



**Resultados de la operación
de compra-venta
de acciones de Iberdrola
2005-2014**



Enero de 2016



CÁMARA DE
COMPTOS
DE NAVARRA
NAFARROAKO
KONTUEN
GANBERA



ÍNDICE

| | <i>PÁGINA</i> |
|---|---------------|
| I. INTRODUCCIÓN..... | 3 |
| II. OPERACIÓN DE COMPRA-VENTA DE ACCIONES DE IBERDROLA S.A. | 5 |
| III. OBJETIVO Y ALCANCE | 10 |
| IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES..... | 13 |
| IV.1. Resultado financiero | 13 |
| IV.2. Rentabilidad | 13 |
| ANEXOS | 16 |
| Anexo 1: Ingresos | 17 |
| Anexo 2: Gastos..... | 20 |
| Anexo 3: Intereses de la deuda asociada a la operación de cobertura de las acciones de Iberdrola..... | 22 |
| | |
| ALEGACIONES FORMULADAS AL INFORME PROVISIONAL | 26 |
| CONTESTACIÓN DE LA CÁMARA DE COMPTOS A LAS ALEGACIONES PRESENTADAS | |





I. Introducción

La Cámara de Comptos incluyó en su Programa Anual de 2015 la fiscalización de los resultados de la operación de compra-venta de acciones de Iberdrola por la sociedad pública Sodena S.L.

El trabajo lo ha realizado un equipo integrado por un técnico de auditoría y una auditora, con la colaboración de los servicios jurídicos, informáticos y administrativos de la Cámara de Comptos.

El informe se estructura en cuatro epígrafes, incluida esta introducción, y tres anexos. En el segundo epígrafe describimos todas las operaciones relacionadas con las acciones de Iberdrola, desde su adquisición en febrero de 2005 hasta su venta en octubre de 2014. En el tercer epígrafe indicamos los objetivos y alcance del trabajo y en el cuarto, las conclusiones y recomendaciones. Por último, en los anexos se detallan todos los flujos de gastos e ingresos asociados a la operación analizada, indicando la fecha de realización, su importe nominal, el factor de capitalización y su importe capitalizado a 31 de octubre de 2014.

Agradecemos la colaboración prestada por el personal de Sodena, S.L. para la realización del presente trabajo.

De conformidad con lo previsto en el artículo 11 de la Ley Foral 19/1984, reguladora de la Cámara de Comptos de Navarra, los resultados de este trabajo se pusieron de manifiesto, con el fin de que formularan alegaciones, a las personas que ocupaban los siguientes cargos:

- Vicepresidente y consejero de Economía y Hacienda en 2005.
- Presidente del consejo de administración de Sodena en 2005 y consejero de Industria y Tecnología, Comercio y Trabajo.
- Director general de Sodena en 2005.
- Presidenta del consejo de administración de Sodena en 2014 y consejera de Economía y Hacienda, Industria y Empleo.
- Director general de Sodena en 2014.
- Presidente del consejo de administración de Sodena en 2015 y consejero de Desarrollo Económico.
- Directora gerente de Sodena en 2015.
- Director financiero y de control de la Corporación Pública Empresarial de Navarra.

Han presentado alegaciones, en el plazo fijado por la Cámara de Comptos, el director general de Sodena en 2005, el presidente del consejo de administración





de Sodena en 2015 y consejero de Desarrollo Económico y el director financiero y de control de la Corporación Pública Empresarial de Navarra.

Las alegaciones presentadas por el director financiero y de control de la Corporación Pública Empresarial de Navarra se han incorporado al informe definitivo por lo que no se transcriben. En el texto del citado informe se indica expresamente el párrafo modificado de acuerdo con dichas alegaciones.





II. Operación de compra-venta de acciones de Iberdrola S.A.

Compra

La Sociedad de Desarrollo de Navarra (Sodena, S.L.) adquirió el 10 de febrero de 2005 el uno por ciento del capital social de la empresa Iberdrola, esto es, 9.015.492 acciones por un importe total de 173.556.238 euros.

El vicepresidente y consejero de Economía y Hacienda del Gobierno de Navarra en 2005 instó al presidente de Sodena a iniciar las acciones tendentes a materializar la operación y en una carta remitida el 8 de febrero de 2005 expresaba que Iberdrola se configuraba como la opción más válida y adaptada a una inversión pública estratégica en el mercado energético, atendiendo “no sólo potenciales rendimientos económicos o sectoriales sino buscando la estabilidad del mercado, la garantía de disponibilidad presente y futura y el valor y calidad esencial del servicio”.

