

## II

(Actos cuya publicación no es una condición para su aplicabilidad)

## COMISIÓN

## DECISIÓN DE LA COMISIÓN

de 31 de enero de 1996

relativa a la recapitalización de la compañía Iberia

(El texto en lengua española es el único auténtico)

(Texto pertinente a los fines del EEE)

(96/278/CE)

LA COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y, en particular, el párrafo primero del apartado 2 de su artículo 93,

Visto el Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo y, en particular, la letra a) del apartado 1 de su artículo 62,

Después de haber emplazado a los interesados, de conformidad con lo dispuesto en los artículos citados, para que presenten sus observaciones y habida cuenta de las mismas,

Considerando lo que sigue:

## HECHOS

## I

La Compañía Iberia Líneas Aéreas Españolas (Iberia LAE, denominada en lo sucesivo Iberia), que en 1993 transportó 13,6 millones de pasajeros, es con diferencia el primer transportista aéreo de España. Está controlada por el holding estatal Teneo, que posee el 99,85 % de las acciones de la compañía. A la propia compañía Iberia se suman las empresas Aviaco, Viva y Binter, compañías aéreas filiales especializadas en vuelos chárter o dedicadas a la explotación de líneas específicas. A finales de 1993, Iberia tenía 24 500 empleados y las cuatro compañías -Iberia, Aviaco, Viva y Binter- poseían una flota de 177 aparatos (de los que 120 pertenecían a Iberia).

Con un volumen de negocios de 3 316 millones de dólares estadounidenses en 1993, Iberia ocupa un lugar intermedio entre las compañías nacionales europeas. La actividad de la compañía cubre España y Europa, se

extiende al Medio y Lejano Oriente y vuela también a América del Norte y, sobre todo, a Iberoamérica. Desde el final de la década de 1980, Iberia ha adquirido importantes participaciones en compañías aéreas sudamericanas: Viasa (45 %), Ladeco (38 %) y, sobre todo, Aerolíneas Argentinas (en lo sucesivo, Arsa) con su filial Austral. Iberia posee directamente el 30 % de las acciones de Arsa y la totalidad del capital del holding de Derecho argentino Interinvest, que a su vez posee el 53,35 % de las acciones de Arsa. Por su parte, esta última posee directamente una participación mayoritaria del 90 % en el capital de su filial Austral. Iberia posee así mismo, en igualdad con las compañías Air France y Lufthansa, el 29,2 % del capital del sistema informatizado de reservas Amadeus.

En 1992, el grupo Iberia se acogió a una medida de ayuda de Estado en forma de inyección de capital de 120 000 millones de pesetas, que iba acompañada de un programa completo de reestructuración e inversión llamado «Plan estratégico del grupo Iberia 1992-1996» (en lo sucesivo, plan estratégico). Se trataba de un ambicioso plan de crecimiento y desarrollo de Iberia, basado en una buena recuperación general del tráfico tras la brutal caída de la actividad que se había producido en 1991 a consecuencia de la guerra del Golfo. Además del aumento de las cuotas de mercado de Iberia, el plan estratégico preveía fundamentalmente: la renovación y el aumento de la flota de la empresa y de los equipos, una reducción de plantilla y una mejora de la productividad, y el desarrollo de las actividades de la compañía, en particular hacia Iberoamérica, donde Iberia había invertido mucho entre 1989 y 1991. La inyección de capital pretendía también restablecer el valor del ratio «fondos propios-deuda», que se había deteriorado considerablemente. Se esperaba obtener beneficios a partir de 1992.

Esta inyección de capital de 120 000 millones de pesetas y el plan estratégico correspondiente se notificaron a la Comisión en febrero de 1992. Por Decisión de 22 de julio de este mismo año, transmitida a las autoridades españolas el 5 de agosto de 1992, la Comisión aceptaba la ayuda, a condición de que se respetaran varias condiciones que recogían compromisos suscritos en este contexto por el Gobierno español. Una de estas condiciones era que la ayuda fuese la última durante el período de vigencia del plan estratégico: «la ayuda será la última inyección de capital en forma de ayuda (aumento del capital o cualquier otra forma de ayuda) procedente de fondos públicos para la duración del programa (1989-1996)».

En realidad, el plan estratégico de 1992 se vio considerablemente afectado por la crisis del sector del transporte aéreo que comenzó con la guerra del Golfo, pero que prosiguió durante los años 1992 y 1993 debido a la recesión económica. El plan estratégico preveía un aumento del volumen de negocios del 19 % en 1992 y del 13 % en 1993 en moneda corriente, pero el aumento real fue del 10,6 % y el 4 %, respectivamente. Esta diferencia respecto de las previsiones se debe a una sobrestimación de la intensidad de la recuperación de la actividad, que tuvo que ser corregida mediante una disminución de la oferta en plazas-kilómetros, a la debilidad de los coeficientes de ocupación (66,5 en 1992 y 1993, frente al 67,3 y el 69,1 respectivamente previstos) y, sobre todo, a una reducción sustancial de los ingresos unitarios que, en los años 1992 y 1993, descendieron un 9,3 % en comparación con 1991.

Ante la crisis de 1992 y 1993, Iberia redujo su oferta de plazas y sus inversiones en comparación con las previsiones y disminuyó sus costes más de lo previsto, mejorando al mismo tiempo su productividad, de acuerdo con el plan estratégico. En este sentido, además de una reducción de plantilla, la compañía centró sus esfuerzos en la asistencia en tierra y el mantenimiento de las aeronaves, la organización interna de la empresa, la mejora de los servicios ofrecidos a la clientela, la renovación de la flota y la reorientación del transporte de flete hacia aparatos no exclusivamente de carga. En términos de medios de producción, el grupo Iberia alcanzó los objetivos de productividad que se había fijado, con un ratio de casi 1,5 millones de plazas-kilómetros por empleado en 1993, lo que representa un incremento del 24 % respecto a 1991. No obstante, la productividad de Iberia, medida en plazas-kilómetros por empleado o en pasajeros-kilómetros transportados por empleado, seguía siendo en 1993 inferior a la de sus principales competidores europeos.

En materia de personal, el grupo tenía, a 31 de diciembre de 1993, 5 000 empleados menos que en 1991, lo que representa una reducción de plantilla superior a 2 066 personas a la prevista en el plan. Iberia redujo también su oferta que, en términos de plazas-kilómetros ofrecidos, aumentó sólo un 3,6 % entre 1991 y 1993, frente al 21,4 % de media de los transportistas europeos. Estas cifras, unidas a la debilidad de los coeficientes de ocupa-

ción, reflejan una importante disminución de las cuotas de mercado de la compañía. Iberia también revisó a la baja sus previsiones en materia de flota renunciando a mantener en 120 el número de aparatos en explotación en 1996, recurriendo cada vez en mayor medida al leasing y, por último, en 1994, anulando varios pedidos. En total, los gastos de inversión asciendieron a 40 000 millones de pesetas en 1993 y 22 300 millones en 1994, en lugar de los 70 500 millones y 100 500 millones previstos inicialmente.

A pesar de estas medidas y debido al descenso de los ingresos unitarios y a la insuficiencia correlativa de la reducción de costes, los resultados de explotación de la empresa (antes de gastos financieros y pérdidas excepcionales) siguieron siendo negativos en 1992 y 1993. El déficit de explotación acumulado alcanzó los 28 900 millones de pesetas en el curso de esos dos años, es decir, el 3,3 % del volumen de negocios. Sin embargo, gracias a los esfuerzos realizados desde hace dos años, así como a la mejora de la coyuntura general y sectorial, en 1994 los resultados de explotación tuvieron un superávit de 6 000 millones de pesetas.

Los resultados netos de Iberia en esos mismos años fueron peores que los resultados de explotación: -35 000 millones de pesetas en 1992, -70 000 millones en 1993 y -41 500 millones en 1994, a causa tanto del volumen de los costes financieros (en torno a 20 000 millones anuales) como, sobre todo, de las pérdidas excepcionales derivadas de las participaciones en Iberoamérica. Así, en 1992 y 1993, sólo las pérdidas acumuladas, debidas fundamentalmente a las dificultades halladas en el proceso de privatización de Arsa, fueron de 54 200 millones de pesetas.

Las pérdidas acumuladas provocaron un considerable deterioro de la situación patrimonial de la empresa, a pesar de la inyección de capital de 120 000 millones de pesetas de 1992. El ratio «deuda-fondos propios» era de 4,99 a final de 1993 y de 14,72 a final de 1994. Sin una nueva aportación de capital, los fondos propios serían negativos a final de 1995. El deterioro de la estructura del pasivo del balance de Iberia, caracterizado por un sobreendeudamiento, se traducía en un fuerte aumento de los costes financieros: el resultado financiero (intereses percibidos menos intereses abonados) era negativo en unos 24 000 millones de pesetas en 1994, es decir, un 5,51 % del volumen de negocios.

En resumen, a finales de 1994 Iberia se encontraba en una situación delicada. La compañía necesitaba urgentemente capital nuevo para hacer frente a los vencimientos de su deuda y restablecer una estructura patrimonial aceptable, pero este restablecimiento sería inútil si no iba acompañado de una reestructuración profunda de las actividades de la empresa. En este sentido, aparte de las pérdidas derivadas de las inversiones en Iberoamérica, la importancia de los déficits de explotación de 1992 y 1993 seguía siendo preocupante, aunque los resultados positivos de 1994 supusieran una indiscutible recuperación.

Este es el contexto en el que las autoridades españolas presentaron a la Comisión un nuevo plan de recuperación de Iberia acompañado de una nueva ampliación de capital.

## II

Por carta de 23 de diciembre de 1994, las autoridades españolas notificaron a la Comisión, en el marco de lo dispuesto en el apartado 3 del artículo 93 del Tratado, el programa de medidas destinadas a adaptar Iberia al nuevo entorno competitivo («Programa de Medidas de Adaptación de Iberia al Nuevo Entorno Competitivo», en lo sucesivo programa de adaptación). El programa iba acompañado de una inyección de capital de 130 000 millones de pesetas, realizada no por el estado directamente, sino por el holding estatal Teneo, accionista mayoritario de Iberia. La notificación se registró en la Secretaría General de la Comisión el 23 de diciembre de 1994 con el número N 774/94.

El 3 de enero de 1995, las autoridades españolas completaron su anterior notificación con una comunicación a la Comisión conteniendo la contabilidad de Iberia relativa a los ejercicios 1992 y 1993, una nota del Ministerio español de Transportes sobre la liberalización del transporte aéreo en España y una declaración según la cual la cláusula de nacionalidad incluida en el artículo 5 de los estatutos de Iberia había sido suprimida. Asimismo, las autoridades españolas añadían que, en las próximas semanas, harían llegar la Comisión una versión ligeramente modificada del programa notificado el 23 de diciembre de 1994.

Efectivamente, el 20 de enero de 1995 el gobierno español transmitió a la Comisión la versión definitiva del programa de adaptación, que fue registrada el 26 de enero siguiente. La nueva versión incluía modificaciones de poca importancia respecto a la versión anterior y contemplaba también una ampliación de capital de 130 000 millones de pesetas.

El programa notificado por Iberia a la Comisión, elaborado con la ayuda de un prestigioso gabinete internacional, se refiere exclusivamente a la compañía Iberia y no al conjunto del grupo. Su objetivo es adaptar la empresa al nuevo entorno competitivo caracterizado por menores ingresos unitarios y asegurar la viabilidad de la compañía a corto plazo. Se extiende hasta 1996 e incluye unas proyecciones financieras hasta 1997, así como un plan de gestión y un plan financiero.

Respecto del plan de gestión, en primer lugar, el programa parte de un análisis de los mercados en los que Iberia seguirá estando presente y consolidará su posición, es decir, fundamentalmente el mercado interior español, el mercado España-Europa y el mercado Europa-Iberoamérica. Cabe señalar que en el programa notificado a finales de 1994 y principios de 1995 la compañía considera que las perspectivas son buenas en el mercado entre Europa e Iberoamérica. En consecuencia, se proponía

mantener toda su estrategia iberoamericana que suponía algunas inversiones suplementarias, en concreto, en 1994, un aumento de su participación en el capital de Arsa del 30 % al 83,35 %, tras una reducción de la participación del Estado argentino. Por otra parte, seguirá operando en América del Norte y Extremo Oriente. Sólo se cerrarán algunas líneas europeas deficitarias.

