valoración de Hispasat, S.A. y sus sociedades dependientes a 31 de diciembre de 2012 con arreglo, entre otra información financiera, a las cuentas anuales de la Compañía del ejercicio 2012 y al Plan de Negocios para el periodo 2012-2022, aprobado por el Consejo de Administración de Hispasat en octubre de 2012, asumiendo como hipótesis que el negocio de Hispasat podría seguir a perpetuidad y renovarse sus concesiones administrativas sin costes adicionales.

Mediante el Método de descuentos de flujos libres de caja antes de atender obligaciones financieras (en adelante DFCF, siglas en inglés de Discounted Free Cash Flow), y aplicando un coste medio ponderado de capital del 8,7% (en adelante WACC, siglas en inglés de Weighted Average Cost of Capital) y una tasa de crecimiento en perpetuidad ("g" en adelante) aplicable a partir de 2022 del 1%, en línea con los analistas del sector, la Entidad financiera española obtuvo un rango medio para el Valor de Empresa de Hispasat a 31 de diciembre de 2012 de 1.105.000 miles de euros: 467.000 miles como suma del valor presente del periodo proyectado (2013-2022) y 638.000 miles de valor presente del valor terminal a perpetuidad. De acuerdo con el resultado del análisis de sensibilidad realizado por la Entidad financiera, que se incorpora como Anexo II de este Informe, la Entidad financiera asumió en la valoración de HISPASAT un rango de entre 1.050 millones de euros (resultado de aplicar un WACC del 8,9% y una "g" del 0,8%) y 1.164 millones (para un WACC del 8,5% y una "g" del 1,2%).

Deduciendo del Valor de Empresa obtenido para Hispasat su deuda financiera neta (deudas con entidades de crédito menos efectivo y otros activos líquidos equivalentes e inversiones financieras temporales) que se obtiene de las cuentas anuales consolidadas de Hispasat del ejercicio 2012 (268.602 miles de euros) y los intereses de los socios minoritarios en filiales consolidadas (12.986 miles) y sumando el valor en libros de las sociedades asociadas Hisdesat (que concentra las comunicaciones gubernamentales españolas) y Grupo de Navegación Sistemas y Servicios, S.L. no integradas en las cuentas consolidadas (82.049 miles), la primera Entidad financiera española contratada obtuvo un Valor de los Fondos Propios (en adelante Valor de los FFPP) para Hispasat de 905.461 miles. Aplicando sobre el valor de las acciones el 13,4% propuesto por la Entidad española en concepto de prima asociada a una participación minoritaria, pero que otorgaría al adquirente el control mayoritario de la Compañía, se obtendría un valor para Hispasat de 1.026.793 miles, del que se deduce un valor total para la participación del INTA en Hispasat del 168.596 miles, tal como se expone en el cuadro siguiente:

**Cuadro nº 4:**  
**Valor estimado a 31 de diciembre de 2012 por el Método de DFCF**  
**de la Participación del INTA en Hispasat**

(En miles de euros)

Participación	Valor de Empresa	Valor FFPP	Prima de control		Importe total
			%	Importe	
100%	1.105.000	905.461	13,4 <sup>(1)</sup>	121.332	1.026.793
<b>16,42%</b>		<b>148.674</b>	<b>13,4</b>	<b>19.922</b>	<b>168.596</b>

(1) Valor medio del rango seleccionado en la propuesta de valoración (de entre el 8,4% y el 18,4%)

La prima de control propuesta por la Entidad financiera sobre el precio de las acciones de Hispasat tomaba como referencia la prima media abonada en España desde 2003 por un accionista de referencia (con más del 30% del capital) en operaciones no competitivas superiores a 100 millones de dólares, como la concertada entre el INTA y Abertis, que otorgaron al comprador el control de la empresa objetivo, calculando dicha prima por diferencia entre el precio al que se lanzó la oferta de adquisición y la cotización de la compañía una semana antes del lanzamiento. Incluidas las operaciones competitivas la prima media se elevaría, según el Valorador, al 26,5% y al 30,4% para primas calculadas sobre el valor de las acciones un mes antes del anuncio.

Los informes de valoración de la segunda Entidad española contratada por SEPI y de la Entidad japonesa, fechados el 11 y el 15 de julio de 2013, respectivamente, llevaron a cabo la valoración de Hispasat, S.A. y todas sus filiales a 30 de junio de 2013 partiendo, entre otras informaciones, del balance de situación a esa fecha de Hispasat, del Informe anual de 2012 de la Compañía, del Plan de Negocios para el periodo 2012-2022 y del Plan de Negocios de su Sociedad asociada Hisdesat, S.A., de 9 de julio de 2013. En el cuadro siguiente se ha resumido el resultado de las valoraciones efectuadas por ambas Entidades mediante el método de DFCF:

**Cuadro nº 5:**  
**Valores estimados a 30 de junio de 2013 por el Método de DFCF**  
**de la Participación del INTA en Hispasat**

(En miles de euros)

Informe de Valoración	Participación Valorada	Valor de Empresa	Valor FFPP	Prima de control		Valoración global
				%	Importe	
11/07/2013	100%	1.239.600	958.206	14,8	141.814	1.100.020
	<b>16,42%</b>		<b>157.334</b>	<b>14,8</b>	<b>23.285</b>	<b>180.620</b>
15/07/2013	100%	1.395.000	1.197.905	19,3	231.196	1.429.100
	<b>16,42%</b>		<b>196.692</b>	<b>19,3</b>	<b>37.962</b>	<b>234.653</b>

Aplicando un WACC del 9,8% y una "g" del 1,5%, en línea con la inflación a largo plazo en España en 2018 estimada por el Fondo Monetario Internacional en abril de 2013, la Entidad financiera española contratada en julio de 2013 determinó un Valor de Empresa de 1.239.600 miles de euros para Hispasat. La Entidad financiera japonesa elevó el valor de Hispasat mediante el método de DFCF a 1.395.000 miles, aplicando un WACC del 8,5% y una "g" también del 1,5%. De acuerdo

con los resultados de sus respectivos análisis de sensibilidad, que se han incluido en el Anexo II de este Informe, la Entidad española situó en 1.128 millones de euros el valor de mínimo de la Compañía y su valor máximo en 1.378 millones, y la Entidad japonesa en 1.292 y 1.521 millones, respectivamente.

La diferencia entre los valores de Empresa obtenidos para Hispasat por las tres entidades valoradoras se explica, fundamentalmente, por las tasas de descuento aplicadas, pues no existían diferencias relevantes entre los flujos de caja libres considerados por cada una de estas entidades, salvo en 2013, ejercicio en el que la Entidad japonesa computó sólo los flujos correspondientes al segundo semestre de ese ejercicio, y en el que la primera Entidad española contratada por SEPI elevó de 353 miles de euros a 410 miles el importe de las inversiones de capital, al incluir en 2013 las inversiones presupuestadas en 2012 que no se ejecutaron en ese ejercicio. En el resto del periodo considerado en el análisis, las diferencias entre los flujos de caja libres considerados por cada una de estas entidades se debían sólo a los tipos impositivos utilizados, ya que mientras las dos entidades valoradoras españolas aplicaron un tipo impositivo general del 30% sobre el beneficio antes de intereses e impuestos (en adelante EBIT, por sus siglas en inglés de Earnings Before Interest and Taxes), sin considerar bonificaciones ni deducciones fiscales, la Entidad japonesa aplicó el tipo impositivo efectivo previsto para cada ejercicio en el Plan de Negocios de Hispasat y en cuyo cálculo se habían incorporado los beneficios y deducciones fiscales que resultarían aplicables con base en la estructura fiscal del Grupo y, en menor medida, a la inclusión o no de las variaciones del capital circulante en el cálculo de los flujos de caja. En el cuadro siguiente se compara la estructura de la tasa de descuento aplicada por las tres Entidades valoradoras de Hispasat:

**Cuadro nº 6:**  
**Desglose de las tasas de descuento (WACC) aplicadas en las valoraciones**

	Informes de valoración emitidos		
	15/07/2013	11/07/2013	25/04/2013
Tasa libre de riesgo	4,7%	4,68%	5,3%
<u>Prima de riesgo de mercado aplicable</u>	<u>4,2%</u>	<u>5,4%</u>	<u>4,6%</u>
Prima de riesgo de mercado	6,7%	6,6%	5%
Beta apalancada ( $\beta$ )	0,62	0,81	0,92
Prima por tamaño		1,73%	
<b>Coste del capital</b>	<b>8,9%</b>	<b>11,8%</b>	<b>9,9%</b>
Coste estimado de la deuda	5,5%	8,5%	5,2%
Tipo impositivo	30%	30%	30%
<b>Coste de la deuda post impuestos</b>	<b>3,9%</b>	<b>6%</b>	<b>3,7%</b>
FFPP/ Deuda + FFPP	75%	66%	80%
Deuda/ Deuda + FFPP	25%	34%	20%
<b>WACC</b>	<b>7,6% *</b>	<b>9,8%</b>	<b>8,7%</b>

\* Pese a que la Entidad japonesa determina un WACC del 7,6%, en la valoración de Hispasat aplicó el 8,5%, media de costes medios ponderados de capital aplicados por las tres principales compañías operadoras de satélites (Intelsat, Ltd., SES. S.A. y Eutelsat).

Las tres entidades valoradoras tomaron como referencia para establecer la tasa libre de riesgo la rentabilidad de los bonos emitidos por el Reino de España a 10 años, rentabilidad que lleva asociado el riesgo país al que alude SEPI en sus alegaciones, al incluir el correspondiente diferencial sobre las emisiones de bonos de Alemania de igual vencimiento. Como ha puesto de manifiesto SEPI, asimismo, en sus alegaciones, los coeficientes que incluye el cuadro anterior en concepto de prima de riesgo de mercado (diferencial exigido a la renta variable sobre la renta fija) son el resultado de ponderar la prima del mercado en su conjunto por el riesgo asociado en concreto a Hispasat por cada uno de los valoradores y que se representa mediante el coeficiente " $\beta$ ".

Mientras el informe emitido en abril de 2013 determinó un Valor de los FFPP de Hispasat a 31 de diciembre de 2012, los informes de valoración emitidos en julio de 2013 se realizaron con efecto de 30 de junio de 2013, valorándose en estos dos últimos informes la participación en Hisdesat mediante el método de DFCF y la del Grupo de Navegación Sistemas y Servicios, S.L. de acuerdo con su valor contable a 30 de junio de 2013, método este último por el que se valoraron ambas participaciones en el informe emitido en abril de ese ejercicio. La Entidad japonesa obtuvo un Valor de los FFPP de 1.197.905 miles de euros para Hispasat y la segunda Entidad española contratada por SEPI un valor de 958.206 miles. En el cuadro siguiente se comparan los ajustes practicados por las tres entidades financieras sobre los valores de Empresa estimados de Hispasat para obtener el Valor de sus FFPP:

**Cuadro nº 7:**  
**Comparación de los ajustes realizados por las entidades valoradoras**

(En miles de euros)

Ajustes sobre el Valor de Empresa	Informes de valoración emitidos		
	25/04/2013	11/07/2013	15/07/2013
<b>Deuda financiera neta</b>	<b>(268.602)</b>	<b>(363.664)</b>	<b>(291.377)</b>
Deuda con entidades de crédito	(387.060)	(460.484)	(460.484)
Valor razonable derivados financieros	-	(7.307) <sup>(1)</sup>	(7.582)
Garantías otorgadas a terceros	-	-	(11.400)
Otros pasivos financieros	-	(83.316)	-
Efectivo y equivalentes	113.338	187.443	187.443
Inversiones financieras temporales	5.120	-	646
<b>Otros ajustes</b>	<b>69.063</b>	<b>82.270</b>	<b>94.282</b>
Participaciones asociadas	82.049	93.677 <sup>(2)</sup>	115.282 <sup>(2)</sup>
Socios minoritarios	(12.986)	(13.429)	(21.000) <sup>(2)</sup>
Inversiones financieras a largo plazo		2.022	-
<b>Ajustes totales</b>	<b>(199.539)</b>	<b>(281.394)</b>	<b>(197.095)</b>

(1) Incluye sólo los pasivos a largo plazo

(2) Valores obtenidos mediante el método de DFCF

Se han contrastado los ajustes sobre el Valor de Empresa practicados por las tres Entidades valoradoras con la información que a estos efectos contienen las cuentas anuales consolidadas de Hispasat de 2012 y los estados financieros consolidados a 30 de junio de 2013 de la Compañía. Mientras que para determinar la deuda financiera neta la Entidad financiera japonesa computó las garantías otorgadas a terceros y la totalidad de los pasivos por derivados financieros además de las deudas con Entidades de crédito, la segunda Entidad valoradora española contratada por SEPI incluyó también en su determinación otros pasivos financieros, tanto con coste financiero explícito (como los incentivos en órbita asociados a los satélites que formaban parte del precio de adquisición de su inmovilizado), como otros pasivos sin coste financiero explícito (como la financiación recibida de organismos públicos para el desarrollo de varios programas PROFIT y Plan Avanza o las fianzas constituidas a largo plazo). Por su parte, la diferencia entre los valores atribuidos al valor de la participación en Hisdesat mediante el método de DFCF en los dos informes emitidos en julio de 2013 se debe a que el Valorador español empleó un WACC del 10,54% para obtener el Valor de Empresa de la Compañía, mientras que el japonés aplicó un WACC del 8,5%, computando éste a su vez el valor en libras de las inversiones en Empresas del grupo entre los ajustes practicados para obtener el Valor de los FFPP de Hisdesat y no sólo la deuda financiera neta como la Entidad española. La Entidad japonesa empleó también el método de DFCF para valorar la participación de los intereses minoritarios en filiales consolidadas aplicando un coste de capital del 8,9%, mientras que las dos Entidades españolas tomaron su valor en libras. En el Anexo I de este Informe se incorpora el estado comparativo de balances consolidado del Grupo Hispasat a 31 de diciembre de 2011 y 2012 y a 30 de junio de 2013.

De acuerdo con el Valor de los FFPP estimado para Hispasat por las Entidades contratadas en julio de 2013, la Entidad financiera japonesa obtuvo un valor para el paquete de títulos propiedad del INTA de 196.692 miles de euros, reduciéndolo la Entidad financiera española a 157.334 miles. La Entidad japonesa propuso, asimismo, una prima de control del 19,3%, en línea con las abonadas en Europa occidental desde 2007 por propietarios de un 35-45 por ciento antes de realizar la transacción que les otorgaría la mayoría (más del 50% del capital social) de la empresa objetivo, pues aunque se situaría entre las más bajas de las pagadas en España desde 2007 (del 30,7% de promedio), en la mayoría de estos precedentes el adquirente no partía de una influencia tan alta sobre su objetivo como en el caso de Abertis sobre Hispasat. Por su parte, la Entidad financiera española propuso una prima de control del 14,8%, tomando como referencia la media de operaciones superiores a 1.000 millones de euros pagadas en efectivo en España (calculada sobre el precio de las acciones un día antes del anuncio de la oferta). Con arreglo a las primas propuestas, la participación del INTA en Hispasat alcanzaría los 234.653 miles según el informe de valoración de la Entidad japonesa y los 180.620 miles según la Entidad española.