El objeto social de Sodena es, entre otros, promover inversiones en Navarra, a través de la participación en el capital de empresas, en un porcentaje comprendido entre un mínimo del cinco por ciento y un máximo del 45 por ciento y un plazo máximo de 10 años. Estas limitaciones pueden ser alteradas, en casos excepcionales, con la autorización del Gobierno de Navarra.

El 14 de marzo de 2005 el Gobierno de Navarra autorizó la participación en el uno por ciento del capital de Iberdrola por tiempo indefinido y declaró la operación como estratégica.

Cobertura de la operación

El 26 de mayo de 2005, Sodena contrató con una entidad financiera una operación de cobertura del valor de adquisición de las acciones en los siguientes términos:

a) Sodena compró a la entidad financiera 9.015.492 opciones de venta (put) europeas a un precio de ejercicio de 19,25 euros y con vencimiento el 18 de mayo del 2007.

b) Sodena vendió a la entidad financiera 5.011.712 opciones de compra (call) europeas a un precio de ejercicio de 20,67 euros y con vencimiento del 18 de mayo del 2007.

Se estableció que la forma de liquidación tanto de las puts como de las calls se realizaría mediante la entrega física o por diferencias según determinara Sodena.

El 18 de mayo de 2007, fecha de vencimiento de las opciones, las acciones de Iberdrola cotizaban a un precio superior a 19,25 euros y por tanto Sodena no ejercitó su opción de venta.





Sin embargo, como el precio de cotización también era superior a 20,67 euros, la entidad financiera ejerció su derecho de compra.

El Consejo de Administración de Sodena acordó con fecha 28 de marzo de 2007 no proceder a la venta de acciones y liquidar por diferencias las calls.

El 21 de mayo de 2007, Sodena abonó a la entidad financiera 90.956.308,16 euros por la liquidación correspondiente a 5.011.712 acciones a un precio de 18,14875 euros, resultante de la diferencia entre el precio medio de las acciones durante los 10 días hábiles anteriores a la fecha de vencimiento (38,82) y el precio de ejercicio de la opción al vencimiento (20,67).

Por tanto, el coste total de adquisición de las 9.015.492 acciones, considerando la operación de cobertura, fue de 264.512.546 euros.

Financiación

a) La compra de acciones se financió con fondos propios de Sodena, procedentes de la venta de la participación en la empresa Corporación Hidroeléctrica de Navarra, S.A. (CEHN)

En 2003 Sodena vendió el 13,46 por ciento de su participación en CEHN adquirida por 1.190.821 euros por 80.096.199 euros, obteniendo un beneficio de 78.905.378 euros.

A finales de 2004 Sodena vendió el resto de su participación en CEHN (39,58 por ciento), adquirida por un coste total de 48.109.906 euros, por 307.147.901 euros, obteniendo un beneficio de 259.037.995 euros. Además, cobró unos precios adicionales por consecución de hitos en relación con los beneficios de CEHN en los años 2006 y 2007 de 14.624.900 euros.

El beneficio total que obtuvo Sodena por la venta de su participación en la empresa Corporación Hidroeléctrica de Navarra, S.A. ascendió a 352.568.274 euros. Con cargo a estos resultados, Sodena, S.A. distribuyó dividendos por un total de 150 millones de euros en los años 2003 y 2004.

b) La liquidación de la operación de cobertura de las acciones de Iberdrola se financió con un crédito sindicado de 120 millones de euros, con prenda de acciones, que Sodena había concertado el 26 de mayo de 2005 a un tipo de interés variable, referenciado al euríbor a seis meses más un diferencial del 0,375. Dicho crédito se contrató para garantizar la capacidad inversora de Sodena.

En mayo de 2008, Sodena canceló la línea de crédito de 120 millones de euros y simultáneamente contrató seis cuentas de crédito con prenda de acciones de Iberdrola por un límite de disposición conjunto de 140 millones de euros a un tipo de interés variable, referenciado al euríbor a tres meses más un diferencial comprendido entre el 0,35 y el 0.50, dependiendo de la entidad financiera.





El 18 de marzo de 2014, Sodena S.L. suscribió un acuerdo marco de refinanciación de 165 millones de euros con cinco entidades financieras.