El volumen de negocios de la compañía se calculó sobre una base anual hasta 1996 teniendo en cuenta, para cada mercado, unas perspectivas de crecimiento a partir de los datos de la IATA (Asociación del Transporte Aéreo Internacional) y la AEA (Asociación de las compañías europeas de navegación aérea), las cuotas de mercado previsibles de Iberia (globalmente en descenso en el período), sus coeficientes de ocupación (ligeramente en alza) y sus ingresos unitarios (a la baja). Así, la oferta total de Iberia medida en plazas-kilómetros debería pasar, tras el descenso de 1993, de 36 790 millones en 1993 a 33 709 millones en 1994 y 35 858 millones en 1996. Se hicieron estimaciones similares para los ingresos procedentes del flete (en alza), de la asistencia en tierra (a la baja en moneda constante) y del mantenimiento (a la baja).

En realidad, el programa plantea una estrategia más prudente y menos expansionista que el plan estratégico de 1992. Mientras que este último preveía un aumento satisfactorio del tráfico, sobre todo hacia Iberoamérica, e ingresos superiores al aumento de los costes, el programa notificado a principios de 1995 se basa fundamentalmente, para asegurar la viabilidad de la compañía, en el descenso de los costes de producción, dado que el nivel de actividad de la empresa sólo se encuentra en una fase de alza leve. En efecto, teniendo en cuenta que se espera una débil progresión de los ingresos, el programa prevé, ante todo, tres grandes bloques de medidas de reducción de costes para recuperar unos resultados de explotación netamente positivos. En primer lugar, la compañía va a reducir sus costes de personal. La plantilla de Iberia se reducirá en 3 500 trabajadores entre 1994 y 1997 mediante jubilaciones anticipadas y bajas incentivadas. Esta reducción de plantilla, equivalente al 14 % del personal activo de la empresa a finales de 1993, ocasionará unos gastos excepcionales de 32 200 millones de pesetas españolas, pero supondrá una reducción anual de los costes de explotación de 20 200 millones de pesetas. Se prevén también las siguientes medidas de política salarial:

- reducción salarial, a 1 de enero de 1995, del 8,3 % del total de la masa salarial, modulada entre el 3 % y el 15 % en función de las categorías (ahorro previsto: 9 700 millones de pesetas);
- abono a los empleados, en enero de 1995 y 1996, de dos pagos de 5 300 millones de pesetas para compensar la congelación salarial de 1993 y 1994;
- congelación salarial en 1995 y 1996;
- revisión, hasta conseguir 2 500 millones de pesetas de ahorro anual, de varios beneficios no salariales concedidos al personal.

A continuación, Iberia reducirá en 15 400 millones de pesetas el importe de sus gastos «negociables», que actualmente ascienden a 165 900 millones de pesetas al año y representan el 38 % del total de los costes de explotación de la empresa. Se ha implantado un programa específico de reducción de estos gastos, llamado «PREGA» (Programa de Reducción de Gastos), con objeto de economizar 4 900 millones de pesetas en 1994 y 10 500 millones de pesetas en 1995. Los gastos «negociables» son los gastos controlables derivados de negociaciones con terceros, principalmente para suministro de bienes y servicios: compra de carburante o, en materia de servicios, alojamiento del personal de vuelo, limpieza de los aviones, mantenimiento, etc. El programa PREGA ha tenido un impacto significativo en 1994, con 315 millones de pesetas más de ahorro de lo previsto.

A los esfuerzos de reducción de gastos se añade, por último, una mejor gestión de la flota de Iberia, en parte recurriendo en mayor medida al leasing, que hace más flexible la estructura de costes, y sobre todo, por otro lado, reduciendo el número de aparatos de la compañía mediante la anulación o el retraso de los pedidos realizados. El número de aeronaves debería pasar de 120 en 1993 a 99 en 1995 y a 104 en 1997. Además de reducir los costes, el programa trata de aumentar al máximo los ingresos de Iberia con las siguientes medidas:

- establecimiento de sistemas informáticos de gestión de la red y de los horarios para poder optimizar los ingresos previstos a escala del grupo y de sus filiales. Estos sistemas tienen en cuenta permanentemente y adaptan en consecuencia las tarifas, las plazas disponibles en cada aparato, los horarios, la configuración de las redes, etc.;
- mejora de la eficacia de ventas de las representaciones comerciales de la empresa, gracias a acciones de información, motivación, responsabilización y cualificación del personal de dichas representaciones.

A la vista del conjunto de los elementos citados, el programa notificado a la Comisión prevé una mejora sustancial de los resultados de explotación de Iberia que deberían ser positivos en 16 000 millones de pesetas a partir de 1995, para llegar a 28 800 millones de pesetas en 1997. En cuanto a los resultados netos de la compañía, sólo llegarían a ser ligeramente positivos en 1996 (190 millones de pesetas) y llegarían a 7 920 millones de pesetas en 1997, debido a la persistencia de pérdidas excepcionales.

En el plan financiero, el programa prevé principalmente una inyección de capital de 130 000 millones de pesetas por parte del holding Teneo en 1995, cuando se hayan puesto en marcha efectivamente las medidas de reducción de costes. Según las autoridades españolas, esta aportación de capital a Iberia es necesaria porque la mejora de los resultados de explotación por sí sola no sería suficiente

para que la compañía restableciera una estructura financiera sana. Por otra parte, dado que Iberia había cedido ya sus activos más ajenos al transporte aéreo con el precedente plan de 1991, la compañía ya no podía ceder más activos sin que se viera afectada su actividad principal («core business»). Siempre según las autoridades españolas, la única solución posible es la financiación externa. La aportación de 130 000 millones de pesetas permitirá la puesta en marcha de las medidas de gestión descritas y el restablecimiento financiero de la empresa.

De esta forma, al final de programa, será posible la entrada de capital privado en la compañía, que para entonces podrá distribuir beneficios. A partir de 1995, los empleados de Iberia pasarán a ser en parte accionistas de la empresa.

Los 130 000 millones de pesetas se han calculado en realidad para satisfacer dos objetivos:

- garantizar el pago de los costes del programa de reducción de personal de Iberia: 32 200 millones de pesetas (véase *supra*);
- sanear la estructura financiera de la empresa: 97 800 millones de pesetas; gracias a esta aportación, el ratio «deuda-fondos propios» sería de 1,48 en 1996 y de 1,17 en 1997. Al mismo tiempo, la reducción de la deuda situará los costes financieros dentro de límites razonables, ya que el ratio «costes financieros-volumen de negocios» pasaría de 7,4 % en 1994 a 3,6 % en 1996.

Cabe señalar que el gobierno español ha presentado varios argumentos en apoyo de la notificación del programa de adaptación de Iberia. En primer lugar, subraya que la empresa ha ejecutado la totalidad de las medidas previstas en el plan estratégico de 1992. Destaca también que se han cumplido todas las condiciones impuestas por la Comisión para aceptar la ayuda.

Las autoridades españolas señalan a continuación que los resultados de Iberia se han visto afectados en el curso de 1992 y 1993 por las siguientes circunstancias, excepcionales, imprevisibles y ajenas a la empresa y a la gestión de la misma:

- la recesión económica, que acentuó los efectos de la guerra del Golfo en el sector del transporte aéreo, traduciéndose en particular en un descenso de las tarifas, y que resultó ser especialmente fuerte en España;
- la crisis del sistema monetario europeo, que ha dado lugar desde el verano de 1992 a una fuerte devaluación de la moneda española;
- la liberalización anticipada del transporte aéreo en el mercado interior español;
- las dificultades surgidas en el proceso de privatización de las filiales sudamericanas de la compañía (Aerolíneas Argentinas, sobre todo).

Por último, las autoridades españolas sostienen que el programa presentado a la Comisión, que cuenta con la aprobación de los interlocutores sociales, no contiene elementos de ayuda a afectos del apartado 1 del artículo 92 del Tratado en la medida en que:

- se basa únicamente en criterios de gestión que garantizan a corto plazo la rentabilidad económica y financiera de la empresa;
- la inyección de capital que implica no es una aportación de fondos públicos, ya que la realiza Teneo, que es una entidad independiente de los presupuestos del Estado. Todos estos argumentos se han desarrollado más detalladamente en un memorándum dirigido a la Comisión por las autoridades españolas el 16 de febrero de 1995. En dicho documento, se insiste especialmente en la crisis estructural del transporte aéreo y en los aspectos políticos y jurídicos del asunto. Las autoridades españolas añaden que, en cualquier caso, la operación es compatible con el mercado común, habida cuenta de la restauración de la viabilidad de la empresa, de la reducción de capacidad prevista por el programa y de la necesidad de la inyección de capital de que se trata.

A la vista del conjunto de elementos de información que acompañan la notificación de la ayuda, la Comisión decidió el 1 de marzo de 1995 abrir el procedimiento previsto en el apartado 2 del artículo 93 del Tratado respecto de la nueva ampliación de capital de 130 000 millones de pesetas para la compañía Iberia. La apertura del procedimiento obedecía a la naturaleza de la inyección de capital realizada por el holding Teneo, que puede calificarse de fondos estatales a efectos del apartado 1 del artículo 92 del Tratado, y a las serias dudas de la Comisión sobre:

- la existencia de una ayuda, habida cuenta de las pocas probabilidades de que el esfuerzo financiero de Teneo se viera remunerado de forma satisfactoria;
- la posibilidad de que la eventual ayuda pudiera acogerse a una de las exenciones previstas en los apartados 2 y 3 del artículo 92 del Tratado; en este sentido, la Comisión ha manifestado considerables reservas sobre la posible existencia de circunstancias excepcionales, imprevisibles y ajenas a la empresa que puedan poner en cuestión la condición de que no debía haber ninguna otra ayuda antes de la terminación del plan estratégico en 1996, según establecía la Decisión de 22 de julio de 1992. Además, la Comisión ha comprobado que, en cualquier caso, no disponía de elementos que le permitieran llegar a la conclusión de que se habían cumplido las condiciones a las que supedita en general la aprobación de una ayuda para reestructuración.

En su decisión de apertura del procedimiento, la Comisión indicaba también explícitamente que recurriría a uno o varios consultores para recabar elementos de juicio que le permitieran hacer una valoración final de varias de las cuestiones sobre las que había manifestado tener dudas, así como sobre el contexto general del caso.

Por carta de 9 de marzo de 1995, la Comisión comunicó al gobierno español su decisión de iniciar el procedi-

miento y le emplazó para que presentara sus observaciones. Dicha carta fue publicada en el *Diario Oficial de las Comunidades Europeas*(<sup>1</sup>). Se invitó también a los otros Estados miembros y a las partes interesadas a que presentaran sus observaciones, de conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 93 del Tratado.

### III

Las autoridades españolas, en respuesta a la carta de la Comisión de 9 de marzo de 1995 en la que se les informaba de la decisión de esta última de incoar el procedimiento, remitieron sus observaciones por carta de 10 de abril de 1995. Dichas observaciones se refieren a la exposición de los hechos tal como figura en la carta en cuestión, a la existencia de elementos de ayuda, a las posibilidades de recibir una segunda ayuda y, por último, a la compatibilidad con el mercado común de la ampliación de capital prevista.

En primer lugar, respecto de la exposición hecha por la Comisión en su carta de 9 de marzo de 1995, las autoridades españolas recuerdan que los ingresos de la compañía no serían sensiblemente inferiores al promedio de los ingresos de sus competidores europeos. Recuerdan también que el déficit de explotación de Iberia no apareció en realidad hasta los tres últimos ejercicios y que entre 1986 y 1994 se obtuvieron unos resultados de explotación globalmente positivos de 12 400 millones de pesetas.