### **II.3.1.2.- Metodología de contraste**

Las tres Entidades valoradoras contratadas por SEPI contrastaron el valor resultante de aplicar el método de DFCF con otras valoraciones de mercado (múltiplos de transacciones precedentes, múltiplos de compañías comparables cotizadas, referencias de analistas de mercado, etc.), resumiéndose a continuación las valoraciones realizadas de Hispasat mediante los principales métodos de contraste:

#### **a) Estimación basada en las transmisiones de títulos de Hispasat autorizadas por el Consejo de Ministros entre 2002 y 2012**

Tomando como referencia la venta por parte de Telefónica de Contenidos, S.A., Sociedad Unipersonal, por 124.000 miles de euros del 13,23% del capital social de Hispasat a Abertis y a Eutelsat, autorizada por el Consejo de Ministros de 28 de diciembre de 2012, las Entidades valoradoras españolas contratadas por SEPI procedieron a estimar el valor del 16,42% del capital social de Hispasat propiedad del INTA. Como consecuencia del ejercicio del derecho de adquisición preferente que como accionista le correspondía a Eutelsat, las acciones se repartieron entre Abertis, que adquirió 23.343 acciones de Hispasat representativas del 7,23% de su capital social por 67.764 miles, y Eutelsat, que adquirió 19.359 acciones representativas del 6% del capital por 56.236 miles.

Las dos entidades españolas valoraron la participación del INTA en Hispasat infiriendo el Valor de la Empresa como un múltiplo del beneficio antes de amortizaciones, depreciaciones, intereses e impuestos (en adelante EBITDA, por sus siglas en inglés de Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) correspondiente al ejercicio 2012 estimado por la Entidad valoradora o en el Plan de Negocios de Hispasat como se ha resumido en el cuadro siguiente:

Cuadro nº 8:

Extrapolación realizada por los dos valoradores españoles a partir del precio pagado en diciembre de 2012 por el 13,23% del capital social de Hispasat

(En miles de euros)

Informes de Valoración	EBITDA- 2012		Múltiplo EV/EBITDA	Valor de Empresa (EV)	Valor FFPP	16,42%
	Estimado	Plan de Negocios				
25/04/2013	160.178	-	7,1	1.137.264	937.725	<b>153.974</b>
11/07/2013		161.000	8	1.288.000	1.006.606	<b>165.285</b>

La Entidad japonesa, en cambio, tomó como referencia las cuatro transmisiones que se llevaron a cabo entre enero de 2002 y diciembre de 2012 con títulos de Hispasat, de las que obtuvo un multiplicador medio del 8,8 a efectos de valorar la participación del INTA en esta Compañía, como se detalla en el cuadro siguiente:

Cuadro nº 9:

Extrapolación realizada por el valorador japonés partiendo de las transacciones cerradas entre 2002 y 2012 con acciones de Hispasat

(En miles de euros)

Transacciones con Hispasat			EBITDA 2012	Múltiplo EV/EBITDA	Valor de Empresa (EV)	Valor FFPP	16,42%
Año	Adquirente/s	%					
2012	Abertis y Eutelsat	13,2	161.000	7	1.127.000	929.905	152.690
2008	Abertis	5	161.000	8	1.288.000	1.090.905	179.127
2007	Abertis	28,4	161.000	8,4	1.352.400	1.155.305	189.701
2002	EADS y Eutelsat	13	161.000	11,8	1.899.800	1.702.705	279.584
	<b>Media</b>		<b>161.000</b>	<b>8,8</b>	<b>1.416.800</b>	<b>1.219.705</b>	<b>200.276</b>

No obstante, como ha señalado SEPI en sus alegaciones, la Entidad financiera no trasladó al resumen ejecutivo de su propuesta de valoración la operación cerrada en 2002, situando en los 1.127 millones de euros el límite inferior del valor atribuido a Hispasat y el límite superior en 1.352 millones, intervalo del que resultaría un multiplicador medio del 7,8 y un valor medio para la participación del INTA en esta Compañía de 173.839 miles de euros.

*b) Estimación basada en el valor obtenido para Abertis Infraestructuras, S.A. mediante el método de suma de partes*

La Entidad financiera japonesa estimó, igualmente, la valoración de la participación del INTA en Hispasat a partir de las valoraciones realizadas por cuatro analistas de mercado de Abertis Infraestructuras, S.A. (accionista único de Abertis) sumando el valor atribuido a cada uno de sus segmentos de negocio individuales y en las que Hispasat representaba de media el 3,5% del valor atribuido a Abertis Infraestructuras, S.A. Aplicando los mismos multiplicadores propuestos por cada uno de estos analistas para determinar el valor del sector operativo de Abertis Infraestructuras, S.A. en el que se encuadraba la actividad de Hispasat, la Entidad japonesa situó



mediante este procedimiento el valor de la participación del INTA entre los 181.770 miles y los 230.439 miles de euros, como refleja el cuadro siguiente:

**Cuadro nº 10:**  
**Estimación basada en la suma de partes del Grupo Abertis**

(En miles de euros)

Informes de Valoración	EBITDA (Plan de Negocios)		Múltiplo EV/EBITDA	Valor de Empresa (EV)	Valor FFPP	16,42%
	2012	2013				
22/05/2013	-	165.000	9,7	1.600.500	1.403.405	<b>230.439</b>
19/06/2013	161.000	-	8,2	1.320.200	1.123.105	<b>184.414</b>
21/06/2013	-	165.000	9	1.485.000	1.287.905	<b>211.474</b>
25/06/2013	161.000	-	8,1	1.304.100	1.107.005	<b>181.770</b>

La primera Entidad financiera contratada por SEPI incluyó también en su informe el método de suma de partes para determinar el valor de Hispasat, mediante el que asignó a sus FFPP un valor medio de 1.116.000 miles de euros. La Entidad española, sin embargo, desaconsejaba la aplicación de esta metodología en atención al porcentaje tan reducido que representaba Hispasat sobre del valor de Abertis Infraestructuras, S.A., a que su actividad no estaba relacionada con la actividad principal del grupo (la de concesionaria de autopistas) y a la insuficiente justificación de las hipótesis de valoración empleadas por algunos de los seis analistas de mercado considerados, razón esta última por la que tampoco se ha incluido en este Informe.

*c) Estimación basada en la valoración de transacciones comparables*

Mediante la extrapolación de métricas derivadas de transacciones con participaciones de capital de compañías del Sector de Satélites Fijos, las entidades valoradoras obtuvieron para Hispasat los siguientes valores de Empresa y de FFPP:

**Cuadro nº 11:**  
**Extrapolación de métricas de transacciones con títulos de Compañías del Sector de Satélites Fijos**

(En miles de euros)

Informes de Valoración	EBITDA 2012	EV/EBITDA		EV	Valor FFPP
		Rango	Múltiplos		
<b>25/04/2013</b>	161.000	Bajo	7	1.127.000	927.461
	161.000	Alto	12	1.932.000	1.732.461
	161.000	<b>Medio</b>	<b>9,5</b>	<b>1.527.711</b>	<b>1.328.172</b>
<b>11/07/2013</b>	161.000	Bajo	7	1.127.000	845.606
	161.000	Alto	8	1.288.000	1.006.606
	161.000	<b>Medio</b>	<b>7,5</b>	<b>1.207.500</b>	<b>926.106</b>
<b>15/07/2013</b>	161.000	Bajo	7	1.127.000	929.905
	161.000	Alto	9,5	1.529.500	1.332.405

En el informe de valoración emitido el 25 de abril de 2013 se tomaron como referencia nueve transacciones con compañías del Sector, anunciadas entre agosto de 2005 y febrero de 2013, de las que se deduce un multiplicador medio del 9,5; asumiendo el valorador en la extrapolación a Hispasat un rango bajo del 7 (multiplicador aplicable a la transacción formalizada por Abertis en diciembre de 2012 sobre la participación de Telefónica en Hispasat) y un rango alto del 12 (aplicable a la operación que afectó en febrero de 2013 al principal operador de satélites griego).

El Valorador japonés analizó en su informe de 15 de julio de 2013 un total de 26 transacciones, anunciadas entre enero de 1997 y junio de 2012, concluyendo que históricamente las transacciones del Sector de los Satélites fueron valoradas mediante múltiplos de entre el 7 y el 9,5 del EBITDA correspondiente a los 12 meses anteriores a la operación, multiplicadores que asumió para obtener el valor de Hispasat como se ha recogido en el cuadro anterior.

Aunque en el informe emitido el 11 de julio de 2013 se analizaron un total de 15 transacciones privadas, tanto mayoritarias como minoritarias, anunciadas entre abril de 2004 y junio de 2012, el segundo Valorador español contratado por SEPI aplicó a Hispasat el multiplicador del 7,5 que resultó de una única operación de compra (la adquisición por SES, S.A. del operador holandés New Skies Satellites anunciada en diciembre de 2005 y formalizada en marzo de 2006); asumiendo para el rango alto de la valoración una prima del 0,5 y para el rango bajo un descuento, igualmente, del 0,5 como se ha recogido en el cuadro anterior.

*d) Estimación basada en la valoración de compañías cotizadas comparables.*

Las estimaciones se realizaron a partir de las valoraciones disponibles de dos de las tres primeras Compañías proveedoras de servicios de comunicaciones por satélite del mundo (SES, S.A. y Eutelsat), ambas operadoras de satélites puros, al igual que Hispasat, pero con mayor dimensión y menor riesgo, y excluyendo a Intelsat, Ltd. (el primer operador mundial) por su elevado apalancamiento. En el cuadro siguiente se muestra el rango medio de cada una de las valoraciones efectuadas mediante este procedimiento:

**Cuadro nº 12:**  
**Extrapolación de valoraciones disponibles de operadores de satélites puros**  
(En miles de euros)

Informes de Valoración	EBITDA 2013	Múltiplo EV/EBITDA	Valor de Empresa (EV)	Valor FFPP	16,42%
25/04/2013	161.000	8,4	1.353.688	1.154.149	189.511
11/07/2013	161.000	7,3	1.175.944	894.550	146.885
15/07/2013	165.000	8,5	1.396.725	1.199.630	196.979

Las diferencias entre los valores de Empresa que se obtienen para Hispasat mediante este procedimiento se explicaban fundamentalmente por el multiplicador medio aplicado en el segundo informe de valoración, al haber practicado la segunda Entidad española contratada por SEPI un descuento por tamaño del 12% al multiplicador (8,3) resultante de obtener la media entre el aplicado a SES, S.A. (9,2) y a Eutelsat (7,4).

**II.3.1.3.- Valoración integrada.**

Como han puesto de manifiesto SEPI y el INTA en sus respectivos escritos de alegaciones, la Entidad financiera japonesa incluyó en el resumen ejecutivo de su informe de valoración una propuesta integrada en la que, tras considerar el resultado de las distintas metodologías aplicadas, acotaba el valor de Hispasat entre los 1,2 y 1,4 miles de millones de euros, y el valor de sus FFPP entre 1y 1,2 miles de millones de euros, respectivamente.

Aunque la propuesta integrada no figuraba explicitada en el informe de valoración, el valor mínimo del intervalo asumido por la Entidad financiera se correspondería con el Valor de Empresa (1.234.200 miles de euros) que obtuvo tras aplicar a esta operación el mismo multiplicador EV/EBITDA que resultó de la compra de títulos de Hispasat efectuada por Abertis en noviembre de 2007; y el valor máximo con el Valor de Empresa (1.352.400 miles) obtenido, igualmente, por la Entidad japonesa mediante la aplicación al EBITDA de 2013 de Hispasat del mismo multiplicador EV/EBITDA que se deduciría de comparar el valor de cotización de Eutelsat con el EBITDA de 2013 previsto para este Operador al tiempo de realizarse la valoración. Con arreglo al intervalo propuesto por la Entidad financiera, el valor de las acciones de Hispasat de las que el INTA era titular se situaría entre los 170.289 y 189.697 miles (entre 164.197 y 197.036 miles si se toman valores redondeados a miles de millones de euros, unidad en la que figuraba emitido el resumen ejecutivo por la Entidad valoradora).

Sin embargo, y contrariamente a lo argumentado por SEPI y el INTA en sus respectivos escritos de alegaciones, la prima a abonar por Abertis por asumir el control corporativo de Hispasat no podía estar implícita en el rango de valoración seleccionado por el Valorador para estimar el valor de esta Compañía, porque el intervalo propuesto (de entre 1.200 y 1.400 millones de euros) era más restringido que el que asumió la Entidad financiera mediante la metodología principal empleada, la de DFCE, mediante la que situó el rango del valor de Hispasat entre los 1.300 y los 1.500 millones de euros, sin computar la prima de control en dicha estimación, como tampoco figuraba incluida en los rangos resultantes de la aplicación de metodologías de contraste que seleccionó el Valorador y que se situaban entre los 1.100 y los 2.000 millones de euros.

Hay que tener en cuenta a estos efectos que la Prima de Control es un concepto asociado en exclusividad a los accionistas de una empresa y no a la empresa en su conjunto, de forma que el importe de la prima no podía estar implícito en el Valor de Empresa estimado por el Valorador para Hispasat como se indica en alegaciones, dado que dicho valor engloba también al resto de acreedores de la Compañía. La prima no podía estar implícita tampoco en el Valor de los FFPP de Hispasat que seleccionó el Valorador, pues los valores mínimos y máximos del rango propuesto (1.000 y 1.200 millones de euros, respectivamente) son el resultado de deducir la deuda financiera neta de la Compañía (0,2 miles de millones) de los correspondientes Valores de Empresa seleccionados por el Valorador (1.200 y 1.400 millones de euros).

Al igual que las otras dos entidades financieras contratadas por SEPI, la Entidad japonesa estimó el importe que cabría ingresar en concepto prima de control de forma independiente a la valoración que llevó a cabo de las acciones de Hispasat de las que el INTA era titular, estimación que fue objeto de tratamiento separado en los correspondientes informes de valoración. Ha de señalarse también que la participación del INTA sólo podía otorgar una mayoría de control a Abertis en el caso de que Eutelsat renunciara a ejercer los derechos de suscripción preferente que ostentaba en relación con la misma, supuesto del que ninguna de las entidades valoradoras tuvo

confirmación al tiempo de emitir sus correspondientes informes, pues el escrito de renuncia del Operador europeo figuraba fechado el 15 de julio de 2013, fecha de emisión igualmente del informe de valoración de la Entidad japonesa, en el que se recoge expresamente esta circunstancia entre las consideraciones que tuvo en cuenta para estimar el importe que cabría aplicar en concepto de prima de consolidar Abertis su posición del control en Hispasat.

### **II.3.2.-Autorización de la venta**

Mediante escrito de 15 de julio de 2013, Eutelsat (el tercer operador de satélites del mundo y socio propietario, asimismo, del 33,69% de Hispasat) comunicó al Ministerio de Defensa su intención de suscribir el nuevo Acuerdo de Accionistas que le fue propuesto, y su renuncia a ejercer sus derecho de opción en relación con la participación del INTA en Hispasat con arreglo a los términos previstos en dicho Acuerdo. En sesión de 19 de julio de 2013, el Consejo de Administración de SEPI acordó, igualmente, renunciar a ejercer su derecho de adquisición preferente y firmar y formalizar el nuevo Acuerdo de Accionistas negociado y consensuado por las partes. Previamente, SEPI había solicitado a Abertis una oferta vinculante de compra, que debía ir acompañada del Acuerdo de Accionistas remitido por la Presidencia de Hispasat para ser suscrito por los Accionistas Públicos, Abertis y Eutelsat, y de la propuesta de Estatutos Sociales, del Reglamento del Consejo de Administración y del Plan de Crecimiento en el que se establecían las líneas maestras de las actividades a desarrollar por Hispasat y los criterios de inversión.