El 27 de marzo de 2014, la empresa pública Corporación Pública Empresarial de Navarra, S.A.U. amplió capital en Sodena por importe de 30 millones con la finalidad de amortizar parte de la deuda de Sodena con las cinco entidades financieras. La cantidad refinanciada de 135 millones, resultante una vez amortizados 30 millones, se estructuró en los siguientes dos contratos:

- Préstamo por 102,5 millones de euros, tipo bullet (al vencimiento), con vencimiento el 31 de diciembre de 2017 a un tipo de interés fijo que oscila entre el 1,952 y el 2,196 por ciento.

- Crédito por 32,5 millones de euros con vencimiento el 31 de diciembre de 2014, renovable por periodos anuales hasta el 31 de diciembre de 2017 a un tipo de interés del euríbor a 12 meses más un diferencial de 375 puntos básicos.

La refinanciación de la deuda de Sodena presentaba las siguientes garantías:

- Pignoración de las acciones de Iberdrola titularidad de Sodena.
- Carta de compromisos emitida por el Gobierno de Navarra

Venta de acciones

El 8 de octubre de 2007 Iberdrola ejecutó un desdoblamiento de acciones (Split) en la proporción de cuatro títulos nuevos por uno antiguo, reduciendo el valor nominal de las acciones de tres a 0,75 euros. Tras esta operación, Sodena pasó a tener 36.061.968 acciones de un valor nominal de 0,75 euros, sin coste adicional alguno.

a) Entrega de acciones para la reducción de capital de Sodena

A 31 de diciembre de 2007, la composición y propietarios del capital de Sodena era la siguiente:

| Capital | 2007 |
|-------------------------|------------|
| Gobierno Navarra | 65,42% |
| TME 2001 Corpcan SL (1) | 20% |
| Nafinco SA | 14,58% |
| Total capital | 18.223.522 |
| Número acciones | 303.220 |
| Valor nominal | 60,1 |

(1) Su único accionista era el Grupo Corporativo Empresarial de Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Navarra

Con objeto de la reducción de la participación del 20 al 2,44 por ciento de TME 2001 Corpcan SL en el capital de Sodena, el 12 de marzo de 2008 Sodena redujo su capital social y entregó al citado accionista 7.212.394 acciones de Iberdrola a un precio de cotización de 10,04 euros y una deuda de 20.636.460





euros asociada a las acciones. La deuda se calculó aplicando al crédito de 90.956.308 euros dispuesto para financiar la liquidación de la operación de cobertura de las acciones, el porcentaje de participación de la entidad financiera en el capital de Sodena, cuantía a la que se añadieron los intereses devengados y el dividendo implícito no cobrado hasta la fecha de reducción del capital.

El capital de Sodena se redujo en 3,28 millones de euros, de 18,22 millones a 14,94 millones de euros, y la entrega de las acciones se realizó con cargo a reservas de la sociedad pública que disminuyeron en 28,99 millones, de 190,06 millones a 161,07 millones de euros.

Por tanto, a partir del 12 de marzo de 2008, Sodena era propietaria de 28.849.574 acciones de Iberdrola.

En el cuadro siguiente se recoge la evolución del precio de las acciones al cierre de cada ejercicio.

| Año | Nº acciones | Coste total adquisición | Seguro | Coste total | Coste total por acción | Precio mercado acción | Deterioro |
|--------------|-------------|-------------------------|-------------|--------------------|------------------------|-----------------------|-------------------|
| 2005 | 9.015.492 | 173.556.238 | | 173.556.238 | 19,25 | 23,09 | |
| 2006 | 9.015.492 | 173.556.238 | | 173.556.238 | 19,25 | 33,12 | |
| 2007 (1) | 36.061.968 | 173.556.238 | 90.956.308 | 264.512.546 | 7,33 | 10,4 | |
| 2008 (2) | 28.849.574 | 138.844.989 | -18.191.263 | 211.610.034 | 7,33 | 6,54 | 22.933.820 |
| 2009 | 28.849.574 | 138.844.989 | | 211.610.034 | 7,33 | 6,67 | -3.750.445 |
| 2010 | 28.849.574 | 138.844.989 | | 211.610.034 | 7,33 | 5,74 | 26.830.104 |
| 2011 | 28.849.574 | 138.844.989 | | 211.610.034 | 7,33 | 4,84 | 25.993.466 |
| 2012 | 28.849.574 | 138.844.989 | | 211.610.034 | 7,33 | 4,20 | 18.579.126 |
| 2013 | 28.849.574 | 138.844.989 | | 211.610.034 | 7,33 | 4,63 | -12.693.812 |
| Total | | | | 211.610.034 | | | 77.892.259 |

(1) Split 4 por 1 de acciones de Iberdrola

(2) Reducción de capital de Sodena con entrega de acciones de Iberdrola y de la deuda asociada a la operación de cobertura a TME 2001 Corpcan SL.

b) Venta de acciones

En el año 2014, entre abril y octubre, Sodena, tal como se refleja en el anexo 1 de este informe, vendió la totalidad de acciones de Iberdrola, 28.849.574 acciones por un importe total bruto de 154.375.068 euros, lo que supone un precio medio bruto de 5,35 euros por acción, precio inferior al coste de adquisición, incluida la cobertura, de 7,33 euros.