El gobierno español critica también la exposición del plan porque no muestra que Iberia en realidad va a reducir su oferta en los próximos años, no insiste lo suficiente en el esfuerzo de productividad y de reducción de costes «controlables» ni tampoco tiene suficientemente en cuenta la reducción de los costes de personal. Respecto de esta última cuestión, las autoridades españolas indican que, en definitiva, los salarios nominales del personal de Iberia serán en 1996, para cada categoría de personal, inferiores en un 8,3 % a los de 1992. Por último, las autoridades españolas consideran que la productividad de Iberia en 1993 era comparable a la de sus principales competidores europeos.

En segundo lugar, en relación con la existencia de elementos de ayuda, el gobierno español recoge y desarrolla los dos argumentos ya expuestos en la notificación con objeto de negar la existencia de una ayuda estatal a efectos del apartado 1 del artículo 92 de Tratado:

- por un lado, sostiene que los fondos procedentes de Teneo no pueden considerarse ayuda, ya que Teneo es una sociedad anónima sujeta en todos los aspectos al Derecho privado y que administra las empresas de su grupo con criterios estrictamente económicos; así, según el gobierno español, Teneo no ha recibido fondos estatales para realizar esta operación y ha adoptado por sí misma la decisión de invertir;

(<sup>1</sup>) DO nº C 114 de 6. 5. 1995, p. 7.

— por otro lado, indica que esta operación se inscribe en la estrategia global de Teneo, que se comporta como un holding en situación de competencia administrando el grupo de la mejor manera posible y teniendo en cuenta todas las sinergias en la medida en que la ampliación de capital va acompañada de un plan de reestructuración coherente, realista y viable. En tercer lugar, respecto de las posibilidades de recibir una segunda ayuda, las autoridades españolas destacan ante todo que la Comisión no puede alegar válidamente la posible ausencia de circunstancias excepcionales, imprevisibles y ajenas a la compañía para rechazar una segunda ayuda. La Decisión de la Comisión de 22 de julio de 1992 relativa a la ampliación de capital de 120 000 millones de pesetas se basaba en los criterios establecidos por el memorándum de 1984. Con esta sola base, el gobierno español se comprometió en 1992 a no conceder más ayudas a Iberia durante el período de vigencia del programa. Por otra parte, siempre en opinión de las autoridades españolas, la Comisión no puede introducir de pronto nuevos criterios, como la ausencia de circunstancias excepcionales, imprevisibles y externas, sin ignorar los principios fundamentales de seguridad jurídica, de igualdad, de no retroactividad y de confianza legítima. Las autoridades españolas llegan a la conclusión de que la Comisión debe seguir basándose en los criterios del memorándum de 1984 y que no puede aplicar retroactivamente las directrices elaboradas en 1994, inaplicables en este caso. Subrayan también que corresponde a la Comisión ejercer plenamente sus competencias y considerar el conjunto del nuevo programa, sin pararse a analizar previamente si hay o no circunstancias excepcionales, imprevisibles y ajenas a la empresa.

El gobierno español sostiene que las cuatro circunstancias expuestas reúnen en cualquier caso las tres condiciones fijadas. El criterio de circunstancias excepcionales, imprevisibles y externas no puede confundirse con las condiciones de compatibilidad previstas por las disposiciones de la letra b) del apartado 2 del artículo 92 del Tratado («perjuicios causados por desastres naturales o por otros acontecimientos de carácter excepcional») y supondría un nivel de exigencia menor. El gobierno español expone también detalladamente las razones por las que considera que la crisis económica de los años 1992 y 1993, la devaluación de Arsa y la liberalización del mercado español tienen, en su opinión, un carácter excepcional, imprevisible y ajeno a Iberia. Por último, el gobierno español alega que, aun en el caso de que ninguna de estas cuatro circunstancias tuviera carácter excepcional, externo e imprevisible, la acumulación y coincidencia de todas ellas sí lo tendría.

Por último, respecto de la compatibilidad de una posible ayuda con el mercado común, las autoridades españolas

consideran que el programa presentado a la Comisión contiene todos los elementos necesarios para demostrar que se cumplen todos los requisitos exigidos por la Comisión para conceder una exención en virtud de la letra c) del apartado 3 del artículo 92 del Tratado.

#### IV

Iniciado el procedimiento, los gobiernos británico, danés, neerlandés, noruego y sueco, varias compañías aéreas competidoras de Iberia, en especial Air UK, American Airlines, British Airways y Euralair, y otras partes interesadas, como Teneo, la SNECMA, la sección sindical SEPLA de la plantilla de la compañía Viva Air y la Asociación de Compañías Aéreas de la Comunidad Europea (ACE), presentaron observaciones sobre este asunto. En total, presentaron observaciones diecisiete partes interesadas, de las que ocho son compañías aéreas. Todas ellas, salvo Teneo y la SNECMA, aprobaron la decisión de la Comisión de iniciar el procedimiento previsto en el apartado 2 del artículo 93 del Tratado y plantearon varias cuestiones relacionadas con las dudas expresadas en dicha decisión. Sólo el holding Teneo indicó que la inyección de capital no constituía una ayuda destacando en concreto su estrategia de grupo y su propia independencia financiera y autonomía de gestión respecto del Estado español. Tampoco estaba de acuerdo con el criterio de la existencia de circunstancias excepcionales, imprevisibles y externas, como específico del sector de la aviación civil y contrario a los principios de no retroactividad y de seguridad jurídica. Por su parte, la SNECMA, fabricante de motores, que es el suministrado de grandes fabricantes de aeronaves utilizadas por las compañías europeas, ha señalado que la evolución de la coyuntura entre 1991 y 1994 había sido indudablemente excepcional e imprevisible debido, sobre todo, a la lentitud de la recuperación.

En sus comentarios, los Estados que habían presentado observaciones indicaban que las normas del Tratado en materia de ayudas de Estado deben ser aplicadas de forma estricta en el sector de la aviación civil tras la entrada en vigor el 1 de enero de 1993 de las disposiciones del tercer paquete de liberalización [Reglamentos (CEE) n.ºs 2407/92, 2408/92 y 2409/92 del Consejo<sup>(1)</sup>]. Los Países Bajos en concreto señalaban que las ayudas penalizan a las empresas que han sabido reestructurarse solas, sin subvenciones estatales. En general, los cinco Estados aprobaban en este caso la apertura del procedimiento y compartían las dudas expresadas por la Comisión destacando:

(<sup>1</sup>) DO n.º L 240 de 24. 8. 1992, pp. 1, 8 y 15.

- la existencia de una ayuda de Estado a efectos del apartado 1 del artículo 92 del Tratado, en la medida en que, por una parte, Teneo es una empresa pública controlada por el Estado y, por otra parte, no se cumple el requisito del inversor racional en economía de mercado;
- la ausencia de circunstancias excepcionales, imprevisibles y ajenas a Iberia en el origen de los problemas actuales de dicha compañía; en este sentido, el Reino Unido precisa en particular que la recesión de los años 1992 y 1993 se inscribe en un ciclo normal, que los efectos de la devaluación de la peseta en la contabilidad de Iberia no quedan demostrados y que, al respecto, hay técnicas de cobertura («hedging»), que la liberalización del transporte aéreo ha sido un proceso continuado y previsible desde la década de los 80 y, por último, que las inversiones de Iberia en Iberoamérica formaban parte, desde un principio, de una estrategia de alto riesgo;
- el hecho de que, en tales circunstancias, la Decisión positiva adoptada por la Comisión en 1992 sobre una primera y última ayuda de 120 000 millones de pesetas se opone a la concesión de cualquier otra ayuda.

El Reino Unido y Dinamarca añaden que la parte de la ayuda prevista por razones sociales también puede falsear la competencia. Además, el Reino Unido considera que la operación alteraría las condiciones de los intercambios dentro de la Comunidad de forma contraria al interés común, en particular en el mercado de vuelos chárter, de gran importancia en las líneas con España. Por último, los Países Bajos consideran que, en cualquier caso, la ayuda sólo podría ser aceptada si fuera acompañada de rigurosas condiciones en relación, entre otros aspectos, con la cesión de activos, las reducciones de capacidad y la prohibición de invertir en otras compañías aéreas.

Todas estas cuestiones figuran también en las observaciones presentadas por las compañías aéreas, la sección sindical SEPLA de la plantilla de Viva Air y la ACE. British Airways ha presentado, en particular, un estudio realizado por el gabinete de consultores Avmark que pretende demostrar la ausencia de circunstancias excepcionales, imprevisibles y ajenas a Iberia en el origen de los problemas. Además, estos interesados exponen elementos adicionales para solicitar a la Comisión que se oponga a la inyección de capital en beneficio de Iberia. La compañía Pan Air, la sección sindical SEPLA de la plantilla de Viva Air y la ACE temen que Iberia utilice las cantidades recibidas como ayuda para iniciar una guerra de precios. British Midland, British Airways, Euralair, American Airlines, SAS y la sección sindical SEPLA de la plantilla de Viva Air sostienen por su parte que el programa de adaptación es poco verosímil y, además, es insuficiente para garantizar la viabilidad de Iberia. Insisten en sus elevados costes de producción, en los riesgos de la estrategia iberoamericana y en el sinsentido económico que sería la recuperación por Iberia de líneas regulares explo-

tadas con éxito por Viva Air. La sección sindical SEPLA del personal de esta última compañía señala también que Iberia no estaría administrada de acuerdo con los principios de la economía de mercado. British Airways y Euralair consideran que la ayuda no es indispensable para la realización de los objetivos del programa, dado que Iberia puede recurrir a cesiones de activos o reducir en mayor medida sus costes de explotación. Por su parte, la ACE y las compañías Air UK y Britannia subrayan que Iberia disfruta ya de un trato privilegiado en los aeropuertos españoles a causa de su monopolio de la asistencia en tierra («handling»), cuyos precios serían elevados en comparación con la calidad de las prestaciones suministradas. Añaden también que la llegada de Viva Air al mercado chárter, prevista por el programa y consecuencia de la inyección de capital, puede falsear considerablemente la competencia en este mercado tan competitivo, en especial entre el Reino Unido y España. Finalmente, Euralair pide a la Comisión que vuelva a abrir el expediente de la ayuda de 120 000 millones de pesetas aprobada en 1992 poniendo de manifiesto el incumplimiento del plan estratégico que acompañaba a dicha ayuda. Todas las observaciones formuladas por los Estados miembros y las otras partes interesadas fueron transmitidas por la Comisión al gobierno español el 15 de junio de 1995. Por carta de 29 de junio de 1995, las autoridades españolas respondieron a las observaciones que se les habían comunicado. Rebaten punto por punto todos los argumentos desarrollados por los Estados miembros y las otras partes interesadas, excepto Teneo y la SNECMA, en especial los de British Airways y Euralair, explicando los detalles ya expuestos en su comunicación de 10 de abril de 1995. Presentan un informe del consultor NatWest Markets, según el cual el programa previsto va a mejorar sustancialmente la competitividad de Iberia al eliminar en lo esencial las diferencias de costes y de competitividad entre dicha compañía y sus principales competidores europeos. Presentan también un informe de Airbus Industrie que insiste en la importancia de los pedidos de Iberia y de su presencia en Iberoamérica para la prosperidad de la industria aeronáutica europea y subraya el carácter excepcional e imprevisible de las dificultades económicas de los años 1992 y 1993. El gobierno español añade, entre otros aspectos, que el criterio de circunstancias excepcionales, imprevisibles y externas no debe confundirse con el de fuerza mayor, que el efecto total del carácter excepcional e imprevisible de la recesión en España sobre los ingresos de Iberia asciende a 59 000 millones de pesetas, que Iberia será pronto tan competitiva como Viva Air y que esta última tiene un lugar en el mercado chárter y, por último, que la Comisión no puede legalmente imponer cesiones de activos a Iberia y que no hay ninguna alternativa a la inyección de capital prevista, puesto que Iberia no dispone ya de «non essential assets».