Con fecha 16 de julio de 2003, Abertis formuló una primera propuesta, con un plazo de validez de 7 días, que se concretaba en la adquisición al INTA del 16,42% del capital social de Hispasat por 180.000 miles de euros: 153.524 miles por el valor de las acciones y 26.476 miles en concepto de prima de control. Si bien el precio propuesto estaba por encima de la última operación cerrada por Abertis en el ejercicio 2012 con Telefónica de Contenidos, S.A., dado que incluía la aplicación de una prima por implicar la toma de control de Hispasat, la oferta de Abertis comportaba, sin embargo, un Valor del 100% de los FFPP de Hispasat de 934.981 miles, ligeramente inferior al que resulta de extrapolar al 100% del capital social de la Compañía los 124.000 miles que percibió en 2012 Telefónica de Contenidos, S.A. por la venta del 13,23% de Hispasat (937.264 miles). Considerando, no obstante, los ajustes que se deducen del balance consolidado del Grupo Hispasat a 31 de diciembre de 2011 y 2012, la propuesta suponía un valor de Empresa para Hispasat de 1.146.080 miles, superior a los 1.100.127 miles que resultarían de la extrapolación de la transacción anterior, comportando asimismo la aplicación del mismo multiplicador EV/EBITDA que se aplicó en la transacción con Telefónica de Contenidos, S.A. como puede comprobarse en el cuadro siguiente:

**Cuadro nº 13:**  
**Comparación de las métricas resultantes de las dos últimas transacciones realizadas con acciones de Hispasat**

(En miles de euros)

Año de la transacción (n)	Valor FFPP	Ajustes (1)	Valor de Empresa (EV)	EBITDA (n-1)	Múltiplo EV/EBITDA
<b>2013</b>	934.981	211.099	1.146.080	161.127	<b>7,1</b>
<b>2012</b>	937.264	162.863	1.100.127	154.660	<b>7,1</b>

(1) Para el cómputo de la deuda financiera neta se han tenido en cuenta los pasivos por derivados financieros, además de la deuda con Entidades de crédito.

Sin embargo, atendiendo al informe de valoración de la Entidad financiera japonesa, el multiplicador de la transacción llevada a cabo con acciones de Hispasat en 2012 era el más bajo de los aplicados desde 2007 a operaciones de compraventa con títulos de esta Compañía, moviéndose el rango de este multiplicador en ese periodo de tiempo entre el 7 y el 8,4. El EV que resultaba para Hispasat de la propuesta presentada por Abertis (1.146.080 miles) era inferior, asimismo, al valor medio obtenido en la mayoría de las valoraciones realizadas mediante metodologías de contraste por las tres Entidades contratadas, pero situándose dentro del rango asumido por la entidad valoradora española (entre 139.059 y 180.010 miles) que resultó de las estimaciones realizadas en julio de 2013 mediante la metodología principal empleada por las entidades valoradoras, la de DFCF, método por el que la Entidad financiera española situaba el rango medio del valor de este paquete de títulos en 157.334 miles de euros y la Entidad japonesa en 196.692 miles. El precio propuesto por Abertis se situaba por debajo del rango de valoración asumido por la Entidad japonesa por el método de DFCF (entre 179.780 y 217.381 miles), pero superando el límite inferior asumido por la Entidad valoradora española (entre 139.059 y 180.010 miles). La oferta se situaba por debajo del rango de valoración en el que se concretó la propuesta integrada que presentó la Entidad financiera japonesa, tras valorar de forma conjunta los resultados de las distintas metodologías aplicadas y del que se deduciría para la participación del INTA en Hispasat un valor de entre 170.289 y 189.697 miles (de entre 164.197 y 197.036 miles si se toman valores redondeados a miles de millones de euros).

No obstante, se considera adecuado el recurso por las partes a determinar el precio de la operación mediante metodologías de contraste, en atención a que los valoradores no tuvieron ocasión de analizar con los administradores de Hispasat la razonabilidad y sostenibilidad de las proyecciones que contemplaba el Plan de Negocios de la Compañía sobre las que basaron su estimación mediante el método DFCF.

La prima de control ofertada representaba el 17,3% del precio propuesto para las acciones de Hispasat propiedad del INTA, superior a las propuestas por las dos entidades valoradoras españolas (del 13,4% en el informe de valoración de abril de 2013 y del 14,8% en el de 11 de julio de 2013), pero inferior a la propuesta por la Entidad financiera japonesa (del 19,3%).

Con fecha 23 de julio de 2013, un día después del vencimiento del plazo de validez de la primera propuesta, Abertis presentó una nueva oferta en la que mantenía invariable el precio ofrecido por

las acciones, pero reducía la prima a abonar por asumir el control de Hispasat de 26.476 miles a 18.976 miles, reduciendo así el precio total de la transacción de 180.000 miles a 172.500 miles y la prima de control sobre el valor asignado a las acciones al 12,4%, inferior a las primas en las que se concretaron las propuestas formuladas por las tres entidades valoradoras.

El 25 de julio de 2013 se firmó el contrato de compraventa antes de la extinción, el 30 de julio de 2013, del plazo de vigencia de la segunda oferta de Abertis. La operación se cerró, finalmente, por 172.500 miles de euros: 153.524 miles por el valor de las acciones y 18.976 miles en concepto de prima de control, pasando a ostentar el Comprador directamente el 57,05% del capital social de Hispasat. La participación de Hispasat figuraba registrada en las cuentas del INTA por 20.023 miles de euros.

El mismo día que se firmó el contrato de compraventa, los Accionistas Públicos (incluido el INTA) suscribieron con Abertis, Hispasat y Eutelsat un nuevo Acuerdo de Accionistas en el que se recogieron las condiciones en las que Abertis pasó a asumir el control en solitario de la gestión y la administración ordinaria de Hispasat y que sustituyó al Acuerdo suscrito con Abertis el 28 de enero de 2008. Con arreglo a lo pactado, Abertis pasó a estar representada por 10 de los 19 miembros integrantes del Consejo de Administración de Hispasat, Eutelsat por cinco y los Accionistas Públicos de forma conjunta por tres, formando parte adicionalmente del Consejo un consejero designado por el Ministerio de Industria en virtud del Acuerdo de Consejo de Ministros de 11 de julio de 1997 que otorgó a Hispasat la concesión del servicio de gestión del segmento espacial atribuido al Estado español. La designación de los tres consejeros atribuidos a los Accionistas Públicos se reparte entre el Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas (SEPI), el Ministerio de Economía y Competitividad (CDTI) y el Ministerio de Defensa, al que corresponde determinar, además, el voto de los Accionistas Públicos, todo ello aun cuando el INTA hubiera dejado de ser accionista de Hispasat. Abertis y Eutelsat se comprometieron, por su parte, a votar en el mismo sentido expresado por los Accionistas Públicos en la adopción de cualquier acuerdo en los órganos de gobierno de Hispasat sobre la actividad de los sistemas satelitales militares y gubernamentales desarrollados a través de Hisdesat, sobre los derechos asociados a la participación de Hispasat en esta Compañía o a las decisiones relativas a los órganos de gestión y administración de Hisdesat.

De acuerdo con las actas de las reuniones mantenidas por la Comisión de Decisión y Seguimiento prevista en Convenio para el desarrollo del proceso de privatización, ésta fue constituida el 4 de julio de 2013, sesión en la que se fijó el 15 de julio siguiente como fecha para negociar con el Comprador el precio y las condiciones de la transmisión y el 30 de julio de ese mismo mes para decidir los términos de la adjudicación de la participación del INTA en el capital social de Hispasat. La Comisión se reunió de nuevo el 16 de julio de 2013, acordando solicitar a Abertis una oferta formal de compraventa de las acciones de Hispasat de las que el INTA era titular, oferta que fue formulada ese mismo día. El acta en la que se dejó constancia de la sesión figuraba acompañada del escrito de Eutelsat de 15 de julio de 2013 en el que renunciaba a ejercer sus derechos de opción y de sendos resúmenes ejecutivos de las valoraciones de la participación del INTA en Hispasat realizadas por los dos valoradores contratados por SEPI a principios de ese mismo mes.

De acuerdo con el acta de la sesión celebrada el 17 de julio de 2013, que forma parte de la documentación remitida por SEPI y por el INTA con sus escritos de alegaciones, la Comisión propuso rechazar la primera oferta recibida debido a la cláusula de responsabilidades que figuraba en la propuesta de contrato formulada por Abertis y en virtud de la cual el Vendedor hubiera tenido

que responder, de forma proporcional al porcentaje de acciones objeto de venta, por cualquier contingencia originada por actos y/u omisiones de la Sociedad anteriores a la fecha de elevación a público del contrato de compraventa por actuaciones inspectoras ya iniciadas y conocidas por el Comprador o de las que pudieran incoarse en el futuro y que perjudicasen los resultados de la Sociedad o de su Grupo. En la propuesta de contrato se establecía a este respecto un plazo de cinco años a partir de su formalización para poder exigir acciones relacionadas con las responsabilidades asumidas por las partes.

De acuerdo, con el acta de la última reunión celebrada el día 24 de julio de 2013, aportada igualmente en el trámite de alegaciones, la Comisión de Seguimiento propuso la aceptación de la segunda oferta presentada por Abertis por encontrarse dentro de los márgenes contenidos en las valoraciones encargadas por SEPI y por no incluir la cláusula de responsabilidades que motivó el rechazo de la oferta previa. En la nueva propuesta de contrato presentada por Abertis se incluyó además una nueva cláusula mediante la que el Comprador se comprometía a indemnizar al INTA con el 50% de las plusvalías que pudiera obtener por la venta de acciones representativas de hasta un 7% del capital de Hispasat durante los cuatro años siguientes a la fecha de elevación a público del contrato de compraventa, porcentaje máximo del que podía desprenderse el Comprador sin perder su posición de control. La propuesta de la Comisión fue aceptada por la Dirección General del INTA en los mismos términos formulados por Abertis según consta en certificación emitida el 25 de julio de 2013 por el Secretario General del INTA y de la Comisión.

Como se ha señalado con anterioridad, en su condición de vendedor, el INTA se reservó en Convenio la toma de decisiones relacionadas con el precio y demás condiciones que se acordasen con el adquirente de las acciones, previa propuesta y deliberación de la Comisión de Decisión y Seguimiento, todo ello sin perjuicio de las competencias que el artículo 175.5 de la Ley 33/2003 atribuye a la DGPE en relación con la fijación del precio de enajenación de valores de titularidad de la AGE o de sus organismo públicos adjudicados de forma directa. SEPI no respondía, en cambio, del buen fin de la gestión asumida en virtud del Convenio, habiéndose comprometido únicamente a cumplir las actuaciones y funciones que se le asignaron en el mismo.

La información que han facilitado SEPI y el INTA para justificar que la Comisión propusiera aceptar la segunda oferta presentada por Abertis, pese a que suponía rebajar la prima de control en 7.500 miles de euros, debe ser la misma que entregó a los valoradores, pues formaba parte de la información adjunta a los estados financieros de Hispasat que se elaboraron a 30 de junio de 2013 con motivo de la venta de la participación del INTA, consistiendo en una estimación del impacto que podría tener en los gastos fiscales de la Compañía del periodo 2004-2022 la concreción de una serie de contingencias derivadas, fundamentalmente, de la tributación correspondiente al Impuesto de Sociedades en España y a la del Impuesto de Circulación de Mercancías (ICMS) en Brasil (de carácter agregado). Dichas contingencias no fueron tomadas en consideración por las Entidades valoradoras debido a la insuficiencia de la información que se les facilitó a estos efectos y a la falta de detalle sobre la materialización de los gastos. La estimación de las contingencias fiscales realizada por Hispasat no resulta razonable, tampoco, ya que la consideración del incremento del gasto relativo al Impuesto de Sociedades supondría que el ratio Gasto fiscal/EBIT previsto para el periodo 2013-2022 en el Plan de Negocios de Hispasat pasara de representar un 28,1% de media a un 42,6%; superando, por otra parte, el gasto fiscal que según dicha estimación habría quedado pendiente de reconocer en el periodo 2004-2012 la cifra de 45.676 miles que por posibles pasivos contingentes se consideró implícitamente para ajustar el precio de la participación del INTA.

En la Memoria del ejercicio 2012 consta a estos efectos que la Agencia Tributaria inspeccionó en el ejercicio 2008 la situación fiscal de la Sociedad dominante del Grupo Hispasat relativa al Impuesto sobre Sociedades del ejercicio 2003, habiendo abonado Hispasat en 2009 los 1.383 miles de euros a los que ascendió el acta de liquidación y revertido entre 2011 y 2012 la práctica totalidad de los 5.886 miles que figuran cubiertos a 31 de diciembre de 2010 en el epígrafe de "Otras provisiones" del balance consolidado del Grupo. En la Memoria de 2012 se deja constancia por los Administradores de Hispasat, igualmente, de que aunque surgieran pasivos adicionales como resultado de una nueva inspección del Impuesto de Sociedades éstos no afectarían significativamente a las cuentas anuales. La Memoria de 2012 recoge en este mismo sentido que, con base al criterio de sus asesores fiscales, no se había dotado provisión tampoco por las actas de inspección, por importe de 33.055 miles, relativas al ICMS. En las fechas en las que se encargaron las valoraciones actualizadas del Grupo Hispasat no constaban a estos efectos, tampoco, evidencias adicionales de contingencias por gastos fiscales no reconocidos a las que existían cuando Abertis cerró la operación anterior con títulos de esta Sociedad que se tomó como referencia para fijar el precio de la compraventa de las acciones del INTA, ya que no fueron objeto de cobertura alguna en los estados financieros elaborados a 30 de junio de 2013.

Aunque la inclusión de cláusulas de responsabilidad puede estar justificada cuando lo que se enajena es una empresa o un negocio en su totalidad, dichas cláusulas no son propias de operaciones de compraventa de participaciones minoritarias como la llevada a cabo entre el INTA y Abertis, en las que el Comprador tenía el control operativo de Hispasat en virtud del Acuerdo suscrito en 2008 con los tres Accionistas Públicos de la Compañía. De existir cautelas, no obstante, en relación con la información que facilitaban los registros contables de Hispasat, las partes deberían haber sometido en este caso a revisión y verificación externa los estados financieros que se tomaron como referencia para fijar el precio de la transacción, aunque se tratara de una venta directa a otro partícipe de la Sociedad, de esta forma se habría garantizado que la decisión de aceptar una rebaja del precio inicialmente propuesto a cambio de suprimir la cláusula de responsabilidad por contingencias no reconocidas se hubiera tomado con garantías suficientes tanto para el Comprador como para el Vendedor.