Con los ingresos obtenidos en la venta de las acciones, Sodena S.L canceló 135 millones de deuda.

Una de las condiciones de la refinanciación de la deuda de Sodena era que ésta estaba obligada a vender las acciones de Iberdrola a través de las entidades financieras con las que firmó el acuerdo de refinanciación, si superaban el precio de cotización establecido, si bien Sodena podía vender las acciones sin es-





perar a que el precio de cotización alcanzara los tramos establecidos. En cualquier caso, el importe obtenido por la venta se destinaría a la cancelación de la deuda. Sodena vendió el primer 60 por ciento de las acciones conforme a las condiciones pactadas con las entidades financieras en el acuerdo de refinanciación de la deuda. El 40 por ciento restante de las acciones se vendieron a un precio bruto de 5,50 euros, inferior a los precios acordados en el citado acuerdo, que estaban comprendidos entre 6 y el 6,75 euros.¹

Al respecto, en el consejo de Administración de Sodena celebrado el 23 de octubre de 2014, su presidenta propuso que “dada la cotización actual de las acciones de Iberdrola, próxima al 5,50 euros por acción, y estando pendientes de venta el 40 por ciento del conjunto de acciones adquiridas por la sociedad en su día, ve oportuno proceder a la venta de las mismas de forma inmediata”

El director gerente de Sodena no consideró conveniente aceptar la propuesta desde un punto de vista económico y manifestó que “la rentabilidad por dividendos de dichas acciones es muy superior al coste de la financiación que se espera cancelar con el producto de su venta”.

Todos los consejeros mostraron su conformidad con la propuesta de la presidenta de proceder a la enajenación de la totalidad de las acciones restantes.

Los precios de cotización a partir de los cuales debía procederse a la venta del porcentaje o número de acciones establecido eran los siguientes:

| % acciones | Nº acciones | Valor cotización igual o superior |
|------------|-------------|-----------------------------------|
| 20 | 5.769.915 | 4,813 |
| 10 | 2.884.957 | 5,00 |
| 10 | 2.884.957 | 5,25 |
| 10 | 2.884.957 | 5,50 |
| 10 | 2.884.957 | 5,75 |
| 10 | 2.884.957 | 6,00 |
| 10 | 2.884.957 | 6,25 |
| 10 | 2.884.957 | 6,50 |
| 10 | 2.884.957 | 6,75 |
| 100 | 28.849.574 | |

¹ Párrafo modificado por la alegación presentada por el director financiero y de control de la Corporación Pública Empresarial de Navarra.





III. Objetivo y alcance

El objetivo de la fiscalización es calcular el resultado y la rentabilidad que Sodena obtuvo en la operación de compra-venta de las acciones de Iberdrola.

El alcance del trabajo comprende el periodo 2005-2014, desde la adquisición de las acciones hasta su venta.

La fiscalización se ha realizado de acuerdo con los principios y normas de auditoría del Sector Público aprobados por la Comisión de Coordinación de los Órganos Públicos del Control Externo del Estado Español y las ISSAI-ES 100 de principios fundamentales de fiscalización del Sector Público aprobadas por las Instituciones Públicas de control Externo, incluyendo todas aquellas pruebas y procedimientos necesarios para cumplir el objetivo del trabajo.

1. La metodología seguida para el cálculo del resultado financiero ha sido la siguiente

- Se han considerado los siguientes flujos financieros netos directamente relacionados con la operación: coste de adquisición, coste de cobertura, gastos de custodia, dividendos netos cobrados, retenciones practicadas a los dividendos recuperadas a través del impuesto de sociedades, reducción de capital de Sodena mediante entrega de acciones de Iberdrola, ingresos netos de la venta y carga financiera del crédito aplicado a la financiación de la operación de cobertura del precio de las acciones. No se han considerado los ingresos por la deuda dispuesta para financiar la operación analizada ni las amortizaciones de la misma.

- No se ha tenido en cuenta el coste de oportunidad correspondiente a los beneficios económicos o sociales que se hubieran obtenido invirtiendo el importe destinado a la compra de las acciones en otras actuaciones públicas.