## V

Tal como había anunciado en su carta de 9 de marzo de 1995 dirigida a las autoridades españolas para comunicarles la apertura del procedimiento, la Comisión recurrió desde el mes de abril de 1995 a un consultor indepen-

diente de prestigio internacional (Deloitte & Touche) para recoger información sobre varias de las cuestiones sobre las que había manifestado dudas. En primer lugar, confió a este consultor la tarea de aplicar a la operación el principio de inversor racional en economía de mercado. Si el consultor llegaba a la conclusión de que la inyección de capital propuesta, de 130 000 millones de pesetas, no era propia de un inversor de esas características, se le pedía que:

- identificara las causas del fracaso del plan estratégico de 1992;
- suministrara elementos para valorar el carácter excepcional, imprevisible y externo de los cuatro factores (recesión, devaluación, liberalización interna anticipada y participaciones en Iberoamérica) expuestos por las autoridades españolas para explicar los problemas de Iberia;
- evaluara la viabilidad del programa de adaptación y la adecuación de la cantidad de 130 000 millones de pesetas para cumplir los objetivos del programa;
- estudiara, en su caso, fórmulas alternativas para remediar la situación de Iberia.

El consultor designado por la Comisión pudo realizar su tarea trabajando en colaboración con representantes del Estado español, de Teneo y de Iberia y obtuvo de ellos la información necesaria. En el curso de las reuniones celebradas en Madrid los días 26 y 27 de julio de 1995, en las que participaron, además del consultor y de los representantes de la Comisión, los principales directivos del grupo Iberia, se expusieron en particular la situación de las distintas filiales de Iberia y los principales elementos de su estrategia de grupo.

El 10 de agosto de 1995, el consultor presentó un proyecto de informe definitivo que fue remitido a las autoridades españolas para que expusieran sus observaciones. El consultor tuvo en cuenta dichas observaciones en la medida de lo posible y presentó su informe definitivo a la Comisión el 20 de septiembre de 1995. De dicho informe se deduce, en primer lugar, que un inversor racional que actúe de acuerdo con las reglas de la economía de mercado no realizaría de una vez una inyección de capital de 130 000 millones de pesetas en beneficio de Iberia, al menos por dos razones: un inversor racional que se encontrara en una situación análoga procuraría reducir al mínimo el importe de su aportación inicial y realizaría abonos posteriores, por tramos, a medida que se alcanzaran los objetivos del plan de recuperación; en segundo lugar, la operación parece demasiado arriesgada financieramente a causa de las incertidumbres que rodean aún el futuro del grupo, en particular en Iberoamérica.

Por lo que se refiere al fracaso del plan estratégico de 1992, el consultor lo atribuye al sobrecoste de las inversiones iberoamericanas y a la excesiva ambición del plan en términos de crecimiento previsto y de conquista de cuotas de mercado cuando la estructura de costes de Iberia y su insuficiente productividad no le permitían hacer frente al imprevisto descenso de los ingresos unitarios. El consultor estima también que, de los cuatro elementos de justificación señalados por el gobierno español, sólo el carácter especialmente grave de la recesión económica de 1992 y 1993, y no la propia recesión, podría ser considerado circunstancia excepcional, imprevisible y ajena a Iberia. No obstante, la parte de la recesión con estas características sólo habría causado a la compañía unas pérdidas valoradas en 14 000 millones de pesetas. En cambio, y siempre según el consultor:

- la devaluación de la peseta ha resultado ser en definitiva favorable a Iberia;
- la liberalización anticipada del mercado interior sólo ha tenido una incidencia leve antes de 1994 y, en cualquier caso, era previsible;
- los problemas que se han planteado con las participaciones en Iberoamérica no eran ni imprevisibles ni excepcionales ni ajenos a Iberia, ya que desde un principio presentaban un alto riesgo comercial, y las pérdidas sufridas se derivan principalmente de compromisos suscritos por Iberia antes del plan estratégico de 1992.

En cuanto a las medidas previstas por el programa de adaptación notificado para el período 1994-1996 (mejora de la productividad, reducción de costes, etc.) el consultor considera que están bien orientadas y que su aplicación efectiva es condición necesaria para garantizar la supervivencia y la viabilidad de Iberia. No obstante, no parecen ser suficientes para garantizar la viabilidad a largo plazo. En realidad, en la fase actual, sería imposible pronunciarse sobre las oportunidades reales de supervivencia de Iberia durante un período prolongado, dado que deberán proseguirse los esfuerzos después de 1996, en especial en materia de reducción de costes, en un contexto de mayor competencia. Sin embargo, el consultor añade que, si bien es efectivamente necesaria una aportación rápida de fondos propios, las necesidades inmediatas de la compañía son considerablemente inferiores a 130 000 millones de pesetas.

Finalmente, el consultor sugiere en su informe definitivo una solución que combinaría una venta de los activos iberoamericanos de Iberia, la asunción de los gastos de reducción de plantilla por el Estado español y la supeditación de futuras inyecciones de capital al cumplimiento de unos índices de éxito. También se podría prever la cesión de las actividades de mantenimiento y de asistencia en tierra de la compañía.

## VI

En el marco de la apertura del procedimiento y en paralelo con los trabajos realizados por el consultor designado por la Comisión, esta última, por una parte, y el Gobierno español, Teneo e Iberia, por otra, celebraron varias reuniones a lo largo de los meses de junio, julio, agosto y septiembre de 1995. Como consecuencia de estas conversaciones y habida cuenta de las observaciones formuladas por los Estados miembros y otras partes interesadas, así como de las conclusiones del informe del consultor expuestas anteriormente, el Gobierno español informó a la Comisión, durante el verano de 1995, de su deseo de adaptar la parte financiera del programa notificado los días 23 de diciembre de 1994 y 20 de enero de 1995. Ya no consistiría en una inyección de capital de 130 000 millones de pesetas, sino en dos operaciones diferentes: la cesión, por Iberia, de determinados activos iberoamericanos a una nueva sociedad llamada provisionalmente «Newco», con una opción de recompra, y una inyección de capital realizada por Teneo en favor de Iberia. Teneo participaría en el capital de «Newco», que pertenecería mayoritariamente a inversores privados. Arsa se incluiría entre los activos cedidos a «Newco».

Desde el mes de septiembre de 1995, la Comisión pidió al consultor antes citado que le suministrara elementos de juicio que le permitieran pronunciarse, a la vista del principio del inversor en economía de mercado, sobre varios aspectos de esta modificación del plan de recapitalización de Iberia. El consultor tenía que verificar fundamentalmente los cuatro puntos siguientes:

- ¿Permiten las diferentes transacciones relativas a la sociedad «Newco» reducir los riesgos vinculados a los compromisos de Iberia respecto a Arsa?
- ¿Las diferentes transacciones relativas a la sociedad «Newco» se realizan en función de principios comerciales?
- ¿A qué condiciones podría estar sujeto el ejercicio por Iberia de su opción de compra de las participaciones cedidas a «Newco»?
- En cuanto a la ampliación de capital ¿se puede ajustar al principio del inversor en economía de mercado? ¿en qué condiciones puede hacerse tras las diferentes operaciones relativas a la sociedad «Newco»?

Tras obtener toda la información necesaria de Teneo y de las autoridades españolas, el consultor respondió a estas preguntas en el proyecto de informe final que elaboró durante la segunda quincena de noviembre de 1995. En opinión del consultor, las transacciones relativas a la sociedad «Newco» permiten efectivamente eliminar prácticamente todos los riesgos soportados hasta la fecha por Iberia por su compromiso en Arsa. Además, dichas operaciones parecen efectuarse en función de criterios comerciales normales. El consultor propone además que el ejercicio por Iberia de su opción de recompra esté sujeto a

requisitos que garanticen que la situación financiera de la compañía no estará en peligro.

Por lo que se refiere a la ampliación de capital, el consultor considera que el grupo Iberia es potencialmente viable y recapitalizable. No obstante, también estima que los riesgos propios del grupo siguen siendo elevados a pesar de la retirada de una parte de las participaciones iberoamericanas. En este contexto, una operación de capital de 48 000 millones de pesetas es, en su opinión, suficiente para asegurar la supervivencia de la empresa a corto y medio plazo («minimum cash requirement»). En el futuro se podrían realizar ampliaciones adicionales de capital, a la vista de resultados que demuestren que la recuperación del grupo prosigue satisfactoriamente, con objeto de mejorar la estructura del pasivo del balance. Además, siempre en opinión del consultor, la inyección de capital que se realizaría inmediatamente debería ofrecer también para 1999 unas perspectivas de rentabilidad situadas, como mínimo, entre el 30 % y el 40 %, que el consultor considera el índice mínimo de rentabilidad anual («hurdle rate») que exigiría en tales circunstancias un inversor en economía de mercado. Sobre esta base, el consultor ha fijado unos límites para la inyección de capital que se ajusten al principio del inversor en economía de mercado y variables en función de las hipótesis consideradas. Los otros principales parámetros pertinentes para determinar dichos límites son el índice de crecimiento medio del «cash flow» de Iberia a partir de 1999 y la cantidad que Iberia obtendrá finalmente de la venta de Austral.

El informe final del consultor confirma todas estas conclusiones.

En paralelo con la actividad del consultor, se han producido numerosos contactos entre Iberia, Teneo y el Gobierno español por una parte y la Comisión y su consultor por otra a lo largo de los meses de septiembre, octubre y noviembre de 1995, en especial en Madrid los días 6 y 7 de noviembre de 1995. La Comisión ha podido conocer así en detalle las operaciones de desinversión y recapitalización previstas. Los contactos prosiguieron, en particular con ocasión de la reunión celebrada en Madrid los días 23 y 24 de noviembre de 1995, después de que el consultor presentara las conclusiones que se han resumido anteriormente. La Comisión ha podido conocer con precisión el alcance y el efecto de los distintos parámetros considerados para evaluar el carácter comercial de las diferentes operaciones.

El 18 de diciembre de 1995 el Gobierno español transmitió oficialmente a la Comisión el documento en el que explicaba los diferentes cambios que se habían introducido en el plan financiero del programa de adaptación («Actualización del plan financiero del programa de adaptación de Iberia al nuevo entorno competitivo»). El documento, algunos de cuyos puntos fueron precisados por las autoridades españolas en cuatro comunicaciones dirigidas a la Comisión el 21 de diciembre de 1995 y el 15, 19 y 26 de enero de 1996, expone tres modificaciones respecto del programa inicialmente notificado.

En primer lugar, el coste del programa de reducción de plantilla de Iberia se ha revisado al alza debido a que, en las previsiones iniciales, se había subestimado la antigüedad adquirida por las personas que podrían acogerse a las medidas de jubilación anticipada y bajas incentivadas. En la actualidad asciende a 36 685 millones de pesetas, frente a los 32 200 millones previstos en principio. La cantidad correspondiente será transferida por Teneo a Iberia en forma de dotación de capital (véase *infra*) en cuanto la Comisión haya adoptado una decisión positiva al respecto. Iberia abonará entonces 29 000 millones de pesetas, correspondientes a la financiación de las medidas de jubilación anticipada, a un grupo asegurador con el que ha concluido un acuerdo para gestionar la totalidad del programa de prejubilación. Respecto de los 8 000 millones de pesetas destinados a financiar las bajas incentivadas, la mitad se abonará inmediatamente y los 4 000 millones restantes se abonarán progresivamente en el curso del ejercicio 1996.