De acuerdo con la información que figura en las cuentas anuales de 2013 y 2014 del Grupo Hispasat que ha aportado SEPI con posterioridad al trámite de alegaciones, en abril de 2013 se abrieron actuaciones de comprobación e investigación sobre el Impuesto de Sociedades de los ejercicios 2008 a 2010 del Grupo Fiscal Hispasat, S.A. e Hispasat Canarias, S.L., Sociedad Unipersonal. Como consecuencia del acuerdo firmado con la Agencia Estatal de la Administración Tributaria, mediante el que se cerraron dichas actuaciones el 23 de septiembre de 2014, el Grupo registró en ese ejercicio un mayor gasto por el Impuesto de Sociedades correspondiente a los ejercicios 2008 a 2010 de 9.121 miles de euros y una provisión de gasto de 1.968 miles en relación al Impuesto de Sociedades de los ejercicios 2011 y 2012 de ese mismo Grupo fiscal. En 2013, en cambio, el Grupo registró un menor gasto fiscal de 1.942 miles como consecuencia de haberse ajustado la liquidación del Impuesto de Sociedades de 2012 mediante la aplicación de deducciones por I+D. Tanto las cuentas de 2013 como las de 2014 recogen en relación con las actuaciones de inspección que a sus respectivas fechas de formulación no se habían evidenciado hechos significativos que pudieran tener relevancia en los estados financieros del Grupo, no recogiendo tampoco los correspondientes informes de auditoría salvedad alguna al respecto.

Independientemente de la razonabilidad de la cifra de 45.676 miles de euros por posibles pasivos contingentes que se consideraron implícitamente para fijar el importe definitivo de la operación,



teniendo en cuenta que el precio de las acciones propiedad del INTA se fijó con referencia al precio que resultó de la transacción precedente con títulos de Hispasat cerrada por Abertis a finales de 2012, el reconocimiento de contingencias no cubiertas debería haber comportado, en todo caso, la reducción del valor de los FFPP de HISPASAT de 934.981 miles a 889.306 miles y por tanto de las acciones de esta Compañía de las que era titular el INTA de 153.524 miles a 146.024 miles, pero no la rebaja de la prima de control en 7.500 miles como se recogió contractualmente, pues en atención a los 172.500 miles que alcanzó el precio de la venta, la prima abonada se habría mantenido en los 26.476 miles que incluía la primera oferta.

Conviene señalar a estos efectos que la oferta realizada inicialmente por Abertis incluía ya un precio muy ajustado para las acciones de Hispasat de las que era titular el INTA, ya que el multiplicador medio EV/EBITDA que resultaba de las tres transacciones precedentes con títulos de esta Compañía era del 7,8, de cuya aplicación hubiera resultado un valor de Empresa para Hispasat de 1.256.791 miles de euros y un valor de sus FFPP de 1.045.692 miles, o de 1.000.016 miles computando las contingencias fiscales consideradas implícitamente en la transacción (45.676 miles), lo que situaría el precio de la participación del INTA entre los 171.703 miles y los 164.203 miles, es decir, en 18.179 miles más que los 153.524 miles inicialmente ofertados o que los 146.024 miles finalmente aceptados, respectivamente.

Aun cuando la propuesta integrada de la Entidad financiera japonesa situara el valor medio de las acciones en el entorno de los 180 millones de euros a los que aluden SEPI y el INTA en sus alegaciones, se considera adecuado el recurso por las partes a determinar el precio de la operación con arreglo a múltiplos resultantes de transacciones precedentes, en atención a que los valoradores no tuvieron ocasión de contrastar con los administradores de Hispasat la razonabilidad y sostenibilidad de las proyecciones que contemplaba el Plan de Negocios de la Compañía sobre las que basaron su estimación mediante el método de DFCF.

La venta de la participación del INTA en el capital social de Hispasat se sometió al dictamen del Consejo Consultivo de Privatizaciones, pese a que no comportara la privatización de esta Sociedad, que había perdido previamente la condición de sociedad estatal en los procesos de privatización de sus principales accionistas públicos, no siéndole de aplicación a estos efectos lo dispuesto en el Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, que estableció las Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado. SEPI no tenía constancia, en cambio, de que la transmisión se hubiera sometido al control de la IGAE, preceptivo en el caso de que la venta hubiera supuesto la privatización de Hispasat.

En todo caso, la transmisión fue autorizada por Acuerdo de Consejo de Ministros de 2 de agosto de 2013, de conformidad con lo que establece el artículo 169 j) de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas, que somete a la aprobación de Consejo de Ministros los actos de adquisición por compra o enajenación de acciones por la Administración General del Estado o sus organismos públicos cuando el importe de la transacción supere los 10.000 miles de euros, estando condicionada su eficacia a la autorización de la operación por las Autoridades de Defensa de la Competencia. La aprobación del Gobierno era preceptiva, igualmente, a tenor de lo dispuesto en el ya mencionado Acuerdo de Consejo de Ministros de 11 de julio de 1997, que otorgó a Hispasat la concesión del servicio de gestión del segmento espacial de la posición orbital geoestacionaria atribuida actualmente al Estado Español.

El 2 de agosto de 2013 el Consejo de Ministros autorizó, asimismo, la suscripción del Acuerdo de Accionistas alcanzado el 25 de julio de 2013 y los Anexos que formaban parte del mismo, de acuerdo con lo previsto a estos efectos en el artículo 169 i) de la LPAP, que somete a autorización del Gobierno la suscripción de pactos de sindicación de acciones por las entidades que de acuerdo, igualmente, con el artículo 166 de esta Ley integran el patrimonio empresarial de la AGE.

En el Acuerdo de Consejo de Ministros que autorizó la transmisión no se explicita el fin perseguido con la privatización de la participación del INTA en Hispasat, en la que entre 1997 y 1999 el Estado había visto reducida su participación como consecuencia de la salida definitiva del sector público estatal de tres de sus principales socios fundadores (Retevisión en 1997 y Telefónica en 1999, que habían suscrito cada una el 25% del capital inicial de Hispasat, y Caja Postal-Argentaria en 1999, con el otro 22,5%). De acuerdo, no obstante, con el acta de la sesión celebrada el 21 de junio de 2013 por el Consejo Rector del INTA en la que se aprobaron las actuaciones relacionadas con la enajenación de esta participación y se apoderó al Director General de este Organismo para su realización (documentación aportada por el INTA durante el trámite de alegaciones de este Informe), la finalidad de la venta se limitaba a obtener liquidez para el Ministerio de Defensa aunque se preveía que los fondos procedentes de la operación no salieran del INTA, que sin embargo perdería los dividendos percibidos anualmente por las acciones. En el acta quedó constancia, también, de que la operación no comprometía la mayoría del sector público en Hisdesat, y de la preocupación del representante del CDTI, accionista igualmente de Hispasat, por el impacto que la consolidación de la posición de control de Abertis pudiera tener en la industria espacial española.

Resultando evidente el interés de Abertis en consolidar su posición de control en Hispasat, para lo cual le bastaba, como manifestaba en su oferta, aumentar su participación hasta el 51% de su capital social, no parece del todo justificada la estrategia del sector público estatal de mantenerse en esta Compañía tras propiciar la toma de control por un único operador privado, cuando ello comportaba, además, la pérdida de valor de la participación pública retenida, al haber pasado un sólo accionista a disponer de más del 50% de su capital social.

Aun cuando la gestión de Hispasat había pasado a ser controlada directamente por sus accionistas privados a partir de la pérdida de su condición de Sociedad estatal, sin perjuicio de las facultades de control que en relación con los cambios de su estructura accionarial se reservaron para el Gobierno, a partir de 2008 el sector público estatal se había involucrado de nuevo en la gestión de esta Compañía con la suscripción el 28 de enero de ese ejercicio del Acuerdo de Accionistas entre Abertis y los Accionistas Públicos, que representaban entonces al 54,07% de su capital social y mediante el que asumió el control conjunto de la Compañía. Dicho Acuerdo no se vio acompañado, sin embargo, de una política de inversiones en el capital de Hispasat dirigida a mantener el control compartido de la Sociedad, habiendo renunciado los Accionistas Públicos a ejercer sus derechos de suscripción preferente en las dos transmisiones de títulos de Hispasat que se formalizaron en 2008 y en la que se llevó a cabo en 2012. Tras promover, asimismo, la elaboración de un Plan de Negocios para Hispasat, que fue aprobado en octubre de 2012 por unanimidad, los Accionistas Públicos no se comprometieron tampoco a suscribir en los cuatro ejercicios siguientes las ampliaciones de capital que fueran necesarias para financiar las inversiones que contemplaba el Plan de Crecimiento Estratégico de la Compañía, con la consiguiente reducción del peso de la participación pública en esta Sociedad.

Según el Informe del Consejo Consultivo de Privatizaciones, que informó favorablemente sobre esta transmisión tras considerar que existían justificaciones objetivas suficientes a favor de la decisión adoptada de vender las acciones de Hispasat propiedad del INTA a Abertis por el procedimiento de adjudicación directa y sin concurrencia efectiva, la entrada de un tercero en el accionariado de Hispasat no hubiera garantizado a los Accionistas Públicos sin la participación de los otros dos socios privados la formalización de un hipotético acuerdo de accionistas que garantizara al sector público las facultades y derechos sobre Hispasat que le otorgaba el Acuerdo formalizado en enero de 2008, perdiendo toda la capacidad de decisión sobre la Compañía, hecho éste que a juicio del Consejo Consultivo de Privatizaciones tendría relevantes repercusiones sobre Hisdesat, al concentrar esta Empresa, en la que Hispasat disponía del 43% de su capital social, las comunicaciones militares y gubernamentales.

Aunque el Acuerdo de Accionistas alcanzado el 25 de julio de 2013 garantiza que los accionistas privados voten en el sentido de los públicos en relación con las decisiones de Hisdesat, el sector público ya disponía en la fecha que se cerró la compraventa de una participación significativa del 30% en Hisdesat, a través de un Sociedad participada al 100% por el INTA (Ingeniería de Servicios Aeroespaciales, S.A.), distribuyéndose otro 22% entre una sociedad participada por SEPI (EADS) con una participación del 15% y otra Sociedad participada entonces por el Banco Financiero y de Ahorro, S.A. (Indra) con el 7%, perteneciendo sólo el 5% restante a un Grupo íntegramente privado de ingeniería español. Hay que tener en cuenta, además, que en virtud del Acuerdo de Consejo de Ministros de 11 de julio de 1997, el sector público estatal a través del Ministerio de Industria tiene la facultad de designar a uno de los miembros del Consejo de Administración de Hispasat, nombramiento que en definitiva le otorga un grado de control indirecto sobre Hisdesat.

La operación de concentración económica mediante la que Abertis adquirió el control exclusivo de Hispasat fue informada favorablemente por la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, de conformidad con la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia; y fue comunicada, igualmente, por Abertis a la Comisión Europea en 2013, habiendo señalado ésta que carecía de dimensión comunitaria.

SEPI registró en 2013 un ingreso de 71 miles de euros por la remuneración pactada en Convenio y por los gastos soportados por esta operación trasladados al INTA.

#### **II.4.- ADQUISICIÓN POR SEPI DE LA PARTICIPACIÓN DEL GRUPO BANCO FINANCIERO Y DE AHORROS, S.A. EN EL CAPITAL SOCIAL DE INDRA SISTEMAS, S.A.**

El Plan de Reestructuración 2012/2017 del Banco Financiero y de Ahorro, S.A. (BFA), incluía la desinversión de la participación del 20% del capital social de Indra, así como del resto de participaciones no estratégicas titularidad de BFA y del Grupo Bankia. SEPI no poseía ninguna participación de Indra, ya que en marzo de 1999 vendió la totalidad de su participación en la citada sociedad que, por entonces, era del 66,90%.

Indra es una compañía tecnológica española con presencia internacional y su actividad está ligada a sectores estratégicos de defensa, de seguridad y de emergencia. Es el proveedor de los sistemas operativos que utilizan las Fuerzas Armadas y las Fuerzas de Seguridad y Emergencias que le confiere especial relevancia a los intereses nacionales.

La Sociedad Estatal de Participaciones Industriales fue creada por la Ley 5/1996, de 10 de enero, de Creación de Determinadas Entidades de Derecho Público, tiene un patrimonio propio distinto al del Estado y el artículo 12.5 de la citada ley establece que cuando la adquisición de acciones supere 6.010 miles de euros o implique un 10% o más del capital de una empresa, requiere la autorización previa del Consejo de Ministros.

Ante la inminencia de una reestructuración del accionariado de Indra Sistemas, SA (INDRA) por la desinversión de BFA-Bankia y para asegurar una participación en una actividad tan sensible y estratégica para España, el Consejo de Ministros, en sesión de 2 de agosto de 2013, autorizó la compra por SEPI de un paquete accionario de hasta el 21% del capital social de dicha sociedad, previo informe favorable de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. En el citado acuerdo del Consejo de Ministros se estableció que el precio de adquisición se determinaría por referencia al precio de cotización de las acciones y conforme el procedimiento que SEPI considerase más conveniente y en el menor plazo posible.

A 31 de diciembre de 2013, Indra tenía un capital social de 32.827 miles de euros, compuesto por 164.132.539 acciones ordinarias de 0,20 euros de valor nominal cada una, representadas por anotaciones en cuenta. Todas las acciones que conforman el capital social de Indra figuran admitidas a cotización en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, cotizan en el Mercado Continuo y están incluidas en el índice selectivo IBEX-35.

La participación adquirida por SEPI en la transmisión objeto de esta fiscalización estaba formada por 33.057.734 acciones de Indra, cuya titularidad se distribuía entre las Entidades transmitentes conforme al desglose que recoge el cuadro siguiente:

**Cuadro nº 14****Distribución por Entidades titulares de la participación transmitida**

<b>Entidades Transmitentes</b>	<b>Número de acciones</b>
Banco Financiero y de Ahorros, S.A.	32.813.822
Bankia, S.A.	186.870
Mediación y Diagnósticos, S.A.	28.949
Participaciones y Cartera de Inversión, S.L.	28.093
<b>Número total de acciones transmitidas</b>	<b>33.057.734</b>

#### **II.4.1.- Régimen de autorizaciones de la transmisión**

El 2 de agosto de 2013, el Consejo de Administración de SEPI, acordó iniciar los trámites necesarios para realizar una compra directa y extrabursátil de las acciones de Indra titularidad de BFA, Bankia, S.A., Mediación y Diagnósticos, S.A. y Participaciones y Cartera de Inversión, S.L., en virtud de lo dispuesto en el Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y transmisión extrabursátil de valores cotizados.

El BFA tenía como accionista único al Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB), Entidad de derecho público adscrita al Ministerio de Economía y Competitividad, con personalidad jurídica propia y plena capacidad pública y privada para el desarrollo de sus fines y cuyo régimen jurídico está establecido en la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito. Mediación y Diagnósticos, S.A. y Participaciones y Cartera de Inversión, S.L., dos de las otras tres sociedades vendedoras, figuraban participadas en un 100% por Bankia, S.A. que, a su vez, estaba controlada directamente por el BFA, titular del 68,39% de su capital social.

La autorización otorgada el Consejo de Ministros el 2 de agosto de 2013 se llevó a cabo con arreglo a las previsiones del artículo 12.5 de la Ley 5/1996 para la compraventa de títulos.

Esta operación de desinversión de las participaciones industriales, que contemplaba el Plan de Reestructuración del Grupo BFA, se realizó con una aportación de recursos públicos, en tanto la participación de Indra permanezca dentro del patrimonio de SEPI, con independencia del resultado que se produzca para el sector público estatal, si se decidiera en el futuro su colocación entre inversores privados.