- La operación de reducción de capital mediante la entrega de acciones se ha incluido como un ingreso por venta de acciones al precio de cotización del día de su formalización.

- Respecto al crédito de 120 millones concertado en 2005, se ha imputado la carga financiera de 90.956.308 euros dispuestos en mayo de 2007 para liquidar la operación de cobertura de las acciones y la carga financiera de 70.319.848 euros desde marzo de 2008, fecha en que Sodena redujo capital, entregando acciones de Iberdrola y el crédito asociado a las mismas.

En el periodo de marzo de 2008 a 31 de marzo de 2014, la carga financiera del crédito de 70.319.848 euros se ha calculado sobre el importe resultante de la suma del capital y los intereses liquidados en el ejercicio anterior, dado que dichos intereses incrementaban el crédito dispuesto. Se ha aplicado en cada periodo de liquidación de intereses, el interés y el diferencial, ambos ponderados,





en función del volumen de deuda concertado con cada una de las seis entidades financieras.

Desde el 1 de abril de 2014, fecha en que se refinancia la deuda, se ha imputado el interés acordado con cada entidad financiera.

- A fin de eliminar el efecto de la inflación y homogeneizar el poder adquisitivo de magnitudes liquidadas en diferentes periodos de tiempo, se han capitalizado todos los gastos e ingresos asociados a las acciones de Iberdrola, detallados en los anexos de este informe, con el IPC acumulado desde el mes siguiente a su liquidación hasta 31 de octubre de 2014, fecha de venta del último paquete de acciones.

Por tanto, el factor de capitalización empleado para calcular el importe de una operación en una fecha posterior ha sido el IPC acumulado en el periodo comprendido entre el mes siguiente a la realización de la operación y 31 de octubre de 2014.

Así mismo, se han actualizado a 31 de octubre de 2014 las retenciones practicadas sobre los dividendos, que se recuperarán en la liquidación del impuesto de sociedades en 2015 y 2016. El factor de actualización para calcular el valor en una fecha anterior a la de recuperación de las retenciones ha sido el IPC acumulado en el periodo comprendido entre el 31 de octubre de 2014 y la fecha de recuperación de las retenciones.

El IPC se ha obtenido de la información publicada por el Instituto Nacional de Estadística sobre la variación de dicho índice entre dos periodos cualesquiera y para la Comunidad Foral de Navarra.

El resultado financiero de la operación se ha calculado por diferencia entre los ingresos y los gastos de la misma, expresados ambos en valores reales o euros constantes, esto es, descontada la inflación, a 31 de octubre de 2014.

2. La metodología seguida para el cálculo de la Tasa Interna de Rentabilidad de la inversión ha sido la siguiente:

La Tasa Interna de Rentabilidad (TIR) de un proyecto se define como el tipo de descuento que hace que el valor actual de una inversión sea cero, igualando en el periodo analizado los flujos de ingresos y desembolsos. En su cálculo no suele incluirse la carga financiera de la deuda asociada a la financiación de la inversión, a fin de no condicionar su viabilidad a las fuentes de financiación empleadas.

Teniendo en cuenta dicho criterio, hemos calculado la TIR imputando todos los flujos de gastos e ingresos relacionados con las acciones de Iberdrola, excepto la carga financiera de la deuda dispuesta para la financiación de la liquidación de la operación de cobertura del valor de las acciones.





Dada la relevancia de los gastos financieros en esta operación, también hemos calculado la tasa de rentabilidad incluyendo la carga financiera de la deuda dispuesta para financiar la liquidación de la operación de cobertura del valor de las acciones, no así los ingresos por los importes dispuestos ni los desembolsos por la amortización de dicha deuda.

En ambos casos, se han considerado los flujos de gastos e ingresos relacionados con la operación de compra venta de las acciones en el día de su liquidación.





IV. Conclusiones y recomendaciones

IV.1. Resultado financiero

El resultado financiero, calculado como la diferencia entre los ingresos y gastos asociados directamente a la operación de compra venta de acciones de Iberdrola, expresados en euros constantes, esto es, capitalizados todos los flujos financieros a 31 de octubre de 2014 conforme al IPC acumulado de cada periodo, fue negativo en 19.653.412 euros, tal como se muestra en el siguiente cuadro.