En segundo lugar, Iberia cederá a Andes Holding BV (anteriormente «Newco») las siguientes participaciones en las compañías sudamericanas: 13 % del capital de la compañía chilena Ladeco, 100 % del capital de la sociedad argentina Interinvest SA y 10 % del capital ordinario de Arsa. Andes Holding BV es una sociedad anónima de derecho holandés constituida con el único objetivo de adquirir dichas participaciones de Iberia, para venderlas posteriormente. Su capital, de 10 millones de dólares estadounidenses, pertenece en un 24 % a Teneo y en un 58 % a [...] (\*) bancos comerciales americanos de primera categoría, [...]. Andes Holding BV adopta sus decisiones por mayoría simple, salvo en decisiones fundamentales que afecten principalmente a sus estatutos, su objeto, su disolución y su estructura de capital; además, las decisiones sobre cesión de activos requieren sólo la conformidad de los [...] bancos accionistas. Además del capital, los recursos de Andes Holding BV incluyen principalmente un aplazamiento del pago del precio de compra de Austral (véase *infra*) y dos préstamos lanzados entre sus accionistas. El primero de estos préstamos, por un importe muy superior al del capital de Andes Holding BV, lo suscriben en un 70 % los accionistas privados de Andes Holding BV y en un 30 % Teneo. Su duración es de [...] años, el tipo de interés será el Libor a tres meses del dólar estadounidense más un [...] %, recalculado trimestralmente sobre una base anual de 360 días. La deuda correspondiente a este primer préstamo («senior debts»-deuda preferente) está «privilegiada» por dos conceptos: porque el préstamo está avalado por los activos adquiridos por Andes Holding BV y porque su reembolso es prioritario respecto al del segundo préstamo («junior debts»-deuda subordinada). Este segundo préstamo «subordinado» al primero y de la misma cantidad que el anterior, lo suscriben en un 30 % los accionistas privados de Andes Holding BV y en un 70 % Teneo. Su duración es también de [...] años. Su tipo de interés será el Libor a tres meses del dólar estadounidense más un [...] %, recalculado trimestralmente sobre una base anual de 360

días. La diferencia del tipo de interés con el primer préstamo obedece a su carácter subordinado y, en consecuencia, a su mayor riesgo.

Antes de ceder a Andes Holding BV su participación en Interinvest, Iberia ampliará el capital de esta empresa mediante tres operaciones: transferencia a Interinvest de los créditos (préstamos) de Iberia sobre Arsa; aportación de capital nuevo; transferencia a Interinvest de una parte de las acciones de Arsa propiedad directa de Iberia y correspondientes al 10 % del capital de Arsa. La aportación de capital nuevo se realizará con ayuda de fondos procedentes de un préstamo contraído por Iberia con Andes Holding BV o en los mercados financieros. Con esta aportación, Interinvest comprará, por un importe idéntico, la deuda de Arsa con terceros, incluida la garantizada por Iberia. Posteriormente, Interinvest efectuará un «aporte irrevocable» en beneficio de Arsa, absorbiendo así en parte las deudas de esta última. Los accionistas de Andes Holding BV han exigido estas operaciones previas para que la empresa compre a Iberia una sociedad con capital saneado.

El precio de venta de las participaciones cedidas a Andes Holding BV ha sido determinado sobre la base de un informe elaborado por el banco americano [...]. La diferencia entre el valor contable de los activos cedidos y el precio efectivo de cesión se traduce, para Iberia, en una pérdida excepcional de unos cien millones de dólares estadounidense. El producto de la venta se distribuye de la forma siguiente: una primera parte se destina a reembolsar el préstamo contraído previamente por Iberia por esa misma cantidad; la segunda parte, correspondiente a un segundo pago, se abonará a Iberia a la expiración de un período de «due diligence», acompañado de una cláusula resolutoria, de una duración máxima de cuatro meses; la tercera y última parte, correspondiente al valor de Austral, sólo se abonará a Iberia tras la enajenación de Austral por Andes Holding BV. El objetivo del período de «due diligence» es permitir a Andes Holding BV que verifique la exactitud de la información que se le ha facilitado y que se han realizado efectivamente las operaciones de recapitalización previas a la venta. El pago diferido de la parte correspondiente al valor de Austral se explica, según las autoridades españolas, por las dificultades halladas por Andes Holding BV para obtener la financiación necesaria. No obstante, Andes Holding BV debe estar en posesión de Austral para facilitar la venta de Arsa a un posible comprador.

Tras la cesión del 10 % del capital de Arsa a Andes Holding BV, la ampliación de capital de Interinvest, el aporte irrevocable realizado por Interinvest en Arsa y la cesión de Interinvest a Andes Holding BV, el capital de Arsa estará distribuido de la siguiente forma: 80,33 % Interinvest, 5,73 % Andes Holding BV, 5,73 % Iberia y 8,21 % terceros. En relación con el porcentaje residual que Iberia conserva en Arsa (5,73 %), Iberia otorgará a Andes Holding BV un mandato de venta que le permita ceder dicha participación a terceros junto con la cesión de su propia participación.

(\*) En la versión de la presente Decisión destinada a la publicación se han suprimido las informaciones confidenciales desde el punto de vista comercial.

Por otra parte, la operación de cesión a Andes Holding BV de los activos iberoamericanos de Iberia antes citados y su posterior enajenación por Andes Holding BV incluye dos fases sucesivas. La primera comienza con la constitución de Andes Holding BV, el lanzamiento de los dos préstamos y la compra de los activos a Iberia. Su duración máxima es de dos años, durante los cuales Iberia dispondrá de una opción de recompra sobre los activos cedidos a Andes Holding BV. Dicha opción de recompra sobre los activos cedidos a Andes Holding BV. Dicha opción podrá ejercitarse sobre la totalidad o sobre sólo una parte de los activos. El precio de recompra, fijado previamente al hacerse la cesión, se calculará de forma que permita por una parte el reembolso de los principales de los dos préstamos contraídos por Andes Holding BV y los intereses devengados, y, por otra parte, el reembolso a los accionistas de Andes Holding BV del capital de esta última incrementado con un rendimiento del capital fijado en el Libor del dólar estadounidense más un [...] %.

La segunda fase, de una duración máxima de un año, sólo tendrá lugar en caso de que Iberia no ejercite su opción de recompra durante la primera fase. En esta segunda etapa, Iberia no dispondrá ya de una opción de recompra y los activos iberoamericanos de Andes Holding BV se venderán en el mercado al mejor precio posible sin limitación alguna. Andes Holding BV dará a [...] un mandato irrevocable para negociar y concluir esta última transacción. Para poder realizar una cesión rápida de los activos de Andes Holding BV durante esta segunda fase, Andes Holding BV podrá, en la primera etapa y a pesar de la existencia de una opción de recompra de Iberia, mantener con terceros los contactos que considere oportunos.

Durante ambas fases, Iberia seguirá ocupándose de la gestión operativa de Arsa.

Andes Holding BV será disuelta en cuanto hayan sido cedidos, a Iberia o a terceros, los activos iberoamericanos adquiridos a Iberia y normalmente, como muy tarde, al término del tercer año de su constitución. El capital social de Andes Holding BV, previo reembolso de los préstamos en función de su prioridad, se distribuirá entre los accionistas según sus participaciones.

Las autoridades españolas destacan que el conjunto de las transacciones relativas a la sociedad Andes Holding BV va en el sentido deseado por los Estados miembros y las terceras partes interesadas que, en sus observaciones, pedían a Iberia que cediera activos y redujera los riesgos vinculados a sus participaciones iberoamericanas. Eliminan también uno de los principales obstáculos hallados por el consultor designado por la Comisión sobre la posibilidad de efectuar una inyección de capital respetando el principio del inversor en economía de mercado.

Por último, las autoridades españolas precisan que han remitido a la Comisión el conjunto de los contratos y acuerdos correspondientes a esta operación de cesión de determinados activos iberoamericanos de Iberia.

En tercer lugar, el importe de la inyección de capital que va a realizar Teneo en favor de Iberia se ha reducido a 87 000 millones de pesetas, en lugar de los 130 000

millones inicialmente notificados y de los 138 000 millones previstos en un momento. Según las autoridades españolas, esta nueva cifra se ha definido en función de los elementos siguientes:

- la favorable evolución de los resultados de Iberia comprobada hasta el mes de octubre de 1995 incluido. En efecto, durante los diez primeros meses de 1995, Iberia ha obtenido unos resultados de explotación positivos de 31 700 millones de pesetas, que superan en 16 800 millones las previsiones del programa de adaptación. Esta mejora, que refleja la seriedad de las previsiones en las que se basa el programa, se ha conseguido principalmente gracias a una mayor limitación de los gastos y a una mejor adecuación de la oferta, a pesar de que las reducciones de personal previstas no se hayan podido realizar aún;
- los objetivos del programa de adaptación tal como se notificaron en diciembre de 1994, a saber, restablecer a corto plazo la rentabilidad económica y financiera de la compañía, adaptar su estructura financiera al nivel de su actividad, hacer posible que el accionista obtenga unos rendimientos satisfactorios de su inversión, atraer capital privado y abrir perspectivas de privatización parcial. Las autoridades españolas subrayan que el contenido del programa de adaptación notificado (medidas de reducción de costes de explotación, de gastos financieros, etc.) no ha sido modificado. No obstante, las proyecciones financieras han sido actualizada en función de las tres modificaciones antes descritas; además, se han prolongado dos años, hasta 1999;
- la necesidad de financiar la reducción de plantilla, cuyo coste asciende a unos 37 000 millones de pesetas (véase lo ya expuesto);
- la necesidad de efectuar una recapitalización mínima de la empresa y de reducir la deuda en unos 50 000 millones de pesetas (cancelación de 26 000 millones de deuda a corto plazo y de 24 000 millones de deuda hipotecaria). La inyección de capital prevista constituye, en efecto, la aportación mínima indispensable para garantizar el éxito del programa de adaptación y evitar que la carga de los gastos financieros hipoteque el futuro de la compañía. Sin embargo, no es suficiente para restablecer una situación patrimonial (ratio «deuda-fondos propios») comparable a la de las otras empresas del sector, dado que los fondos propios de Iberia eran negativos al final del ejercicio 1995, antes de la ampliación de capital;
- el efecto de la cesión de las participaciones de Iberia en Arsa, Austral y Ladeco.

Las autoridades españolas añaden que la venta de los activos iberoamericanos, cedidos a una sociedad constituida mayoritariamente con capital privado, y la inyección de capital, cuyo importe es sensiblemente inferior al notificado inicialmente, se ajustan al principio del inversor en economía de mercado. En relación más concretamente con la inyección de capital, justifican su racionalidad destacando, por una parte, los buenos resultados obtenidos por Iberia en 1995 y sobre todo la desaparición de los riesgos vinculados a las participaciones sudamericanas y, por otra parte, unos análisis financieros según los cuales

los rendimientos de esta inversión son muy superiores al mínimo exigido por un inversor. Recuerdan que Teneo es un holding independiente del Estado. Hacen referencia también a la positiva evolución de Iberia desde que se inició la puesta en marcha del programa, hace dos años, gracias al esfuerzo de reducción de costes y a la concentración de las actividades de la empresa en sus tres mercados principales (doméstico, europeo e iberoamericano). Además, basándose en particular en los trabajos realizados por su consultor NatWest Markets, las autoridades españolas no están de acuerdo con las conclusiones del consultor designado por la Comisión, según las cuales las necesidades de dinero fresco a corto plazo de Iberia serían sólo de 48 000 millones de pesetas.

Las autoridades españolas indican, además, que la ampliación de capital de 87 000 millones de pesetas es sólo la primera etapa de un plan de recapitalización de Iberia por un total evaluado en 155 000 millones de pesetas. Así, Teneo deberá realizar, en principio, una nueva ampliación de capital de 20 000 millones de pesetas en el primer trimestre de 1997 para mejorar en mayor medida la estructura del pasivo del balance. Además, una aportación de 25 000 millones de pesetas, que podría realizarse en el futuro por socios privados, permitirá cubrir una parte de las necesidades adicionales.