#### **II.4.2.- Transmisión de las acciones de Indra a SEPI**

El artículo 36 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, califica como operaciones propias de los mercados secundarios oficiales todas aquellas que determinen la transmisión de valores admitidos a negociación en ellos por título de compraventa y recoge las diferentes modalidades que puede revestir la participación obligatoria que en estas operaciones corresponda a las entidades que ostentan la condición de miembro de cada uno de los mercados. La organización bursátil, predica el principio de que las operaciones se realicen a través de los sistemas de contratación que las Bolsas tengan establecidos, al objeto de facilitar la confluencia en régimen de mercado de las órdenes relativas a la compra y la venta de valores y asegurar la transparencia y eficiencia en el mecanismo de formación de precios. Por su parte, el artículo 38, modificado por la Ley 4/1990, de 29 de junio, atribuye al Gobierno amplias facultades para tipificar, limitar o incluso prohibir determinadas modalidades de operaciones, con objeto de fomentar el buen funcionamiento y la transparencia de los mercados o de asegurar el respeto de lo previsto en la propia Ley.

En desarrollo del artículo 38 de la Ley del Mercado de Valores, el RD 1416/1991 reguló el régimen de la aplicación por los miembros de las Bolsas de las órdenes de signo contrario que en ellos concurren sobre un mismo valor admitido a negociación (las denominadas aplicaciones bursátiles), sometiendo a un régimen equivalente al de éstas las transmisiones de compraventa convenidas directamente por entidades que no sean miembros de las Bolsas de Valores. Asimismo, el RD 1416/1991 desarrolló, las previsiones de la Ley del Mercado de Valores en

materia de comunicación y publicidad de las transmisiones de valores admitidos a negociación en Bolsa por título distinto del de compraventa, o por este título si su negociación estuviera suspendida.

El Consejo de Administración de SEPI acordó la compra directa y extrabursátil de las participaciones de Indra titularidad de BFA y de las Sociedades vendedoras del Grupo Bankia, conforme lo dispuesto en el Real Decreto 1416/1991. La transmisión del dominio de las acciones no se sometió por las partes a condición suspensoria alguna, encargándose de su ejecución Bankia Bolsa, Sociedad de Valores, S.A., a la que las Sociedades transmitentes y SEPI instruyeron conjunta, expresa e irrevocablemente para que, en calidad de miembro de las Bolsas de Valores, intermediase en la compraventa de 33.057.734 acciones de Indra titularidad de BFA, Bankia, S.A., Mediación y Diagnósticos, S.A., y Participaciones y Cartera de Inversión, S.L., al precio previamente convenido entre los Vendedores y el Comprador.

En el encargo, de 2 de agosto de 2013, se encomendó al Mediador en particular que realizase, conforme a la normativa sobre operaciones bursátiles especiales y cualquier otra norma aplicable, las siguientes actuaciones: a) solicitar y obtener si fuera necesario la autorización previa para la transmisión de las acciones de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, b) la aplicación de las correspondientes órdenes de compra y venta resultante de la compraventa de las acciones a través del sistema de contratación y fuera del horario en éste establecido y su comunicación a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, c) la liquidación de la operación de compraventa de las acciones a través de Iberclear (denominación comercial del Depositario Central de Valores español, la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. Unipersonal) con cargo y abono a las cuentas de efectivo y de valores que se detallaban en el encargo, y d) la emisión de sendos certificados para cada uno de los Vendedores y para el Comprador.

El artículo 2.2 del RD 1416/1991, establece los requisitos para que los miembros de las Bolsas puedan aplicar las órdenes de signo contrario que en ellos concurren sin formularlas públicamente a través del correspondiente sistema de contratación y fuera del horario en éste establecido, es decir, para las denominadas “aplicaciones” bursátiles (compras extrabursátiles): a) Que la desviación del precio con respecto al cambio o cambios más significativos del día no exceda de la que se fije por el Ministerio de Economía y Hacienda. b) Que a ese precio, o a otro más favorable, no exista posición de dinero o papel vinculante manifestado con anterioridad al cierre de la sesión en los términos, cuantía y porcentaje que se fijen por el Ministerio de Economía y Hacienda. De existir tal posición, la operación no podrá realizarse sin antes cubrir en su totalidad el dinero o papel vinculante existente. c) Que el importe de la operación supere tanto la cuantía como el porcentaje respecto del volumen medio de contratación del valor que se fije por el Ministerio de Economía y Hacienda. d) Que se trate de órdenes individualizadas procedentes de un solo ordenante final, quedando prohibida la agrupación de órdenes y e) Que la operación se comunique al órgano de supervisión designado por las Sociedades Rectoras, o en su caso, por la Sociedad de Bolsas dentro del mismo día, en la forma y dentro del horario que fije la CNMV, previo informe de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y Sociedades de Bolsas.

Esta regulación de los requisitos que deben cumplir las aplicaciones, las operaciones especiales realizadas por los miembros de las Bolsas de Valores y las operaciones convenidas entre sí directamente por quienes no sean miembros de las mismas fue completada mediante la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 5 de diciembre de 1991, que concretó algunos de los

requisitos exigidos para su realización, posteriormente trasladados a euros por otra OM, también de Economía y Hacienda, de 23 de diciembre de 1998.

Para establecer la desviación máxima del precio admisible a la que se refiere el RD 1416/1991, la OM de 5 de diciembre de 1991, en su artículo 2, toma como referencia el cambio medio ponderado y el cambio de cierre correspondientes a la sesión bursátil del día en que se realice la operación, o de la sesión precedente más próxima en la que se hubieran fijado cambios, si no se hubieran casado operaciones sobre el valor de que se trate en la sesión en que se realice la operación; fijando que el precio al que se realicen las operaciones especiales no podrá ser superior al más alto de los dos precios que toma como referencia, incrementado en un 5%, ni inferior al más bajo de dichos precios, reducido en un 5%. No obstante, de acuerdo con lo previsto en los artículos 3 y 4 del RD 1416/1991, las operaciones bursátiles especiales y de toma de razón a las que se refieren sus artículos 2.2 y 5, respectivamente, podrán ser autorizadas a un precio diferente al previsto en el artículo 2.2.a) por el órgano de supervisión designado por la Sociedad Rectora, o en su caso por la Sociedad de Bolsas siempre que cumplan con los requisitos establecidos para las operaciones especiales excepcionales en el artículo 7 de la OM de 5 de diciembre de 1991.

En cuanto al requisito de importe mínimo, el artículo 4 de la citada OM fija que deberá superar los dos siguientes mínimos: a) 300 miles de euros efectivos si se negocian en el Sistema de interconexión bursátil, ó 120 miles efectivos si se negocian en el sistema de viva voz en corro y b) el 20% de la media diaria de contratación del valor de que se trate durante el último trimestre natural cerrado, en el caso de valores negociados en el Sistema de interconexión bursátil y el 25% sobre la misma magnitud para los valores negociados por cualquier otro sistema de negociación.

Ambos requisitos, (los recogidos en las letras a) y c) del artículo 2.2 del RD 1416/1991) son los que deben concurrir, a su vez, para que los miembros de las Bolsas puedan tomar razón y validar, en consecuencia, las operaciones convenidas directamente entre quienes no sean miembros de las Bolsas de Valores, con arreglo a lo que establece el artículo 5 del RD 1416/1991, modalidad esta última a la que parece ajustarse más la naturaleza de la operación cerrada con las Sociedades vendedoras del Grupo Bankia (Bankia, S.A., Mediación y Diagnósticos, S.A. y Participaciones y Cartera de Inversión, S.L.) que la prevista en el artículo 2 de la citada disposición legal.

La certificación emitida por Bankia Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. que ha aportado SEPI a esta fiscalización recoge, exclusivamente, que intermedió en la operación bursátil de compra de 33.057.734 acciones de Indra titularidad de SEPI, el precio al que se realizó la operación y la cuenta bancaria en la que fueron depositados los valores. A instancia de este Tribunal, la Sociedad de Valores ha confirmado que las operaciones se instrumentaron como una "Aplicación por Operación Especial Comunicada, recogida en el artículo 2 del RD 1416/1991". La Sociedad de Valores, que en enero de 2014 cambió de denominación, tras formalizarse el 30 de diciembre de 2013 la compraventa del 100% de su capital social dentro del proceso de reestructuración del Grupo BFA, ha manifestado, igualmente, que "la operación cumplía sobradamente los mínimos exigidos por volumen de efectivo y estaba dentro de la horquilla de precios permitida en la fecha de operación para este tipo de operaciones (+/- 5% precio de cierre)."

Aunque los requisitos a los que se refiere la Sociedad de Valores se corresponden con dos de los cinco, de importe y de precio, que contempla para la validez de estas operaciones especiales el

RD 1416/1991 y la OM de 5 de diciembre de 1991, según ha confirmado SEPI, tras realizar una consulta al Miembro de la Bolsa que intermedió esta operación, esta transmisión no requirió la autorización de los órganos de supervisión prevista en el artículo 2.3 del RD 1416/1991 para los supuestos de operaciones cerradas a un precio distinto al establecido en el artículo 2.2.a) de esta misma disposición.

### II.4.3.- Liquidación y registro de la operación

De acuerdo con el artículo 9 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la transmisión de los valores representados por medio de anotaciones en cuenta tiene lugar por transferencia contable, produciendo la inscripción de la transmisión a favor del adquirente los mismos efectos que la tradición de los títulos, siendo oponible a terceros desde el momento en que se haya practicado la inscripción.

Conforme a lo convenido entre las partes, el 7 de agosto de 2013, a los tres días bursátiles hábiles siguientes a la fecha de la operación bursátil especial, SEPI desembolsó 336.991 miles de euros, a razón de 10,194 euros por acción, por el 20,14% del capital social de Indra. El precio acordado se correspondía con el precio de cierre de la acción de Indra en la sesión del día 2 de agosto de 2013 (10,450 euros por acción), con un descuento del 2,45% sobre dicho precio de referencia. Por comisiones por corretajes y otros gastos relacionados con la operación, SEPI desembolsó otros 85 miles de euros. De acuerdo con el Plan General de Contabilidad, la aplicación de fondos, de 337.076 miles en total, se registró por SEPI entre las inversiones en Empresas Asociadas. Según figura en las cuentas anuales del BFA de 2013, la venta a SEPI del 20,14% del capital de Indra dio lugar a unas plusvalías brutas de 62 millones de euros.

En definitiva, para ostentar el control de Indra por el Estado con motivo de la desinversión de la participación del BFA en el capital de esa Compañía, con la instrumentación de la operación descrita, la compra de las acciones se realizó con recursos públicos por SEPI y el procedimiento llevado a cabo determinó que se adquiriera a un precio que podría ser superior al que hubiera resultado de la colocación en el mercado en una sola operación de venta de un paquete de acciones de este tamaño, al no poder desviarse los precios a los que se conciertan las operaciones bursátiles especiales del cambio medio ponderado y del cambio de cierre correspondientes a la sesión bursátil del día en que se realice la operación de los márgenes que a estos efectos estableció el Ministerio de Economía y Hacienda sin la autorización del órgano de supervisión designado por las Sociedades Rectoras o, en su caso, por la Sociedad de Bolsas. SEPI ha asumido el riesgo y ventura asociado a la desinversión de las acciones de Indra, si posteriormente se decidiera nuevamente su privatización. La forma en que se instrumentó la operación por SEPI, tras comunicarle el BFA la venta del paquete, evitó la entrada de otros accionistas en el capital.

El artículo 31.5 de la Ley 9/2012 que establece que los procesos de desinversión de participaciones significativas llevados a cabo por entidades de crédito controladas por el FROB, de acuerdo con los correspondientes planes de reestructuración, a través de participaciones directas o indirectas, y con independencia de que dichas entidades estén sujetas al Derecho privado, serán objeto de informe del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas en lo relativo a su adecuación a los principios de publicidad y concurrencia. No obstante, en este caso la adquisición del paquete de acciones de Indra por parte de SEPI se realizó en ejecución del acuerdo del



Consejo de Ministros, previo informe favorable de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos.

De hecho el 26 de septiembre de 2013, para la venta de una parte de su participación directa en la sociedad Mapfre, S.A., el procedimiento que utilizó el BFA para la desinversión fue mediante una colocación privada y acelerada entre inversores cualificados de 369.612.846 acciones, representativas de un 12,002% del capital social de esta sociedad, para dar cumplimiento a la Ley 9/2014.

Con esta incorporación, SEPI ha pasado a ser de nuevo el principal accionista de Indra, después de que en marzo de 1999 realizara mediante una OPV el 66,09% del capital social de esta Compañía por 436.970 miles de euros, operación en la que SEPI reconoció un beneficio de 363.219 miles. De acuerdo con la información que facilitan las cuentas anuales de SEPI y de Indra de 2013 y 2014, la Sociedad Estatal no percibió en 2013 remuneración por las acciones de Indra, al haberse llevado a cabo la distribución de dividendos correspondientes al resultado del ejercicio 2012 el 9 de julio de 2013, con anterioridad a la formalización de la transmisión de los títulos, ingresando SEPI en 2014 con cargo al resultado de 2013 de Indra unos dividendos de 11.240 miles de euros, a razón de 0,34 euros por título, lo que otorga a la inversión una rentabilidad anual del 3,3% sobre el precio abonado por las acciones.

De acuerdo, asimismo, con la información que facilitan las cuentas anuales de SEPI, la cotización de cierre del ejercicio 2013 de los títulos de Indra fue de 12,155 euros por acción, superior a la cotización media del último trimestre de ese ejercicio (11,498 euros). En 2014, en cambio, los títulos de Indra cerraron a 8,070 euros por acción, alcanzando una cotización media de 8,860 euros en el último trimestre de ese ejercicio. Como consecuencia de la depreciación de los títulos de Indra, SEPI registró en 2014 una corrección valorativa de 70.330 miles por esta inversión, habiendo descendido su valor neto contable a 266.766 miles de euros. La cotización de las acciones al cierre del ejercicio 2016 se situó en 10,41 euros/acción, superior al precio de la compra realizada en agosto de 2013.

### III.- CONCLUSIONES

#### a) En relación con la venta de acciones de European Aeronautic Defence and Space Company, N.V. (EADS) (Epígrafe II.2).

**Primera.-** Como miembro del Consorcio de accionistas que, con el 50,04% de los derechos de voto, ostentaba el control conjunto de European Aeronautic Defence and Space Company, N.V (EADS) en virtud de los Acuerdos de Participación y de Asociación firmados el 8 de julio de 2000, la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) procedió en 2013 a reducir su participación accionarial en el capital social emitido por EADS del 5,4% al 4,1%, en cumplimiento de los compromisos asumidos en un nuevo acuerdo multilateral firmado el 5 de diciembre de 2012 ("Multiparty Agreement") con los restantes miembros del Consorcio y con la Entidad financiera pública alemana Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), que se comprometió en el "Multiparty Agreement" a adquirir a los socios privados alemanes de EADS una participación en el capital de esta Compañía que, sumada a la que indirectamente controlaban otras entidades financieras públicas alemanas, les otorgara directamente o indirectamente el 10,2% del capital social de EADS con derecho a voto.

Por su parte, la Sociedad de derecho público francesa Société de Gestion de Participations Aéronautiques (Sogepa) y SEPI, los dos accionistas públicos de EADS, se comprometieron en el "Multiparty Agreement" a vender o a depositar en régimen de fideicomiso un número suficiente de acciones de EADS que impidiese que entre Sogepa, KfW y SEPI, junto con cualquier persona con la que pudieran actuar concertadamente en relación con EADS, alcanzasen o excediesen en cualquier momento el umbral del 30% de derechos de voto en relación con las acciones de EADS, eventualidad que hubiera conllevado la obligación legal de efectuar una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) por el resto del capital social de EADS, de conformidad con la legislación holandesa sobre OPAs, que transpone la Directiva comunitaria 2004/25 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición.