| Concepto | Importe capitalizado a 31/10/2014 |
|--|-----------------------------------|
| Venta de acciones | 153.389.273 |
| Entrega acciones para reducción de capital | 78.422.664 |
| Dividendos | 90.477.242 |
| Total ingresos | 322.289.178 |
| Compra de acciones | 209.655.935 |
| Cobertura del valor de adquisición de las acciones | 111.053.139 |
| Custodia de acciones | 216.502 |
| Intereses deuda asociada a la operación de cobertura | 21.017.014 |
| Total gastos | 341.942.591 |
| Resultado | -19.653.412 |

IV.2. Rentabilidad

a) La Tasa Interna de Rentabilidad de la inversión en acciones de Iberdrola, tasa para la cual se igualan, en el periodo comprendido entre la compra de acciones y su venta, los gastos de la operación a los flujos de ingresos generados ha sido:

- 1,04 por ciento anual teniendo en cuenta los gastos financieros de la deuda asociada a la financiación de la inversión, rentabilidad inferior al IPC del periodo 2005-2014 que fue del 1,96 por ciento anual.

Pese a tener una rentabilidad positiva del 1,04 por ciento anual, el resultado financiero final ha sido negativo debido a que la subida del IPC, índice al que se han capitalizado los flujos, ha sido superior. Esto es, el poder adquisitivo de los importes rescatados, pese a ser mayores que los invertidos, es menor.

b) La tasa de rentabilidad sin incluir los gastos financieros de la deuda asociada a la financiación de la inversión ha sido del 2,21 por ciento anual. Esta rentabilidad, pese a ser superior al IPC del periodo 2005-2014, es inferior al coste de la deuda entre mayo de 2007 y mayo de 2009, mayo de 2011 y 31 de marzo de 2014 e inferior también al tipo de interés de los créditos concertados el 1 de abril de 2014, tal como se puede observar en el anexo 3 de este informe.





Conclusión final

El procedimiento de adquisición de acciones de Iberdrola fue fiscalizado por la Cámara de Comptos y se recoge en el informe que la institución emitió en diciembre de 2007.

En dicho informe la Cámara concluyó que la participación en el capital social de Iberdrola S.A de hasta un uno por ciento fue una decisión del Gobierno de Navarra basada en razones denominadas “de interés estratégico” para la Comunidad Foral, ejecutada por Sodena a instancias del Gobierno, en los términos indicados y negociados previamente por el mismo.

La Cámara calificó dicha operación como atípica y no habitual dentro de la política de inversiones de Sodena.

Aunque se configuró como una operación estratégica en la que no solamente se esperaba obtener un rendimiento económico, no consta qué objetivos estratégicos se consiguieron con la compra de acciones de Iberdrola. En el informe emitido en diciembre de 2007, la Cámara recomendó: *soportar los objetivos estratégicos en análisis económicos, y recogerlos en un plan junto con las líneas de actuación y recursos precisos para su consecución, así como concretarlos y vincularlos con objetivos operativos en el corto plazo.*

El 20 por ciento de las acciones de Iberdrola se utilizó como pago en especie al accionista TME 2001 Corpcan SL de una operación de reducción de capital de Sodena.

El 80 por ciento de las acciones de Iberdrola se vendió para amortizar deuda financiera de Sodena, deuda de la cual el 69 por ciento se dispuso para financiar la liquidación de la operación de cobertura de las acciones de Iberdrola

La inversión en acciones de Iberdrola ha tenido una rentabilidad del 1,04 por ciento anual, teniendo en cuenta los gastos financieros de la deuda asociada, rentabilidad que no ha permitido recuperar el valor adquisitivo de los gastos de la inversión, dado que ha sido inferior al IPC del periodo 2005-2014, y por tanto se ha generado una pérdida de 19,65 millones en euros constantes o reales.

La inversión en acciones de Iberdrola no ha sido rentable para tasas de retorno o rentabilidad superiores al 2,21 por ciento o al 1,04 por ciento si consideramos la carga financiera de la deuda asociada a la operación analizada. El coste de financiación de la deuda de Sodena ha sido en general superior a la tasa de rentabilidad del 2.21 por ciento y, por otra parte, en el caso de la tasa de rentabilidad del 1,04 por ciento calculada incluyendo la carga financiera, no se ha llegado a una revalorización equivalente al IPC.





Recomendamos que los fondos públicos se dediquen a inversiones productivas de rentabilidad económica y social acordes con los fines que debe cumplir una Administración Pública o a proyectos empresariales estratégicos en los que Sodena S.L. fundamenta su misión.

Informe que se emite a propuesta de la auditora Asunción Olaechea Estanga, responsable de la realización de este trabajo, una vez cumplimentados los trámites previstos por la normativa vigente.