Respecto de la ampliación de capital de 20 000 millones de pesetas prevista para el primer trimestre de 1997, las autoridades españolas precisan que la operación respetará también el principio del inversor en economía de mercado, ya que sólo se llevará a cabo si Iberia se atiene a los criterios y objetivos siguientes, cuyo cumplimiento demostrará suficientemente, en opinión de las autoridades españolas, la rentabilidad económica y financiera de la empresa:

- resultado de explotación superior o igual a +16 626 y +27 322 millones de pesetas en 1995 y 1996, respectivamente;
  - «cash flow» operativo superior o igual a +43 471 millones de pesetas en 1995 y +60 872 millones en 1996;
  - resultado neto después de impuestos superior o igual a -47 000 millones de pesetas en 1995 y +1 500 millones en 1996;
  - ratio «resultado de explotación por empleado» superior o igual a +0,72 millones de pesetas por empleado en 1995 y +1,22 millones de pesetas por empleado en 1996;
  - ratio «resultado de explotación por toneladas por kilómetro ofertadas» superior o igual a +4,41 pesetas por toneladas por kilómetro ofertadas en 1995 y +6,80 pesetas en 1996;
  - reducción de los gastos de explotación en 15 443 millones de pesetas en 1994 y 1995, con arreglo al programa PREGA;
  - reducción de plantilla de 2 699 trabajadores antes del 31 de diciembre de 1996;
  - ratio «toneladas-kilómetro ofertadas por empleado» [el personal de la empresa destinado a asistencia en tierra («handling») por cuenta de terceros no está incluido en el cálculo] superior o igual a +0,24 millones de toneladas-kilómetro ofertadas por empleado en 1995 y +0,26 en 1996.
- A fin de que la Comisión pueda verificar el cumplimiento de los criterios expuestos, el Gobierno español añade que comunicará a la Comisión la contabilidad de Iberia para los ejercicios 1995 y 1996, auditada con arreglo a la normativa prevista por la legislación española.
- Por último, en su comunicación de 18 de diciembre de 1995, el Gobierno español subraya expresamente que las operaciones en cuestión (cesión de determinados activos iberoamericanos a Andes Holding BV y ampliación de capital de 87 000 millones de pesetas) van acompañadas de las condiciones siguientes:
- en la hipótesis de que Iberia pueda ejercitar su opción de recompra de las participaciones iberoamericanas vendidas a Andes Holding BV durante los dos primeros años siguientes a la cesión de las mismas, incluso durante el período de «due diligence», la empresa se compromete a no harcerlo a menos que: a) el valor de mercado de los recursos propios del Grupo sea igual o superior al 30 % del valor de empresa del grupo («Group's enterprise value»), entendiéndose por tal el valor de la capacidad de generación de beneficios de los activos agregados; y b) un inversor privado participe directa o indirectamente con un grado significativo en la operación. Estas mismas condiciones se aplicarán también durante el tercer año siguiente a la cesión en caso de que Iberia presente la oferta de compra más interesante. Sin embargo, no serán aplicables si Iberia ejercita su opción de recompra para la venta inmediata de las participaciones a un tercero;
  - Teneo participará en Andes Holding BV como accionista y como prestamista en las mismas condiciones que los demás socios y prestamistas privados y en términos de mercado. La sociedad Andes Holding BV adoptará sus decisiones por mayoría de sus miembros de conformidad con los acuerdos adoptados por las partes y con la legislación inglesa: neerlandesa aplicable. Si en el futuro y como consecuencia del desarrollo comercial de la Andes Holding BV, Teneo llegara a ser titular de cualquier activo de Andes Holding BV, el Gobierno español se compromete a asegurar que Teneo procederá a continuación a vender dichos activos a terceros. Aparte de sus derechos y obligaciones en Andes Holding BV, tal y como vienen descritos en los documentos de los acuerdos, Teneo no comprará activos de Andes Holding BV;

- ninguna entidad o empresa pública española que no sean Iberia y Teneo participará en las transacciones relativas a Andes Holding BV ni adquirirá activos de Andes Holding BV;
- la ampliación de capital autorizada se utilizará exclusivamente para a) cubrir los costes de reducción de plantilla o b) reducir deuda. Se presentará a la Comisión un informe sobre la ejecución del plan de reducción de deuda. Dicho informe expondrá detalladamente los préstamos que deban reembolsarse y la utilización de los fondos de que se haya dispuesto gracias a la disminución de los gastos financieros. Los fondos procedentes de la inyección de capital no podrán utilizarse en ningún caso de forma que obstaculicen el programa de reducción de costes de Iberia o que permitan un cambio significativo de su estrategia global de tarificación y de la capacidad de su flota;
- los fondos necesarios para el pago de todos los costes de reducción de plantilla (36 685 millones de pesetas) se transferirán a Iberia inmediatamente después de la presente Decisión. El resto de la ampliación de capital será, en cambio, desembolsado tan pronto como se haya efectuado por Andes Holding BV el segundo pago relativo a la venta de Interinvest y Ladeco (véase *supra*);
- Iberia y Teneo consideran que la reducción de costes es un objetivo fundamental del Programa de Adaptación y que es esencial continuar con los esfuerzos de reducción de costes más allá de 1996;
- en el caso de que no se alcancen los objetivos del programa de adaptación e Iberia necesite, por consiguiente, capital adicional, Teneo e Iberia cubrirán sus necesidades financieras a través de mayores reducciones de costes, desinversiones o inyecciones de capital que impliquen de forma significativa a inversores privados.

A la vista del conjunto de elementos expuestos, la Comisión puede hacer una valoración final de este asunto.

## VALORACIÓN JURÍDICA

### VII

De acuerdo con el apartado 1 del artículo 92 del Tratado y el apartado 1 del artículo 61 del Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo (en lo sucesivo, «el Acuerdo»), son incompatibles con el mercado común y con el Acuerdo, en la medida en que afecten a los intercambios comerciales entre Estados miembros y entre las partes contratantes, las ayudas otorgadas por los Estados o mediante fondos estatales, bajo cualquier forma, que falseen o amenacen falsear la competencia, favoreciendo a determinadas empresas o producciones.

El Tratado y el Acuerdo plantean el principio de neutralidad respecto del régimen de propiedad en los Estados miembros y el principio de igualdad entre las empresas públicas y privadas (artículo 222 del Tratado y artículo 125 del Acuerdo). En virtud de dichos principios, la acción de la Comisión no puede perjudicar ni beneficiar a las empresas públicas, en especial cuando la Comisión examina una operación a la vista de lo dispuesto en los artículos 92 del Tratado y 61 del Acuerdo. En consecuencia, se debe establecer caso por caso si una transacción entre un Estado miembro y una empresa pública es una transacción comercial normal o si contiene en todo o en parte elementos de ayuda. Para determinar si se trata de una ayuda estatal, la Comisión debe fundamentar su juicio en el principio del inversor en economía de mercado. En virtud de dicho principio, no se considera que exista ayuda estatal cuando se produce una aportación de capital nuevo en condiciones que serían aceptables para un inversor privado que operase en las condiciones normales de una economía de mercado<sup>(1)</sup>. El Tribunal de Justicia tuvo ocasión de precisar, en su sentencia de 21 de marzo de 1991 en el asunto C-305/89, Italia contra Comisión, que «aun cuando el comportamiento del inversor privado, al que debe compararse la actuación del inversor público que persigue objetivos de política económica, no es necesariamente el del inversor ordinario que coloca capitales en función de su rentabilidad a un plazo más o menos corto, sí debe ser, por lo menos, el de un *holding* privado o un grupo privado de empresas que persigue una política estructural, global o sectorial, y se guía por perspectivas de rentabilidad a más largo plazo»<sup>(2)</sup>.

En el caso actual, deben analizarse a la luz de este principio las dos operaciones de recapitalización de Iberia: por una parte, el conjunto de las transacciones correspondientes a la sociedad Andes Holding BV y, por otra parte, la ampliación de capital de 87 000 millones de pesetas efectuada por Teneo. Este examen final se inscribe perfectamente en el marco del procedimiento abierto por la Comisión el 1 de marzo de 1995, dado que las adaptaciones introducidas por las autoridades españolas en el plan financiero del programa notificado toman en consideración las observaciones formuladas por los Estados miembros y terceros interesados tras la apertura del procedimiento. Efectivamente, las adaptaciones tratan de la cesión de activos, de una reducción de los riesgos derivados de los compromisos de Iberia en Iberoamérica y de una disminución del importe de la inyección de capital propuesta, cuestiones todas ellas planteadas por los Estados miembros y terceros interesados en sus observaciones, que se resumen en el punto IV.

(1) Comunicación de la Comisión sobre la aplicación de los artículos 92 y 93 del Tratado a las adquisiciones de participación pública, *Boletín de las Comunidades Europeas* nº 9-1984; Sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas, de 13 de marzo de 1985, en los asuntos acumulados 296/82 y 318/82, Países Bajos y Leeuwarder Papierwarenfabriek BV contra Comisión. Recopilación 1985, p. 809, considerando 17.

(2) Recopilación 1991, p. I-1603, considerando 20.

Por lo que se refiere en primer lugar a la creación de la sociedad Andes Holding BV y al conjunto de las transacciones correspondientes a dicha sociedad, de las informaciones de las que dispone la Comisión, y en especial del informe del consultor por ella designado, se deduce que Teneo y el Gobierno español han adoptado en este caso una actitud comparable a la de un inversor privado que actúa exclusivamente en función de consideraciones comerciales.

Así, en primer lugar se pone de manifiesto que la propia estructura de Andes Holding BV, basada en su financiación en una pequeña cantidad de recursos propios en comparación con los recursos procedentes de la deuda, es similar a la que prevalece generalmente en este tipo de operaciones. Efectivamente, constituida únicamente para adquirir y posteriormente enajenar unas participaciones financieras concretas, Andes Holding BV es una sociedad cuya vida está limitada en principio a tres años como máximo y en la que no se justifica una aportación elevada de recursos propios. En segundo lugar, inversores privados controlan efectivamente la sociedad e intervienen de forma sustancial en cada uno de los tres elementos de la estructura de financiación de Andes Holding BV: por valor del 60 %, el 30 % y el 70 % en los recursos propios, la deuda «junior» y la deuda «senior», respectivamente. A este respecto, debe recordarse que la Comisión estima que una operación con fondos públicos no contiene elementos de ayuda si en ella intervienen también de forma significativa y en condiciones comparables socios privados<sup>(1)</sup>. En tercer lugar, los tipos de interés que remuneran las diferentes fuentes de financiación de Andes Holding BV, es decir, el Libor incrementado en un [...] para los recursos propios, la deuda «junior» y la deuda «senior», respectivamente, no rebasan los límites observados para operaciones similares. Por último, la participación de bancos comerciales americanos en las diferentes operaciones es una garantía de que dichos tipos reflejan efectivamente los precios de mercado.

En cuarto lugar, lo mismo cabe decir de los precios pagados por Andes Holding BV por la adquisición de las participaciones financieras en Arsa, Interinvest, Austral y Ladeco. El importe de las participaciones financieras en Arsa e Interinvest, en particular, se ha determinado en función del valor de la compañía Arsa tal como había sido estimado por el banco comercial [...]. Para ello, el banco utilizó un método esencialmente comparativo. Además, el valor de Austral fue objeto de una estimación específica por parte de un gabinete de auditoría de prestigio internacional. En cuanto al precio de la cesión de la participación del 13 % de Iberia en Ladeco, refleja el observado en las últimas transacciones relativas a dicha compañía.