El Acuerdo de Adhesión formalizado el 5 de diciembre de 2012 por KfW con los entonces miembros del Consorcio y su ingreso en el Consorcio fue aprobado ese mismo día por EADS Participations B.V., la Sociedad vehicular de derecho holandés en la que los socios del Consorcio tenían depositadas en prenda las acciones de EADS de su titularidad; comprometiéndose Sogepa, KfW y SEPI por su parte a trasladar lo acordado en el "Multiparty Agreement" a un nuevo Acuerdo de Accionistas (Epígrafe II.2).

**Segunda.-** Con objeto de no quedar al margen del nuevo pacto de accionistas, el Consejo de Administración de SEPI, en sesión celebrada el 6 de febrero de 2013, aprobó la suscripción del nuevo Acuerdo de Accionistas y la reducción de su participación accionarial en EADS.

El 2 de abril de 2013 Sogepa, Gesellschaft zur Beteiligungsverwaltung GZBV mbh & Co. KG (GZBV), Sociedad fundada de acuerdo con la legislación alemana y a la que KfW y otras entidades públicas alemanas habían transferido sus participaciones directas e indirectas en EADS, y SEPI suscribieron un nuevo Acuerdo de Accionistas, obligándose de forma incondicional e irrevocable a mantener un nivel de referencia de participación accionarial en EADS que les otorgase conjuntamente un 28% del capital social y derechos de voto: un 12% de los derechos de voto para cada uno de los socios francés y alemán, y un 4% para SEPI. La suscripción de este nuevo Acuerdo comportó la perfección del "Multiparty Agreement" y la cancelación de los acuerdos de accionistas hasta entonces vigentes.

El nuevo "Acuerdo de Accionistas" supuso para SEPI una mejora respecto a su situación previa, al reconocerle, como a sus otros dos socios públicos, el ejercicio el derecho de adquisición preferente y el de acompañamiento, derechos de los que había carecido como miembro del anterior Consorcio (Epígrafe II.2).

**Tercera.-** El mismo día que se alcanzó el nuevo Acuerdo de Accionistas, SEPI formalizó un Acuerdo de Transferencia con EADS y con una Fundación de derecho holandés, constituida el 19 de marzo de 2013 con el objeto, entre otros, de adquirir acciones de EADS, en virtud del cual transfirió a la Fundación para su posterior venta mediante mandato 10.003.087 acciones nominativas ordinarias de EADS de su propiedad, libres de cargas, para su tenencia por la Fundación en régimen de fideicomiso, recibiendo SEPI como contraprestación certificados de participación en el dominio fiduciario emitidos por la Fundación. Con fecha 26 de abril de 2013 SEPI transmitió a la Fundación otras 2.000.000 acciones de la Compañía, entrega que se completó el 5 de junio con 357.403 títulos más.

Con fecha 3 de abril de 2013, la Fundación otorgó a una Entidad financiera internacional un Contrato de colocación y aseguramiento de 9.557.950 acciones de EADS (aproximadamente el 1,15% del capital social de la Compañía). Con un precio mínimo garantizado inicialmente de 40,03 euros por acción, la colocación de este paquete de títulos debía llevarse a cabo fuera del horario de negociación establecido, mediante una oferta acelerada a inversores cualificados, con el fin de no perturbar el normal funcionamiento del mercado de valores, determinándose el precio de venta por acción conjuntamente por la Fundación y la Entidad financiera mediante la firma de una adenda al Contrato, teniendo en cuenta los términos y condiciones del mercado y la demanda de las acciones registrada hasta la hora de apertura del mercado bursátil el día siguiente al de formalización del Contrato. La Fundación se reservó la aprobación del reparto final de los títulos entre las Ofertas de Compra seleccionadas; comprometiéndose la Entidad financiera, como aseguradora de la colocación, a adquirir el número de acciones de la Oferta de Venta que no hubiera sido cubierto mediante las correspondientes Ofertas de Compra confirmadas, al precio de venta determinado.

Con posterioridad a la formalización el 9 de abril de 2013 de la transmisión a favor de los inversores finales de la propiedad de las 9.557.950 acciones de EADS al Precio Inicial Garantizado, la Fundación cerró el 31 de julio un nuevo contrato de colocación privada asegurada entre inversores profesionales y cualificados de 2.802.540 acciones de EADS (el 0,36% aproximadamente del capital social emitido y en circulación a esa fecha) a un Precio Inicial Garantizado de colocación de 44,67 euros por acción. La Entidad financiera realizó los títulos el 1 de agosto de 2013 a un precio por acción de 44,88 euros, devengando a su favor una comisión de éxito del 40% sobre la diferencia entre el precio de venta alcanzado y el Precio Inicial Garantizado en contrato (0,21 euros más por acción), es decir, 235 miles de euros, en total (Epígrafe II.2).

**Cuarta.-** SEPI realizó en total 12.360.490 acciones de EADS en las dos colocaciones entre inversores cualificados seleccionados que se cerraron el 9 de abril y el 6 de mayo de 2013 por la Entidad financiera que intermedió en su venta, hasta alcanzar el nivel de referencia acordado en el nuevo Acuerdo de Accionistas, operación en la que ingresó 508.122 miles de euros. De acuerdo con las normas de registro y valoración del Plan General de Contabilidad aprobado por el RD 1514/07, SEPI dio de baja los 22.790 miles a los que ascendía el valor en libros de los títulos vendidos, reconociendo un beneficio por la venta de 485.357 miles, netos de 235 miles abonados a la Entidad financiera que intermedió la operación en concepto de comisión por resultados, anotando unos gastos de venta de 25 miles.

SEPI ingresó también 18 miles de euros en diciembre de 2013 por la liquidación de la participación del 10,86% que ostentaba en la Sociedad vehicular Eads Participations B.V. como consecuencia de la liquidación del Pacto de Accionista hasta entonces vigente. Con un valor en libros de 9 miles, SEPI reconoció un beneficio de 9 miles por esta baja.

La operación de reducción de la participación accionarial de SEPI en EADS fue sometida a la preceptiva autorización del Consejo de Ministros por superar su importe la cifra de 6.010 miles de euros prevista a estos efectos en el artículo 12.5.a) de la Ley 5/1996, de 10 de enero, de Creación de Determinadas Entidades de Derecho Público. Mediante Acuerdo de 15 de febrero de 2013 el Gobierno autorizó a SEPI a reducir su participación accionarial en EADS con la finalidad de situarse en el nivel de referencia hasta alcanzar el 4% del capital social con derechos de voto, en un máximo de acciones que representasen el 2,04% del capital social con derechos de voto. La operación de venta de títulos de EADS se desarrolló en definitiva por parte de SEPI de

conformidad con la legislación aplicable y con lo previsto en los correspondientes pactos de accionistas suscritos (Epígrafe II.2).

**b) En relación con la venta de la participación del Instituto Nacional de Técnica Aeroespacial en el capital social de Hispasat, S.A. (Epígrafe II.3).**

**Quinta.-** De acuerdo con lo previsto en el artículo 175.2 de la Ley de Patrimonio de las Administraciones Públicas (LPAP), SEPI formalizó el 28 de junio de 2013 un Convenio de Gestión con el Instituto Nacional de Técnica Aeroespacial “Esteban Terradas” (INTA), asumiendo la gestión por cuenta de este Organismo autónomo, adscrito al Ministerio de Defensa, del proceso de venta directa a Abertis Telecom, S.A. (Abertis) de las 52.991 acciones representativas del 16,42% del capital social de Hispasat, S.A. (Hispasat) de las que el INTA era titular de pleno dominio, a fin de que Abertis, que entonces controlaba el 40,63% del capital social de Hispasat, se convirtiera en su accionista de control, en el marco de la reestructuración societaria que los accionistas de Hispasat tenían la intención de acometer. En la fecha en la que se formalizó el Convenio, el sector público estatal mantenía todavía una participación del 25,68% en el capital social de Hispasat, en el que estaba presente también a través de SEPI, que controlaba un 7,41%, y del Centro para el Desarrollo Tecnológico e Industrial (CDTI), con una participación del 1,85%. El Convenio concertaba los términos en los que SEPI debía participar en la privatización del 16,42% del capital social de Hispasat como Agente Gestor de Privatizaciones, condición que le atribuyó el Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 que estableció las Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado; asumiendo SEPI en el Convenio, entre otras funciones necesarias para el buen fin de la operación, la contratación del valorador, cuya actuación debía coordinar y dirigir hasta la finalización del proceso de privatización y la de actuar de interlocutor entre el valorador y el INTA e Hispasat. SEPI se comprometió, igualmente, en el Convenio a prestar apoyo técnico financiero y legal en el proceso. En su condición de Vendedor el INTA se reservó la toma de decisiones relacionadas con el precio y demás condiciones que se acordasen con el adquirente de las acciones, previa propuesta y deliberación de la Comisión de Decisión y Seguimiento prevista en Convenio para el desarrollo del proceso de privatización.

La eficacia de la adjudicación a Abertis de la participación del INTA en Hispasat se sometió en Convenio, además de a la preceptiva autorización del Consejo de Ministros, al informe previo del Consejo Consultivo de Privatizaciones, aun cuando el dictamen de este Consejo no era preceptivo, pues la operación no comportaba la privatización de Hispasat en los términos previstos en el en el Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, al haber perdido Hispasat con anterioridad la condición de Sociedad estatal en los procesos de privatización de algunos de sus accionistas públicos, no siéndole por tanto de aplicación a esta transmisión las disposiciones del Acuerdo que estableció las Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado, ni la legislación particular de SEPI, al no haberse recurrido tampoco a la transmisión de esta participación a SEPI, para su posterior enajenación por la Sociedad Estatal, conforme a lo previsto, igualmente, en el artículo 175.2 de la LPAP (Epígrafe II.3).

**Sexta.-** Por tratarse de una adjudicación directa a favor de otro partícipe de la Compañía, según lo dispuesto en el artículo 175.5 de la LPAP, el precio de enajenación de la participación del INTA en Hispasat, no podía ser inferior al importe que resultase de la valoración efectuada por la Dirección General del Patrimonio del Estado (DGPE). De acuerdo con los compromisos asumidos con el INTA, SEPI abrió, no obstante, dos procedimientos restringidos para contratar al valorador de la

operación, el primero en enero de 2013 y el segundo el 28 de junio de ese mismo ejercicio, el mismo día en el que se formalizó el Convenio.

Además de contratar a las dos Entidades financieras seleccionadas en ambos procesos, SEPI contrató también a una tercera Entidad que respondió al igual que la seleccionada a la invitación cursada en junio de 2013. La Entidad financiera española contratada en febrero de 2013 formuló su valoración el 25 de abril de 2013, tomando como referencia, entre otra información financiera, las cuentas anuales de la Compañía de 2012 y el Plan de Negocios para el periodo 2012-2022 aprobado por el Consejo de Administración de Hispasat en octubre de 2012. La Entidad financiera japonesa seleccionada tras la formalización del Convenio presentó su valoración el 15 de julio de 2013 y el 11 de julio de 2013 la Entidad financiera española a la que SEPI solicitó, igualmente, sus servicios, actualizando ambas la información económico financiera de Hispasat con arreglo los estados financieros consolidados del Grupo Hispasat a 30 de junio de 2013 que les facilitó SEPI (Epígrafe II.3.1).

**Séptima.-** Abertis formuló con fecha 16 de julio de 2003 una primera propuesta, previa solicitud de SEPI, ofreciendo pagar por la adquisición al INTA del 16,42% del capital social de Hispasat 180.000 miles de euros: 153.524 miles por el valor de las acciones y 26.476 miles en concepto de prima de control. La propuesta tomaba como referencia el precio al que se efectuó la operación cerrada por Abertis en el ejercicio 2012 con Telefónica de Contenidos, S.A. con acciones de Hispasat, añadiendo una prima respecto del precio abonado en 2012 por implicar la toma de control de Hispasat.

La propuesta de Abertis estaba condicionada a la renuncia del también operador de satélites Eutelsat Services und Beteiligungen GmbH (Eutelsat), a ejercer sus derechos de suscripción preferente, a lo que Eutelsat, con el 33,69% del capital social de Hispasat, estaba dispuesto, al haber comunicado el 15 de julio su intención de suscribir el nuevo Acuerdo de Accionistas previamente negociado y consensuado por las partes, que otorgaba el control exclusivo a Abertis.

El Consejo de Administración de SEPI, en sesión de 19 de julio de 2013, acordó, igualmente, renunciar a ejercer su derecho de adquisición preferente y firmar y formalizar el nuevo "Acuerdo de Accionistas" en el que se concedía a los Accionistas Públicos derechos políticos equivalentes a los que les otorgó el Acuerdo suscrito el 28 de junio de 2008 con Abertis, tras autorizar el Gobierno la entrada de esta Compañía en el capital social de Hispasat en virtud de las facultades que le otorgó el Acuerdo de Consejo de Ministros de 11 de julio de 1997, que adjudicó a Hispasat la concesión del servicio de gestión del segmento espacial de la posición orbital geoestacionaria atribuida al Estado Español (Epígrafe II.3.2).

**Octava.-** De acuerdo con la información que facilitan las cuentas anuales consolidadas del Grupo Hispasat a 31 de diciembre de 2012, el precio ofrecido por Abertis por el 16,42% del capital social de Hispasat le otorgaba un Valor de Empresa (EV) de 1.146.080 miles de euros y un Valor de sus Fondos Propios de 934.981 miles, algo inferior al que resultaba de extrapolar los 124.000 miles abonados en 2012 por Abertis a Telefónica de Contenidos, S.A. por el 13,23% de Hispasat (937.264 miles). Considerando, no obstante, los ajustes que se deducen del balance consolidado del Grupo Hispasat a 31 de diciembre de 2011 y 2012, la propuesta suponía un Valor de Empresa para Hispasat de 1.146.080 miles, superior a los 1.100.127 miles que resultarían de la extrapolación de la transacción anterior. La oferta de Abertis comportaba aplicar a esta operación, no obstante, el mismo multiplicador EV/EBITDA (7,1%) sobre el beneficio antes de

amortizaciones, depreciaciones, intereses e impuestos (EBITDA por sus siglas en inglés) de Hispasat del ejercicio 2012 (161.127 miles) que el que se aplicó en la transacción con acciones de Hispasat realizada en 2012.

De acuerdo, sin embargo, con el informe de valoración de la Entidad financiera japonesa, el multiplicador EV/EBITDA de la transacción llevada a cabo con acciones de Hispasat en 2012 era el más bajo de los aplicados desde 2007 a operaciones de compraventa con títulos de esta Compañía, moviéndose el rango de este multiplicador en ese periodo de tiempo entre el citado 7 y el 8,4. El EV que resultaba para Hispasat de la propuesta presentada por Abertis (1.146.080 miles) era inferior, asimismo, al valor medio obtenido en la mayoría de las valoraciones realizadas mediante metodologías de contraste por las tres Entidades contratadas pero situándose dentro del rango asumido por la entidad valoradora española (entre 139.059 y 180.010 miles).