Pamplona, 21 de enero de 2016

El presidente, Helio Robleda Cabezas





Anexos





Anexo 1: Ingresos

Reducción de capital mediante la entrega de acciones

| Fecha | Nº acciones entregadas | Valoración acciones entregadas | Factor capitalización(1) | Ingresos netos capitalizados a 31/10/2014 |
|--------------|------------------------|--------------------------------|--------------------------|---|
| Marzo 2008 | 7.212.394 | 72.412.432 | 8,3 | 78.422.664 |
| Total | | | | 78.422.664 |

(1) IPC de Navarra acumulado desde abril de 2008 a octubre de 2014

Ingresos por venta de acciones

| Fecha | Nº acciones vendidas | Ingresos brutos | Ingresos Netos(1) | Factor capitalización | Ingresos netos capitalizados a 31/10/2014 |
|--------------|----------------------|-----------------|-------------------|-----------------------|---|
| Abril 2014 | 7.088.751 | 35.314.223 | 35.034.669 | -0,2 | 34.964.600 |
| Mayo 2014 | 4.121.367 | 21.464.778 | 21.346.433 | -0,4 | 21.261.047 |
| Junio 2014 | 3.214.665 | 17.620.379 | 17.521.063 | 0,4 | 17.591.147 |
| Septiembre | 2.555.247 | 14.692.770 | 14.611.401 | 0,3 | 14.655.235 |
| Octubre 2014 | 11.869.544 | 65.282.918 | 64.917.243 | 0 | 64.917.243 |
| Total | 28.849.574 | | | | 153.389.273 |

(1) Importes netos de comisiones, corretajes y gastos varios



Ingresos netos por dividendos y retenciones sobre el dividendo recuperadas
en el Impuesto de sociedades

| Concepto | Fecha cobro | Dividendo neto | Factor capitalización | Dividendo neto capitalizado a 31/10/2014 |
|--|-------------|----------------|-----------------------|--|
| Complementario 2004 | 01/07/2005 | 3.387.755 | 18,40 | 4.011.102 |
| A cuenta 2005 | 02/01/2006 | 2.812.383 | 17,20 | 3.296.113 |
| Complementario 2005 | 03/07/2006 | 3.970.301 | 14,16 | 4.532.495 |
| Retención sobre el dividendo | 18/10/2006 | 597.839 | 14,10 | 682.134 |
| A cuenta 2006 | 02/01/2007 | 3.326.717 | 15,10 | 3.829.051 |
| Prima Junta General 2007 | 15/05/2007 | 147.854 | 11,80 | 165.301 |
| Complementario 2006 | 02/07/2007 | 4.383.873 | 12,50 | 4.931.857 |
| Retención sobre el dividendo | 28/11/2007 | 1.196.944 | 9,30 | 1.308.260 |
| A cuenta. 2007 | 02/01/2008 | 3.400.644 | 10,30 | 3.750.910 |
| Prima Junta General 2008 | 21/05/2008 | 118.283 | 6,70 | 126.208 |
| Complementario 2007 | 02/07/2008 | 3.690.438 | 7,50 | 3.967.220 |
| Retención sobre el dividendo | 12/11/2008 | 1.725.024 | 8,00 | 1.863.026 |
| A cuenta. 2008 | 02/01/2009 | 3.382.901 | 10,00 | 3.721.191 |
| Prima Junta General 2009 | 21/05/2009 | 118.283 | 8,00 | 127.746 |
| Complementario 2008 | 02/07/2009 | 4.352.824 | 8 | 4.735.872 |
| Retención sobre el dividendo | 28/10/2009 | 1.582.543 | 7,50 | 1.701.234 |
| A cuenta. 2009 | 30/12/2009 | 3.382.901 | 9,00 | 3.687.362 |
| Prima Junta General 2010 | 20/04/2010 | 116.841 | 6,70 | 124.669 |
| Complementario 2009 | 02/07/2010 | 4.691.188 | 6,80 | 5.010.189 |
| Retención sobre el dividendo | 04/11/2010 | 2.466.639 | 4,60 | 2.580.104 |
| A cuenta. 2010 | 22/12/2010 | 3.411.751 | 5,80 | 3.609.632 |
| Prima Junta General 2011 | 20/06/2011 | 116.841 | 3,70 | 121.164 |
| Complementario 2010 | 13/07/2011 | 701.045 | 3,80 | 727.684 |
| Dividendo flexible 2010 | 01/08/2011 | 3.645.432 | 3,60 | 3.776.668 |
| A cuenta. 2011 | 10/01/2012 | 4.183.188 | 3,20 | 4.317.050 |
| Retención sobre el dividendo | 25/01/2012 | 1.725.081 | 3,20 | 1.780.283 |
| Complementario 2011 | 04/07/2012 | 683.735 | 0,90 | 689.889 |
| Prima Junta General 2012 | 13/07/2012 | 113.956 | 0,90 | 114.981 |
| Dividendo flexible 2011 | 23/07/2012 | 4.861.619 | 0,90 | 4.905.374 |
| A cuenta. 2012 (Dividendo Flexible) | 10/01/2013 | 4.178.243 | 0,70 | 4.207.490 |
| Retención sobre el dividendo | 20/02/2013 | 1.046.951 | 0,10 | 1.047.998 |
| Prima Junta General 2013 | 24/04/2013 | 117.418 | -0,30 | 117.066 |
| Complementario 2012 | 02/07/2013 | 704.507 | -0,20 | 703.098 |
| Dividendo flexible 2012 | 03/07/2013 | 3.750.445 | -0,20 | 3.742.944 |
| A cuenta. 2013 (Dividendo Flexible) | 13/01/2014 | 3.784.240 | 1,10 | 3.825.866 |
| Retención sobre el dividendo | 14/05/2014 | 212.044 | -0,40 | 211.196 |
| Complementario 2013 | 03/07/2014 | 352.253 | 0,60 | 354.367 |
| Dividendo flexible 2013 | 03/07/2014 | 1.644.426 | 0,60 | 1.654.293 |
| Total dividendo neto capitalizado a 31 octubre 2014 | | | | 90.172.815 |