Además, la existencia de una opción de recompra en favor de Iberia responde a una actitud racional por parte de Teneo, en particular en la medida en que puede facilitar

la conclusión de un acuerdo. No obstante, la Comisión ha tomado nota de la voluntad manifestada por el Gobierno español de someter el ejercicio por Iberia de su opción de recompra de las distintas participaciones cedidas a Andes Holding BV, incluso durante el período de «due diligence», a la doble condición de que, tras la eventual recompra, el valor de mercado de los recursos propios del Grupo sea igual o superior al 30 % del valor de empresa del grupo y de que un inversor privado participe también directa o indirectamente con un grado significativo en la operación de referencia, salvo en el caso de que Iberia ejercite su opción de recompra para la venta inmediata de las participaciones a un tercero. Estas dos condiciones se aplicarán también durante el tercer año siguiente a la cesión en el caso de que Iberia presente entonces la oferta de compra más interesante. Este elemento parece demostrar que el conjunto de las transacciones relativas a la sociedad Andes Holding BV busca una auténtica desvinculación de las participaciones iberoamericanas en cuestión y no es una forma camuflada de facilitar una inyección de capital sin aportar en definitiva un verdadero cambio en la composición del grupo. Lo mismo cabe decir de los compromisos de las autoridades españolas por los que:

- Teneo participará en Andes Holding BV como accionista y como prestamista en las mismas condiciones que los demás socios y prestamistas privados y en términos de mercado. La sociedad Andes Holding BV adoptará sus decisiones por mayoría de sus miembros de conformidad con los acuerdos adoptados por las partes y con la legislación inglesa y neerlandesa aplicable. Si en el futuro y como consecuencia del desarrollo comercial de la Andes Holding BV, Teneo llegara a ser titular de cualquier activo de Andes Holding BV, el Gobierno español se compromete a asegurar que Teneo procederá a continuación a vender dichos activos a terceros. Aparte de sus derechos y obligaciones en Andes Holding BV, tal y como vienen descritos en los documentos de los acuerdos, Teneo no comprará activos de Andes Holding BV;
- ninguna entidad o empresa pública española, excepto Iberia y Teneo, participará en las transacciones relativas a Andes Holding BV ni adquirirá activos de Andes Holding BV.

En definitiva, las diferentes transacciones relativas a Andes Holding BV, si bien van a traducirse en un primer momento en una aportación neta de capital nuevo de sólo 16 000 millones de pesetas, van a permitir reducir sustancialmente el riesgo que suponía hasta ahora para Iberia su compromiso en Arsa. Al mismo tiempo, eliminan uno de los principales factores de riesgo inherentes a la situación de Iberia a los ojos de un inversor en economía de mercado. Los riesgos procedían no sólo de la elevada participación de Iberia en Arsa (83,35 %), sino también de los préstamos y de las garantías de préstamos que Iberia había concedido a Arsa. Ahora bien, con estas transacciones, Iberia tendrá sólo una participación minoritaria directa del 5,73 % en el capital de Arsa. Además, las garantías aportadas por Iberia respecto de los préstamos contraídos por Arsa han desaparecido, salvo las garantías

(1) Comunicación de la Comisión sobre la aplicación de los artículos 92 y 93 a las adquisiciones de participaciones públicas, *Boletín de las Comunidades Europeas* nº 9 — 1984.

correspondientes a un importe de préstamo de 75 millones de dólares estadounidenses garantizado no obstante por dos Boeing 747 cuyo valor de mercado corresponde efectivamente a dicha cantidad. No obstante, es importante señalar que el pago diferido de la cesión de Austral implica un riesgo para Iberia, dado que el importe del pago efectivo que debe producirse será, como mucho, igual al de la eventual enajenación a terceros. Lo mismo cabe decir del período de «due diligence» de una duración máxima de cuatro meses durante el cual la cesión de los activos iberoamericanos puede ser puesta en tela de juicio. Sin embargo, en relación con esta última cuestión, se debe tener en cuenta el hecho de que, según las autoridades españolas, de la inyección de capital notificada de 87 000 millones de pesetas, Teneo sólo abonará a Iberia inmediatamente después de la presente Decisión 36 685 millones. El resto de la inyección de capital prevista, es decir, 50 315 millones de pesetas, se transferirá tan pronto como se haya efectuado el segundo pago del producto de la venta a Andes Holding BV de Interinvest y de Ladeco, una vez expirado el período de «due diligence».

Por lo que se refiere a la inyección de capital de 87 000 millones de pesetas, el método utilizado habitualmente para medir el carácter racional de una inversión consiste en comparar su importe con el de los ingresos que va a generar. Cabe señalar que la circunstancia de que la inyección de capital en cuestión sirva en parte para financiar el objetivo social de reducción de plantilla, cuyo coste se evalúa en 36 685 millones de pesetas, es irrelevante para la evaluación que debe realizar la Comisión.

Comparar la inversión inicial de 87 000 millones de pesetas con el rendimiento esperado de dicha inversión en aplicación del principio del inversor racional en economía de mercado implica en el presente caso, por una parte, determinar el valor del grupo Iberia a medio plazo y, por otra parte, evaluar el tipo de rendimiento mínimo que exigiría normalmente un inversor para realizar dicha inversión. En efecto, el rendimiento generado por la inyección de capital procede esencialmente de la plusvalía adquirida por la empresa en el curso de los próximos años, ya que la compañía no tendrá que distribuir dividendos antes de 1999. La plusvalía es igual a la diferencia entre el valor del grupo a medio plazo y su valor actual. Ahora bien, este último es nulo, en opinión de los analistas financieros consultados. En consecuencia, evaluar la racionalidad de la inversión equivale en este caso a comparar su importe con el valor probable de la empresa a medio plazo, actualizado con el tipo de rendimiento mínimo que exigiría un inversor.

Para determinar el valor de una empresa, el cálculo realizado habitualmente para este tipo de operaciones consiste en multiplicar el «cash flow de un año tipo» por un coeficiente que actualice el conjunto de los «cash flow» futuros.

Del valor de los activos así determinado debe a continuación deducirse el importe de la deuda para obtener el valor de los recursos propios. El coeficiente multiplicador aplicado al beneficio en un año tipo depende a la vez del tipo de crecimiento medio del «cash flow» para el conjunto de los años futuros y del tipo de actualización considerado. Este último no es sino el coste medio ponderado del capital («Weighted Average Cost of Capital») para la empresa de que se trate, que tiene en cuenta a la vez el coste de la deuda y el coste de los recursos propios. Si bien el coste de la deuda resulta bastante fácil de evaluar, ya que basta con recurrir al tipo aplicado a los préstamos concedidos a la empresa, no puede decirse lo mismo del coste de los recursos propios («Cost of Equity»). Este último se estima con ayuda del «Capital Asset Pricing Model» (CAPM). Según este modelo, el coste de los recursos propios es igual al tipo sin riesgo sobre el mercado de que se trate, incrementado por la prima de riesgo de dicho mercado multiplicada por un coeficiente «beta». El coeficiente beta («equity beta») corresponde al rendimiento exigido por el mercado en un sector concreto, directamente medido refiriendo los resultados de las empresas de dicho sector a sus valores en bolsa y corregido por la estructura de financiación («gearing») de la empresa en cuestión. Cabe señalar que el coste medio ponderado del capital así definido no toma en consideración de otra forma el riesgo particular propio de cada empresa.

Este ha sido el planteamiento seguido por la Comisión en el presente asunto. El horizonte que se debe considerar para estimar el valor probable del grupo Iberia a medio plazo es el año 1999, puesto que la empresa dispone de proyecciones financieras hasta esa fecha que, por un lado, es bastante lejana para permitir que la inyección de capital produzca todos sus efectos en el marco del proceso de recuperación y, por otro lado, es bastante próxima para reducir la incertidumbre sobre la fiabilidad de los proyecciones. Estas últimas están basadas en hipótesis de crecimiento prudentes, ya que los ingresos de explotación de Iberia sólo deberían aumentar, según dichas proyecciones, un 4,6 % al año en moneda corriente de 1994 a 1999 para llegar a 539 100 millones de pesetas en esta última fecha. Esta hipótesis implican que Iberia perderá cuota de mercado durante este período. A título de información, los índices de crecimiento anual del transporte aéreo mundial, en pasajeros-kilómetros, ascendieron, respectiva y aproximadamente, a 4,0 % y 5,4 %, durante los cinco y diez últimos años, y los analistas prevén un crecimiento medio del 6,0 % anual para los próximos cuatro años. Siempre en 1999, los resultados de explotación de Iberia serían de + 55 500 millones de pesetas y sus resultados netos antes de impuestos, + 46 900 millones. Estos resultados implican la prosecución satisfactoria del proceso de recuperación basado en la reducción de los costes de explotación.

A partir de las cuentas de resultados proyectadas para 1999, adaptadas y corregidas en algunos puntos, se han podido determinar para dicha fecha un beneficio y un «cash flow» en año tipo. Sin embargo, a falta de cotización en bolsa de las acciones de Iberia, no es posible determinar directamente el valor del coeficiente beta de la empresa. El coeficiente beta utilizado de 1,39 («equity beta») procede de un análisis que incluye una veintena de compañías aéreas de Europa y del mundo y que tiene en cuenta también la estructura financiera de Iberia en 1999, así como las consecuencias sobre dicha estructura de las cesiones de activos a Andes Holding BV. A este respecto, la Comisión considera que Iberia recibirá en su totalidad el producto de la venta de Austral tras su cesión por Andes Holding BV. En cambio, la inyección de capital de 20 000 millones de pesetas que Teneo se propone efectuar en 1997 no se ha tomado en consideración. El índice sin riesgo en el mercado español y la prima de riesgo propia de dicho mercado se han fijado respectivamente en 10,7 % y 7 %. Sobre estas bases, el coste de los recursos propios se establece en 20,4 % y el coste medio ponderado del capital de Iberia en 14,42 % en 1999. Además, el índice de crecimiento medio del «cash flow» de Iberia considerado por la Comisión a partir de 1999 varía entre el 4 % y el 4,5 % en moneda corriente. Esta es una hipótesis razonable, puesto que con un índice medio de inflación estimada en 3 %, corresponde a un crecimiento real ligeramente superior al 1 % anual. Todos estos elementos han permitido calcular el valor de mercado de los recursos propios («equity value») del grupo Iberia en 1999, a saber, 246 000 o 267 000 millones de pesetas, según se utilice en índice de crecimiento de 4 % o de 4,5 %.

La Comisión opina que el tipo anual de rendimiento mínimo («hurdle rate») que exigiría un inversor que actuara según las leyes del mercado para realizar esta inyección de capital es como mínimo del 30 %, debido a la importancia de la suma comprometida y, sobre todo, a los riesgos de la operación. Esta tasa mínima del 30 %, aparentemente muy elevada y considerablemente superior a los tipos de mercado, tiene en cuenta en efecto las no desdeñables probabilidades de que el programa no se desarrolle tal como se había previsto y de que el rendimiento real resulte ser en definitiva más bajo. En todo caso, el tipo tiene que ser superior al coste de los recursos propios, dado que este último no tiene en cuenta todos los riesgos vinculados a la compañía. Ahora bien, a pesar de la casi desaparición de los riesgos vinculados a sus compromisos en Arsa y a la sustancial mejora de sus resultados de explotación durante el año 1994 y durante el primer semestre de 1995, Iberia es una empresa cuyo riesgo específico sigue siendo muy elevado. Las incertidumbres siguientes pesan en particular sobre la prosecución de la recuperación de la compañía, sobre su rentabilidad a largo plazo y sobre las proyecciones financieras en el horizonte de 1999 sobre las que se basa el cálculo del valor de la empresa en dicha fecha:

- el programa de adaptación no ha concluido; la reducción de plantilla prevista, en particular, no ha empezado todavía;
- la compañía ha atravesado recientemente un período de dificultades sociales que se han traducido en particular en frecuentes huelgas de pilotos. Estos movimientos sociales, además de su coste directo para la contabilidad de Iberia, deterioran la imagen de la compañía a los ojos de la clientela y podrían obstaculizar las posibilidades de conseguir las mejoras de productividad previstas por el programa;
- el programa, en su forma actual, concluye a final de 1996. En esa fecha, Iberia no habrá alcanzado aún los niveles de productividad y eficacia de sus principales competidores comunitarios. Entonces se deberá elaborar y negociar con los interlocutores sociales un nuevo plan de reducción de costes. En el momento actual no se puede prever el resultado de estas negociaciones;
- hay dudas sobre la existencia y las modalidades de intervención de futuros socios exteriores que aún hay que elegir;
- los efectos de la liberalización de las actividades de transporte aéreo y de asistencia en tierra («handling») en Europa sobre la rentabilidad a largo plazo de Iberia no pueden todavía evaluarse en su totalidad.