El precio de las acciones ofertado por Abertis Telecom, S.A. era inferior, también, al que resultó de las estimaciones realizadas en julio de 2013 mediante la metodología principal empleada por las Entidades valoradoras, la de descuentos de flujos libres de caja antes de atender obligaciones financieras (DFCF por sus siglas en inglés), método por el que la Entidad financiera española situaba el rango medio del valor de este paquete de títulos a 30 de junio de 2013 en 157.334 miles de euros y la Entidad financiera japonesa en 196.692 miles. El precio propuesto por Abertis también se situaba, por debajo del rango de valoración asumido por la Entidad japonesa por el método de DFCF (entre 179.780 y 217.381 miles), pero superando el límite inferior asumido por la Entidad valoradora española (entre 139.059 y 180.010 miles). La oferta se situaba por debajo del rango de valoración en el que se concretó la propuesta integrada que formuló la Entidad financiera japonesa, tras valorar de forma conjunta los resultados de las distintas metodologías aplicadas en la valoración de las acciones de Hispasat propiedad del INTA y del que se deduciría para la participación del INTA en Hispasat un valor de entre 170.289 y 189.697 miles (de entre 164.197 y 197.036 miles si se toman valores redondeados a miles de millones de euros).

Se considera adecuado, no obstante, el recurso por las partes a determinar el precio de la operación mediante metodologías de contraste, en atención a que los valoradores no tuvieron ocasión de analizar con los administradores de Hispasat la razonabilidad y sostenibilidad de las proyecciones que contemplaba el Plan de Negocios de la Compañía sobre las que basaron su estimación mediante el método de DFCF (Epígrafe II.3).

**Novena.-** La prima de control ofertada por Abertis representaba el 17,3% del precio propuesto para las acciones de Hispasat propiedad del INTA, superior a las propuestas por las dos Entidades valoradoras españolas (del 13,4% en el informe de valoración de abril de 2013 y del 14,8% en el de 11 de julio de 2013), pero inferior a la propuesta por la Entidad financiera japonesa (del 19,3%). No obstante, con fecha 23 de julio de 2013, tras el rechazo de su primera propuesta debido a la inclusión de una cláusula de responsabilidades por contingencias no cubiertas, Abertis presentó una nueva oferta en la que mantenía el precio ofrecido por las acciones, pero reducía la prima a abonar por asumir el control de Hispasat de 26.476 miles a 18.976 miles, reduciendo el precio total de la transacción de 180.000 miles a 172.500 miles y la prima de control sobre el valor asignado a las acciones al 12,4%, inferior a las primas en las que se concretaron las propuestas formuladas por las tres Entidades valoradoras contratadas por SEPI.

El 25 de julio de 2013 se firmó el contrato de compraventa antes de la extinción, el 30 de julio de 2013, del plazo de vigencia de la segunda oferta de Abertis, S.A. La operación se cerró,

finalmente, por 172.500 miles de euros: 153.524 miles por el valor de las acciones y 18.976 miles en concepto de prima de control, pasando a ostentar el Comprador directamente el 57,05% del capital social de Hispasat. El mismo día los Accionistas Públicos (incluido el INTA) suscribieron con Abertis, Hispasat y Eutelsat un nuevo Acuerdo de Accionistas en el que se recogieron las condiciones en las que Abertis pasó a asumir el control en solitario de la gestión y la administración ordinaria de Hispasat y que sustituyó al Acuerdo suscrito con Abertis el 28 de junio de 2008, mediante el que los entonces Accionistas Públicos retomaron el control de la Sociedad en régimen de cogestión con Abertis (Epígrafe II.3.2).

**Décima.-** De acuerdo con el acta de la última sesión celebrada por la Comisión de Decisión y Seguimiento prevista en el Convenio para el desarrollo del proceso de privatización, en la propuesta de aceptación de la segunda oferta presentada por Abertis se valoró que la contraprestación comprometida por Abertis se encontrase dentro de los márgenes contenidos en las valoraciones encargadas por SEPI y que, respecto a la primera oferta presentada se hubiese excluido la cláusula de responsabilidades por contingencias no cubiertas que se trasladaban al Vendedor en la oferta previa y que había motivado su rechazo por la Comisión.

Como consecuencia de la eliminación de la mencionada cláusula, resultó una disminución en 7.500 miles de euros del precio pactado en la compraventa respecto a la primera oferta presentada por el Comprador. Con arreglo al porcentaje de participación en el capital social de Hispasat realizado por el INTA, dicha rebaja habría comportado la aplicación de un ajuste adicional de 45.676 miles por pasivos derivados de gastos fiscales no reconocidos sobre el EV que se deducía para esta Compañía de la propuesta presentada por Abertis, ya que las dos Entidades valoradoras contratadas por SEPI en julio de 2013 no tomaron en consideración las estimaciones por pasivos contingentes realizadas por Hispasat, debido a la insuficiencia de la documentación que se les facilitó a estos efectos y a la falta de detalle de la materialización de los gastos. Pese a las limitaciones argumentadas a estos efectos por las dos Entidades valoradoras y a la falta de equivalencia entre la cifra de pasivos contingentes estimados por Hispasat y la que implícitamente se trasladó a la transacción, la Comisión propuso al INTA aceptar la segunda oferta presentada por Abertis, sin someterse previamente a revisión y verificación externa los estados financieros intermedios elaborados a 30 de junio de 2013 que se tomaron en consideración para fijar el precio de las acciones.

La transmisión fue autorizada, en todo caso, por Acuerdo de Consejo de Ministros de 2 de agosto de 2013, de conformidad con lo que establece el artículo 169 j) de la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas, que somete a la aprobación de Consejo de Ministros los actos de adquisición por compra o enajenación de acciones por la Administración General del Estado (AGE) o sus organismos públicos cuando el importe de la transacción supere los 10.000 miles de euros, estando condicionada su eficacia a la autorización de la operación por las Autoridades de Defensa de la Competencia.

La aprobación del Gobierno era preceptiva, igualmente, a tenor de lo dispuesto en el Acuerdo de Consejo de Ministros de 11 de julio de 1997 que otorgó a HISPASAT la concesión del servicio de gestión del segmento espacial de la posición orbital geoestacionaria atribuida actualmente al Estado Español, que sometió los actos y negocios jurídicos que implicasen la enajenación o gravamen de sus acciones o la alteración de su composición accionarial a la autorización por Consejo de Ministros, dejando a salvo a estos efectos los dispositivos cuarto y el quinto del

Acuerdo de Consejo de Ministros el 2 de agosto de 2013 el régimen resultante del Acuerdo de 11 de julio de 1997 (Epígrafe II.3.2).

**Undécima.-** En el Acuerdo de Consejo de Ministros que autorizó la transmisión no se explicitó el fin perseguido con la privatización de la participación del INTA en Hispasat. Según el acta de la sesión celebrada por el Consejo Rector del INTA en la que se aprobaron las actuaciones relacionadas con la enajenación de esta participación, la finalidad de la venta se habría limitado a obtener liquidez para el Ministerio de Defensa, cuyo interés estratégico en dicha participación, sin embargo, se evidencia en el nuevo Acuerdo de Accionistas de Hispasat, que atribuyó a este Ministerio la facultad de designar a uno de los tres consejeros que se asignaron en el mismo a los Accionistas Públicos, pese a la salida del INTA del capital social de Hispasat.

El Estado no parece haber dispuesto, en todo caso, de una estrategia consistente con relación al proyecto empresarial de Hispasat, dejando primero su control a Eutelsat y al resto de accionistas privados tras la salida definitiva del sector público estatal de tres de sus principales accionistas a finales de los años 90, para retomarlo conjuntamente con Abertis mediante la firma en 2008 de un Acuerdo de Accionistas que, sin embargo, no se vio acompañado de una política de inversiones en el capital social de la Compañía dirigida a mantener el control compartido de Hispasat, renunciando, en cambio, los Accionistas Públicos a ejercer sus derechos de suscripción preferente en todas las transmisiones de participaciones de Hispasat que se formalizaron a partir de la entrada de Abertis en su capital social.

Resulta cuestionable, asimismo, la estrategia del sector público estatal de mantenerse en esta Compañía tras propiciar la toma de control de Hispasat por un único operador privado, cuando ello comportaba la pérdida de valor de la participación pública retenida, al haber pasado un sólo accionista a disponer de más del 50% de su capital social.

Aunque el Acuerdo de Accionistas alcanzado el 25 de julio de 2013 garantizase que los accionistas privados voten en el sentido de los públicos en relación con las decisiones de Hisdesat Servicios Estratégicos, S.A. (Hisdesat), Sociedad que concentra las comunicaciones militares y gubernamentales y en la que Hispasat disponía del 43% de su capital social, el sector público estatal ya disponía en la fecha en la que se cerró la compraventa de una participación significativa en Hisdesat a través de una Sociedad participada al 100% por el INTA (Ingeniería de Servicios Aeroespaciales, S.A.) propietaria del 30% de su capital social; ejerciendo una influencia significativa, igualmente, en otras dos sociedades (EADS e Indra) que controlaban entre las dos a su vez el 22% del capital de Hisdesat, de forma que la venta de toda la participación pública en Hispasat no habría impedido un adecuado control del Estado sobre Hisdesat, y a cambio se habría maximizado el resultado de esta desinversión para el sector público (Epígrafe II.3.2).

**Decimosegunda.-** El 2 de agosto de 2013 el Consejo de Ministros autorizó, asimismo, la suscripción del Acuerdo de Accionistas alcanzado el 25 de julio de 2013 y los Anexos que formaban parte del mismo, de acuerdo con lo previsto a estos efectos en el artículo 169 i) de la LPAP, que somete a autorización del Gobierno la suscripción de pactos de sindicación de acciones por las entidades que de acuerdo, igualmente, con el artículo 166 de esta ley integran el patrimonio empresarial de la AGE.

La operación de concentración económica mediante la que Abertis adquirió el control exclusivo de Hispasat fue informada favorablemente por la Comisión Nacional de los Mercados y la



Competencia de conformidad con la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. La operación fue comunicada igualmente por Abertis a la Comisión Europea en 2013, habiendo señalado ésta que carecía de dimensión comunitaria (Epígrafe II.3.2).

**c) En relación con la adquisición por SEPI de la participación del Grupo Banco Financiero y de Ahorros, S.A. en el capital social de Indra Sistemas, S.A. (Epígrafe II.4).**

**Decimotercera.-** El Plan de Reestructuración 2012/2017 del Banco Financiero y de Ahorro, S.A. (BFA), incluía la desinversión de la participación del 20% del capital social de Indra, así como del resto de participaciones no estratégicas titularidad de BFA y del Grupo Bankia. SEPI no poseía ninguna participación de Indra, ya que en marzo de 1999 vendió la totalidad de su participación en la citada sociedad que, por entonces, era del 66,90%.

Ante la inminencia de una reestructuración del accionariado de Indra Sistemas, SA (INDRA), para asegurar una participación en una actividad tan sensible y estratégica para España, el Consejo de Ministros, en sesión de 2 de agosto de 2013, autorizó la compra por SEPI de un paquete accionarial de hasta el 21% del capital social de dicha sociedad, previo informe favorable de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos. En el citado acuerdo del Consejo de Ministros se estableció que el precio de adquisición se determinaría por referencia al precio de cotización de las acciones y conforme el procedimiento que SEPI considerase más conveniente y en el menor plazo posible.

A 31 de diciembre de 2013, Indra tenía un capital social de 32.827 miles de euros, compuesto por 164.132.539 acciones ordinarias de 0,20 euros de valor nominal cada una, representadas por anotaciones en cuenta. Todas las acciones que conforman el capital social de Indra figuran admitidas a cotización en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao, cotizan en el Mercado Continuo y están incluidas en el índice selectivo IBEX-35. La participación adquirida por SEPI en la transmisión objeto de esta fiscalización estaba formada por 33.057.734 acciones de Indra.

**Decimocuarta.-** El 2 de agosto de 2013, el Consejo de Administración de SEPI, acordó iniciar los trámites necesarios para realizar una compra directa y extrabursátil de las acciones de Indra titularidad de BFA, Bankia, S.A., Mediación y Diagnósticos, S.A. y Participaciones y Cartera de Inversión, S.L., en virtud de lo dispuesto en el Real Decreto 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y transmisión extrabursátil de valores cotizados. La autorización otorgada por el Consejo de Ministros el 2 de agosto de 2013 se llevó a cabo con arreglo a las previsiones del artículo 12.5 de la Ley 5/1996 para la compraventa de títulos.

Esta operación de desinversión, se realizó con una aportación de recursos públicos, en tanto la participación de Indra permanezca dentro del patrimonio de SEPI, con independencia del resultado que se produzca para el sector público estatal, si se decidiera en el futuro su colocación entre inversores privados.

**Decimoquinta.-** La transmisión del dominio de las acciones no se sometió por las partes a condición suspensoria alguna, encargándose de su ejecución Bankia Bolsa, Sociedad de Valores, S.A., a la que las Sociedades transmitentes y SEPI instruyeron conjunta, expresa e irrevocablemente para que, en calidad de miembro de las Bolsas de Valores, intermediase en la

compraventa de 33.057.734 acciones de Indra titularidad de BFA, Bankia, S.A., Mediación y Diagnósticos, S.A., y Participaciones y Cartera de Inversión, S.L., al precio previamente convenido entre los Vendedores y el Comprador.

En el encargo se encomendó en particular al Mediador que, de conformidad con la normativa sobre operaciones bursátiles especiales y cualquier otra norma aplicable, procediera a la aplicación de las correspondientes órdenes de compra y venta resultante de la compraventa de las acciones a través del sistema de contratación y fuera del horario en éste establecido, comunicara la operación de compraventa a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y llevara a cabo la liquidación de la operación a través del Depositario Central de Valores nacional.

La certificación emitida por Bankia Bolsa, Sociedad de Valores, S.A. que ha aportado SEPI a esta fiscalización recogía exclusivamente que intermedió en la operación bursátil de compra de 33.057.734 acciones de Indra titularidad de SEPI, el precio al que se realizó la operación y la cuenta bancaria en la que fueron depositados los valores. A instancia de este Tribunal la Sociedad de Valores ha confirmado, no obstante, que las operaciones se instrumentaron como una "Aplicación por Operación Especial Comunicada, recogida en el artículo 2 del RD 1416/1991". La Sociedad de Valores manifestó, igualmente, que "la operación cumplía sobradamente los mínimos exigidos por volumen de efectivo y estaba dentro de la horquilla de precios permitida en la fecha de operación para este tipo de operaciones".

Aunque los requisitos a los que se refiere la Sociedad de Valores se corresponden con dos de los cinco, de importe y de precio, que contempla para la validez de estas operaciones especiales el RD 1416/1991 y la OM de 5 de diciembre de 1991, según ha confirmado SEPI, tras realizar una consulta al Miembro de la Bolsa que intermedió esta operación, esta transmisión no requirió la autorización de los órganos de supervisión prevista en el artículo 2.3 del RD 1416/1991 para los supuestos de operaciones cerradas a un precio distinto al establecido en el artículo 2.2.a) de esta misma disposición.

**Decimosexta.-** Conforme a lo convenido entre las partes, el 7 de agosto de 2013, a los tres días bursátiles hábiles siguientes a la fecha de la operación bursátil especial, SEPI abonó al BFA y a las Sociedades vendedoras del Grupo Bankia 336.991 miles de euros por las 33.057.734 acciones de Indra de las que eran titulares, a razón de 10,194 euros por acción. El precio acordado se correspondía con el precio de cierre de la acción de Indra en la sesión del día 2 de agosto de 2013 (10,450 euros por acción), con un descuento del 2,45% sobre dicho precio de referencia. Por comisiones por corretajes y otros gastos relacionados con la operación SEPI desembolsó otros 85 miles de euros. De acuerdo con lo establecido en el Plan General de Contabilidad, la aplicación de fondos, de 337.076 miles en total, se registró por SEPI entre las inversiones en Empresas Asociadas. De acuerdo, asimismo, con la información que facilitan las cuentas anuales del BFA de 2013, la venta a SEPI del 20,14% de capital de Indra dio lugar a unas plusvalías brutas de 62.000 miles.