También el consultor designado por la Comisión considera que el tipo anual de rendimiento mínimo, definido en el párrafo anterior, que exigiría un inversor en este caso es al menos de 30 %, ya que propone unos límites entre el 30 % y el 40 %. La Comisión opina que un índice superior a 30 % podría ser considerado por un inversor que actuase a corto o a medio plazo en un marco estrictamente financiero. No obstante, de acuerdo con la citada jurisprudencia del Tribunal de Justicia, la Comisión debe tener en cuenta que el holding Teneo no pretende rentabilizar su capital a corto o medio plazo, sino que persigue una estrategia y unos objetivos de política económica a largo plazo respecto de una empresa cuyas bazas y posibilidades pretende potenciar en un sector en constante expansión, en particular gracias a una alianza con un socio externo. Las bazas son principalmente: una preparación técnica y comercial, una marca conocida en todo el mundo, una red centrada en Europa e Iberoamérica y una fuerte presencia en España, país que genera el volumen de tráfico de ocio más importante de Europa. Además, la constante mejora de los resultados de explotación de Iberia desde hace ahora dos años demuestra la eficacia y seriedad del programa de adaptación, basado principal-

mente en una reducción de los costes de explotación. En este sentido, es especialmente significativa la afirmación del Gobierno español según la cual la reducción de costes constituye un objetivo fundamental del programa de adaptación a los ojos de Iberia y de Teneo, que además consideran esencial proseguir el esfuerzo de reducción de costes más allá de 1996. Además, de acuerdo con la información que obra en poder de la Comisión, los esfuerzos de productividad y de reducción de costes desplegados por Iberia deberían permitirle reducir considerablemente para 1998 la diferencia existente hoy en día entre esta última y el promedio de las compañías siguientes: British Airways, KLM, Lufthansa y Air France. Por otra parte, el compromiso de las autoridades españolas de que, si los objetivos del programa de adaptación no se alcanzan, Teneo e Iberia cubrirán la posible necesidad de recursos adicionales mediante una mayor reducción de costes, desinversiones o recurriendo a inversores privados, parece un factor adicional de disminución del riesgo.

En definitiva, la inversión de 87 000 millones de pesetas se sitúa en la parte inferior del valor de los recursos propios del grupo Iberia en 1999, estimado con arreglo al método antes expuesto y actualizado para un período de 4 años con una tasa de rendimiento anual de 30 %. De ello se deriva que la inyección de capital en cuestión cumple con el principio del inversor en economía de mercado.

Con carácter subsidiario y para perfeccionar su análisis, la Comisión ha estudiado también las necesidades de Iberia en recursos propios. A este respecto, de la información que obra en poder de la Comisión se puede deducir que Iberia tendrá que hacer frente en los próximos meses al coste del plan social de reducción de plantilla y a varios vencimientos de reembolso de préstamos. A pesar de la constante mejora del «cash flow» generado por la explotación, la situación de tesorería de la compañía no le permite hacer frente a todas estas obligaciones, de forma que la necesidad de una aportación de dinero a corto plazo asciende como mínimo a 48 000 millones de pesetas. Por otra parte, el ratio «deuda-fondos propios» de la compañía es mucho más elevado que el de las otras compañías europeas, como se ha demostrado al final del punto I. Cabe señalar al respecto que las cesiones de activos realizadas por Iberia al ceder determinadas participaciones financieras a Andes Holding B.V, aunque han supuesto una aportación neta de dinero nuevo, no han permitido modificar sensiblemente la estructura del pasivo del balance de la compañía, ya que dichas cesiones han supuesto por el contrario una pérdida contable neta. Ahora bien, el sobreendeudamiento de Iberia y la debilidad de sus recursos propios exigen, al menos por tres razones, restablecer una estructura financiera más saneada aumentando los recursos propios. En primer lugar, hay que tranquilizar a los acreedores actuales y futuros de la compañía, en especial a los bancos, cuyos fondos son vitales para la supervivencia de la empresa y que podrían tener la tentación de retirarse bruscamente o de exigir

tipos de interés prohibitivos en una situación caracterizada por la debilidad de los recursos propios. La Comisión recuerda que consideraría como una ayuda estatal ilegal, por no notificada, cualquier garantía de pago que se concediera explícita o implícitamente a los acreedores de Iberia por Teneo o por cualquier otra entidad pública<sup>(1)</sup>. En segundo lugar el pasivo del balance de Iberia debe ser saneado para atraer a corto o medio plazo a socios privados en condiciones satisfactorias para la compañía y para su accionista Teneo. Por último, una inyección de capital por valor superior a las necesidades de tesorería a corto plazo constituye una clara indicación, en especial respecto del personal de la empresa inquieto tras varios años de dificultades, de la confianza de Teneo en el futuro de Iberia. En estas circunstancias, habida cuenta de que el Gobierno español ha indicado expresamente que los fondos abonados se utilizarán exclusivamente para cubrir los costes de reducción de personal o para reducir la deuda sobre una base comercial, la cantidad de 87 000 millones de pesetas, que cubre en cualquier caso las necesidades de Iberia a corto plazo, parece así mismo conforme a la estrategia seguida a más largo plazo por Teneo respecto de su filial.

También se debe señalar que, a pesar de la ampliación de capital de 87 000 millones de pesetas, el ratio «intereses financieros-volumen de negocios» de Iberia seguirá siendo hasta 1998 netamente superior a la media de los de British Airways, KLM y Lufthansa. Así mismo, el «gearing» de Iberia, definido como la relación entre la suma de la deuda bancaria y del «leasing» por un lado y el total de fondos propios por otro seguirá siendo durante ese mismo período considerablemente más elevado que la media de los de esas tres compañías competidoras.

De todo lo expuesto se deduce que las diferentes transacciones relativas a la sociedad Andes Holding BV, así como la inyección de capital de 87 000 millones de pesetas efectuada por el holding Teneo a favor de la compañía Iberia, no son ayudas estatales a efectos del apartado 1 del artículo 92 del Tratado y del apartado 1 del artículo 61 del Acuerdo. En consecuencia, procede no formular objeciones respecto de las citadas operaciones y concluir el procedimiento. En la adopción de la presente Decisión se han tenido en cuenta, en particular, los compromisos siguientes del Gobierno español:

- en la hipótesis de que Iberia pueda ejercitar su opción de recompra de las participaciones iberoamericanas vendidas a Andes Holding BV durante los dos primeros años siguientes a la cesión de las mismas, incluso durante el período de «due diligence», la compañía se compromete a no hacerlo a menos que:
  - a) el valor de mercado de los recursos propios del Grupo sea igual o superior al 30 % del valor de

<sup>(1)</sup> Véase la carta dirigida por la Comisión a los Estados miembros el 5 de abril de 1989. Referencia SG(89)D/4328.

empresa del grupo («Group's enterprise value»), entendiéndose por tal el valor de la capacidad de generación de beneficios de los activos agregados; y b) un inversor privado participe directa o indirectamente con un grado significativo en la operación. Estas mismas condiciones se aplicarán también durante el tercer año siguiente a la cesión en caso de que Iberia presente la oferta de compra más interesante. Sin embargo, no serán aplicables si Iberia ejercita su opción de recompra para la venta inmediata de las participaciones a un tercero;

- Teneo participará en Andes Holding BV como accionista y como prestamista en la mismas condiciones que los demás socios y prestamistas privados y en términos de mercado. La sociedad Andes Holding BV adoptará sus decisiones por mayoría de sus miembros de conformidad con los acuerdos adoptados por las partes y con la legislación inglesa y neerlandesa aplicable. Si en el futuro y como consecuencia del desarrollo comercial de la Andes Holding BV, Teneo llegará a ser titular de cualquier activo de Andes Holding BV, el Gobierno español se compromete a asegurar que Teneo procederá a continuación a vender dichos activos a terceros. Aparte de sus derechos y obligaciones en Andes Holding BV, tal y como vienen descritos en los documentos de los acuerdos, Teneo no comprará activos de Andes Holding BV;
- ninguna entidad o empresa pública española que no sean Iberia y Teneo participará en las transacciones relativas a Andes Holding BV ni adquirirá activos de Andes Holding BV;
- la ampliación de capital autorizada se utilizará exclusivamente para: a) cubrir los costes de reducción de plantilla, o b) reducir deuda. Se presentará a la Comisión un informe sobre la ejecución del plan de deudas. Dicho informe expondrá detalladamente los préstamos que deban reembolsarse y la utilización de los fondos de que se haya dispuesto gracias a la disminución de los gastos financieros. Los fondos procedentes de la inyección de capital no podrán utilizarse en ningún caso de forma que obstaculicen el programa de reducción de costes de Iberia o que permitan un cambio significativo de su estrategia global de tarificación y de la capacidad de su flota;
- los fondos necesarios para el pago de todos los costes de reducción de plantilla (36 685 millones de pesetas) se transferirán a Iberia inmediatamente después de la presente Decisión. El resto de la ampliación de capital será, en cambio, desembolsado tan pronto como se haya efectuado por Andes Holding BV el segundo pago relativo a la venta de Interinvest y Ladeco (véase *supra*);

- Iberia y Teneo consideran que la reducción de costes es un objetivo fundamental del programa de adaptación y que es esencial continuar con los esfuerzos de reducción de costes más allá de 1996;
- en el caso de que no se alcancen los objetivos del programa de adaptación e Iberia necesite, por consiguiente, capital adicional, Teneo e Iberia cubrirán sus necesidades financieras a través de mayores reducciones de costes, desinversiones o inyecciones de capital que impliquen de forma significativa a inversores privados.

La Comisión ha tomado asimismo nota de la voluntad de las autoridades españolas de proceder a una inyección de capital adicional por valor de 20 000 millones de pesetas en el curso del primer trimestre de 1997 y de realizar esta nueva inyección de capital sólo si se alcanzan los ocho criterios y objetivos cifrados enumerados en el anterior punto VI. El cumplimiento de dichos objetivos y criterios se verificará en función de la contabilidad de Iberia para los ejercicios 1995 y 1996, auditada de acuerdo con las normas previstas por la legislación española. La inyección de capital adicional se notificará a la Comisión, quien la examinará a la vista del principio del inversor en economía de mercado, tomando fundamentalmente en consideración el cumplimiento de los criterios y objetivos citados. No obstante, la Comisión tendrá también en cuenta la existencia eventual de otros elementos de evaluación, en especial respecto de las proyecciones financieras establecidas para el período 1997-2001 la situación de Iberia y del grupo respecto de sus principales competidores y otros factores esenciales de riesgo.

#### CONSIDERACIONES GENERALES

De forma general, la Comisión recuerda que, en virtud del apartado 3 del artículo 93 del Tratado, debe ser informada previamente de toda operación que pueda contener elementos de ayuda estatal. Por otra parte, la Comisión subraya que, en el supuesto de que se le sometiere en el futuro una notificación, relativa a un proyecto de ayuda, debería tomar en consideración todos los elementos pertinentes y, en particular, el hecho de que la compañía se haya beneficiado anteriormente de una ayuda de Estado. En tal caso, la Comisión no autorizaría la concesión de una ayuda suplementaria salvo si concurrieran circunstancias excepcionales, imprevisibles y ajenas a la compañía<sup>(1)</sup>,

<sup>(1)</sup> Aplicación de los artículos 92 y 93 del Tratado CE y del artículo 61 del Acuerdo EEE a las ayudas de Estado en el sector de la aviación, capítulos I.3 y V.2 (DO nº C 350 de 10. 12. 1994, p. 5).

HA ADOPTADO LA PRESENTE DECISIÓN:

*Artículo 1*

Las diferentes transacciones relativas a la sociedad Andes Holding BV y la inyección de capital de 87 000 millones de pesetas realizada por la sociedad Teneo a favor de Iberia no constituyen ayudas de Estado a efectos del apartado 1 del artículo 92 del Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y del apartado 1 del artículo 61 del Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo, a la vista, en particular, de los compromisos del Gobierno español

expuestos al final del antepenúltimo párrafo del anterior punto VII.

*Artículo 2*

El destinatario de la presente Decisión será el Reino de España.

Hecho en Bruselas, el 31 de enero de 1996.

*Por la Comisión*

Neil KINNOCK

*Miembro de la Comisión*

---