Con la instrumentación de la operación descrita, la compraventa de las acciones se realizó con recursos públicos de SEPI y el procedimiento llevado a cabo determinó que se adquiriera a un precio que podría ser superior al que hubiera resultado de la colocación en el mercado en una sola operación de venta de un paquete de acciones de este tamaño. SEPI ha asumido el riesgo y ventura asociado a la desinversión de las acciones de Indra, si posteriormente se decidiera

nuevamente su privatización. La forma en que se instrumentó la operación por SEPI, tras comunicarle el BFA la venta del paquete, evitó la entrada de otros accionistas en el capital.

Aunque el artículo 31.5 de la Ley 9/2012 que establece que los procesos de desinversión de participaciones significativas llevados a cabo por entidades de crédito controladas por el FROB, de acuerdo con los correspondientes planes de reestructuración, a través de participaciones directas o indirectas, y con independencia de que dichas entidades estén sujetas al Derecho privado, serán objeto de informe del Ministerio de Hacienda y Administraciones Públicas en lo relativo a su adecuación a los principios de publicidad y concurrencia. No obstante, en este caso la adquisición del paquete de acciones de Indra por parte de SEPI se realizó en ejecución del acuerdo del Consejo de Ministros, previo informe favorable de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos.

**Decimoséptima.-** Con esta incorporación, SEPI ha pasado a ser de nuevo el principal accionista de Indra, después de que en marzo de 1999 realizara mediante una Oferta Pública de Venta el 66,09% del capital social de esta Compañía. De acuerdo con la información que facilitan las cuentas anuales de SEPI y de Indra de 2013 y 2014, la Sociedad Estatal no percibió en 2013 remuneración por las acciones de Indra, al llevarse a cabo la distribución de dividendos correspondientes al resultado del ejercicio 2012 el 9 de julio de 2013, con anterioridad a la formalización de la transmisión de los títulos, ingresando SEPI en 2014 con cargo al resultado de 2013 de Indra unos dividendos de 11.240 miles de euros, a razón de 0,34 euros por título, lo que otorga a la inversión una rentabilidad anual del 3,3% sobre el precio abonado por las acciones.

De acuerdo, asimismo, con la información que facilitan las cuentas anuales de SEPI, la cotización de cierre del ejercicio 2013 de los títulos de Indra fue de 12,155 euros por acción, superior a la cotización media del último trimestre de ese ejercicio (11,498 euros). En 2014, en cambio, los títulos de Indra cerraron a 8,070 euros por acción, alcanzando una cotización media de 8,860 euros en el último trimestre de ese ejercicio. Como consecuencia de la depreciación de los títulos de Indra, las cuentas de SEPI de 2014 recogían una corrección valorativa de 70.330 miles de euros por esta inversión, habiendo descendido su valor neto contable a 266.766 miles de euros. La cotización de las acciones al cierre del ejercicio 2016 se situó en 10,41 euros/acción, superior al precio de compra de agosto de 2013. (Epígrafe II.4.3).

#### IV.- RECOMENDACIONES

A la vista de los resultados obtenidos en las actuaciones de fiscalización practicadas, se considera oportuno formular las siguientes recomendaciones:

**Primera.-** De acuerdo con el enfoque integrador que introdujo la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, del Patrimonio de las Administraciones Públicas (LPAP) en la gestión de los bienes patrimoniales de la Administración General del Estado y de los organismos públicos dependientes de ella, como organizaciones subordinadas al cumplimiento de los fines del Estado, sería conveniente que no se retrasara más la adecuación del régimen patrimonial de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) al contenido de la LPAP, de la misma forma que con efecto 16 de diciembre de 2011 se adecuó su régimen de contratación al de las entidades públicas empresariales, sin esperar a que se agoten los tres años de los que la Sociedad Estatal dispondrá a partir de la entrada en vigor el 2 de octubre de 2016 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico

del Sector Público, para adaptar su régimen jurídico al contenido de la nueva Ley y su régimen patrimonial, en consecuencia, al previsto en la LPAP.

Con dicha adaptación se evitaría que la regulación de las actuaciones relacionadas con la compraventa de participaciones accionariales que contiene la LPAP quede entretanto materialmente sin efecto, al realizarse a través de SEPI de hecho prácticamente todas las operaciones de compraventa que afectan a participaciones accionariales integrantes del sector público empresarial del Estado.

**Segunda.-** Se debería proceder a dejar formalmente sin efectos el contenido del Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, que estableció las Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado, por haberse visto superado por la amplia regulación que la LPAP en su título VII introdujo en la gestión patrimonial de las participaciones accionariales de titularidad estatal, o a adecuar su contenido, en otro caso, a las disposiciones de la LPAP y de su Reglamento.

De esta forma se evitaría que, con base en el citado Acuerdo, pueda instrumentarse indebidamente de nuevo la intervención de SEPI en su condición de Agente Gestor de Privatizaciones en otras operaciones, como en la venta en 2013 por cuenta del Instituto Nacional de Técnica Aeroespacial de su participación en el capital social de Hispasat, S.A., cuando la intervención de SEPI en una operación que no comportaba la privatización de esta Compañía debía haberse llevado a cabo conforme a los procedimientos de enajenación previstos a estos efectos en el artículo 175.2 de la LPAP, mediante la suscripción, igualmente, del correspondiente convenio de gestión, pero sin eludir el ejercicio por la Dirección General del Patrimonio del Estado de las competencias que le atribuye el artículo 175.5 de dicha disposición legal en relación con la valoración de las participaciones accionariales realizadas mediante adjudicación directa.

**Tercera.-** Teniendo en cuenta que el nuevo Acuerdo de Accionistas suscrito el 2 de abril de 2013 con los accionistas públicos alemanes y franceses de Airbus Group, S.E otorga a SEPI un derecho de suscripción preferente en el supuesto de que cualquiera de ellos tuviera intención de ceder sus acciones a terceros, si se planteara de nuevo en el futuro el ejercicio de este derecho por SEPI y las circunstancias lo permitiesen, debería estudiarse la conveniencia de aumentar la participación de la Sociedad Estatal en su capital social, para acercar así las posiciones del Estado español a la de sus otros dos socios públicos en la Sociedad dominante del grupo industrial europeo Airbus Group, que dispone de importantes centros industriales en España.

Madrid, 23 de febrero de 2017

EL PRESIDENTE

Ramón Álvarez de Miranda García

## ANEXOS

### RELACIÓN DE ANEXOS

- ANEXO I.- GRUPO HISPASAT. ESTADO COMPARATIVO DE BALANCES DE SITUACIÓN CONSOLIDADOS A 31 DE DICIEMBRE DE 2011, 2012 Y A 30 DE JUNIO DE 2013
- ANEXO II.- GRUPO HISPASAT. VALOR DE EMPRESA. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

## ANEXO I

## GRUPO HISPASAT

## ESTADO COMPARATIVO DE BALANCES DE SITUACIÓN CONSOLIDADOS

A 31 DE DICIEMBRE DE 2011, 2012 Y A 30 DE JUNIO DE 2013

( En miles de euros )

ACTIVO	30/06/2013	31/12/2012	31/12/2011
<b>Activo no corriente</b>	<b>1.006.350</b>	<b>962.146</b>	<b>892.836</b>
<b>Inmovilizado Intangible</b>	<b>9.576</b>	<b>11.334</b>	<b>15.054</b>
Concesiones Administrativas	6.661	8.458	12.214
Patentes, licencias, marcas y similares	2.441	2.413	2.254
Aplicaciones informáticas	474	463	586
<b>Inmovilizado material</b>	<b>901.903</b>	<b>855.666</b>	<b>776.505</b>
Terrenos y construcciones	6.396	4.981	5.194
Instalaciones técnicas y otro inmovilizado material	743.162	487.398	572.209
Inmovilizado en curso y anticipos	152.345	363.287	199.102
<b>Inversiones en empresas del grupo y asociadas</b>	<b>87.339</b>	<b>82.049</b>	<b>82.394</b>
Instrumentos de patrimonio	87.339	82.049	82.394
<b>Inversiones financieras a largo plazo</b>	<b>2.023</b>	<b>2.023</b>	<b>349</b>
Créditos a terceros	1.952	1.952	278
Otros activos financieros	71	71	71
<b>Activos por impuesto diferido</b>	<b>5.069</b>	<b>7.572</b>	<b>15.130</b>
<b>Soporte operacional</b>	<b>440</b>	<b>3.502</b>	<b>3.404</b>
<b>Activo corriente</b>	<b>236.345</b>	<b>183.456</b>	<b>179.935</b>
<b>Existencias</b>	<b>843</b>	<b>684</b>	<b>890</b>
Comerciales	502	511	554
Anticipos a proveedores	341	173	336
<b>Deudores</b>	<b>42.459</b>	<b>59.870</b>	<b>36.443</b>
Clientes por ventas y prestaciones de servicios	36.132	54.659	34.221
Clientes empresas del grupo y asociadas	227	120	94
Deudores varios	6	6	6
Personal	137	100	67
Activos por impuesto corriente	4.031	2.697	46
Otros créditos con las Administraciones Públicas	1.926	2.288	2.009
<b>Inversiones financieras a corto plazo</b>	<b>646</b>	<b>5.120</b>	<b>66.042</b>
Créditos a empresas	90	165	116
Derivados	532	380	-
Otros activos financieros	24	4.575	65.926
<b>Periodificaciones a corto plazo</b>	<b>4.954</b>	<b>4.444</b>	<b>776</b>
<b>Efectivo y otros activos líquidos equivalentes</b>	<b>187.443</b>	<b>113.338</b>	<b>75.784</b>
Tesorería	12.718	8.736	5.208
Otros activos líquidos equivalentes	174.725	104.602	70.576
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>1.242.695</b>	<b>1.145.602</b>	<b>1.072.771</b>

( En miles de euros )

PASIVO	30/06/2013	31/12/2012	31/12/2011
<b>Patrimonio neto</b>	<b>654.271</b>	<b>631.347</b>	<b>594.333</b>
<b>Fondos propios</b>	<b>615.449</b>	<b>593.503</b>	<b>557.145</b>
<b>Capital</b>	<b>121.946</b>	<b>121.946</b>	<b>121.946</b>
Capital escriturado	121.946	121.946	121.946
<b>Prima de Emisión</b>	<b>76.265</b>	<b>76.265</b>	<b>76.265</b>
<b>Reservas</b>	<b>387.234</b>	<b>343.827</b>	<b>303.892</b>
Reserva Legal	25.820	25.820	25.820
Otras Reservas	227.582	213.146	195.592
Reservas de Consolidación	133.832	104.861	82.480
<b>Resultado del ejercicio</b>	<b>30.004</b>	<b>51.465</b>	<b>55.042</b>
<b>Ajustes por cambio de valor</b>	<b>(14.668)</b>	<b>(14.765)</b>	<b>(8.106)</b>
Operaciones de Cobertura	(4.985)	(8.017)	(6.908)
Diferencias de conversión	(9.683)	(6.748)	(1.198)
<b>Subvenciones, donaciones y legados recibidos</b>	<b>40.061</b>	<b>39.623</b>	<b>32.929</b>
<b>Intereses minoritarios</b>	<b>13.429</b>	<b>12.986</b>	<b>12.365</b>
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>407.385</b>	<b>385.999</b>	<b>388.424</b>
<b>Provisiones a largo plazo</b>	<b>62</b>	<b>67</b>	<b>3.234</b>
Otras Provisiones	62	67	3.234
<b>Deudas a largo plazo</b>	<b>392.267</b>	<b>370.912</b>	<b>372.941</b>
Deudas con entidades de crédito	326.420	314.740	308.068
Derivados	7.307	10.636	9.736
Otros pasivos financieros	58.540	45.536	55.137
<b>Pasivos por impuesto diferido</b>	<b>14.988</b>	<b>14.887</b>	<b>12.026</b>
<b>Periodificaciones a Largo Plazo</b>	<b>68</b>	<b>133</b>	<b>223</b>
<b>Pasivo corriente</b>	<b>181.039</b>	<b>128.256</b>	<b>90.014</b>
<b>Provisiones a corto plazo</b>	<b>353</b>	<b>106</b>	<b>0</b>
<b>Deudas a corto plazo</b>	<b>159.116</b>	<b>102.678</b>	<b>64.736</b>
Deudas con entidades de crédito	134.065	72.320	56.742
Derivados	275	924	173
Otros pasivos financieros	24.776	29.434	7.821
<b>Acreedores comerciales y otras cuentas a pagar</b>	<b>20.026</b>	<b>23.942</b>	<b>23.738</b>
Proveedores	14.116	16.996	12.426
Acreedores varios	1.577	1.197	6.452
Personal (Remuneraciones pendientes de pago)	845	1.454	1.172
Pasivos por impuesto corriente	2	207	2.334
Otras deudas con las Administraciones Públicas	2.010	2.547	1.239
Anticipos de clientes	1.476	1.541	115
Periodificaciones a corto plazo	<b>1.544</b>	<b>1.530</b>	<b>1.540</b>
<b>TOTAL PATRIMONIO NETO Y PASIVO</b>	<b>1.242.695</b>	<b>1.145.602</b>	<b>1.072.771</b>

## ANEXO II

## GRUPO HISPASAT: VALOR DE EMPRESA

<b>ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD REALIZADOS POR LAS EMPRESAS VALORADORAS</b>
---

Informe emitido el 25 de abril de 2013

(En millones de euros)

		WACC				
		8,30%	8,50%	8,70%	8,90%	9,10%
<b>Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)</b>	0,60%	1.144	1.105	1.069	1.034	1.000
	0,80%	1.164	1.124	1.086	<b>1.050</b>	1.016
	1,00%	1.185	1.144	1.105	1.067	1.032
	1,20%	1.207	<b>1.164</b>	1.124	1.085	1.049
	1,40%	1.230	1.186	1.144	1.104	1.066

Informe emitido el 11 de julio de 2013

(En millones de euros)

		WACC				
		8,80%	9,30%	9,80%	10,30%	10,80%
<b>Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)</b>	0,50%	1.331,6	1.246,1	1.169,2	1.099,5	1.036,1
	1,00%	1.376,7	1.284,7	1.202,4	<b>1.128,3</b>	1.061,1
	1,50%	1.428,1	1.328,2	1.239,6	1.160,3	1.088,8
	2,00%	1.487,0	<b>1.377,7</b>	1.281,6	1.196,1	1.119,7
	2,50%	1.555,2	1.434,5	1.329,3	1.236,6	1.154,3

Informe emitido el 15 de julio de 2013

(En millones de euros)

		WACC				
		8,00%	8,25%	8,50%	8,75%	9,00%
<b>Tasa de crecimiento a perpetuidad (g)</b>	0,50%	1.395	1.343	1.295	1.249	1.206
	1,00%	1.451	1.394	1.342	<b>1.292</b>	1.246
	1,50%	1.515	1.453	1.395	1.341	1.291
	2,00%	1.590	<b>1.521</b>	1.457	1.398	1.342
	2,50%	1.678	1.601	1.529	1.463	1.401