Retenciones sobre el dividendo recuperadas en el impuesto de sociedades,
después del 31 de octubre de 2014

| Concepto | Fecha cobro | Dividendo | Factor Actualización (1) | Dividendo recuperado actualizado a 31/10/2014 |
|--|---------------|-----------|--------------------------|---|
| Retención sobre dividendo 2013 | Febrero 2015 | 179.040 | -2,5 | 183.631 |
| Retención sobre dividendo 2013 | Marzo 2015 | 8.771 | -1,7 | 8.896 |
| Retención sobre dividendo 2014 | Enero 2016(2) | 110.782 | -0,5 | 111.901 |
| Total dividendo actualizado a 31 octubre 2014 | | | | 304.427 |

(1) IPC de Navarra acumulado desde noviembre de 2014 hasta la fecha de cobro

(2) Aunque el dividendo se recuperará en enero de 2016, hemos considerado que se cobra en noviembre de 2015, último mes del que disponemos de datos sobre la evolución del IPC.





Anexo 2: Gastos

Adquisición de acciones

| Concepto | Fecha | Importe | Factor capitalización | Importe capitalizado a 31/10/2014 |
|----------------------------------|------------|-------------|-----------------------|-----------------------------------|
| Compra | 10/02/2005 | 173.556.238 | 20,8 | 209.655.935 |
| Total compra capitalizada | | | | 209.655.935 |

Cobertura de las acciones

| Concepto | Fecha | Importe | Factor capitalización | Importe capitalizado a 31/10/2014 |
|--|------------|------------|-----------------------|-----------------------------------|
| Comisión | 01/07/2005 | 25.000 | 18,4 | 29.600 |
| Prima neta | 01/07/2005 | 2.650.555 | 18,4 | 3.138.257 |
| Prima neta | 03/01/2006 | 2.362.059 | 17,2 | 2.768.333 |
| Comisión | 03/07/2006 | 25.000 | 14,6 | 28.650 |
| Prima neta | 03/07/2006 | 2.966.097 | 14,6 | 3.399.147 |
| Liquidación operación cobertura | 21/05/2007 | 90.956.308 | 11,8 | 101.689.152 |
| Total operación de cobertura capitalizada | | | | 111.053.139 |

Gastos de custodia de las acciones

| Fecha | Importe | Factor capitalización | Importe capitalizado a 31/10/2014 |
|-----------------------------------|---------|-----------------------|-----------------------------------|
| Diciembre 2005 | 22.539 | 17,2 | 26.415 |
| Diciembre 2006 | 27.046 | 15,2 | 31.158 |
| Diciembre 2007 | 27.046 | 10,5 | 29.886 |
| Diciembre 2008 | 22.178 | 9,6 | 24.307 |
| Diciembre 2009 | 17.310 | 9 | 18.868 |
| Diciembre 2010 | 17.310 | 5,8 | 18.314 |
| Diciembre 2011 | 17.310 | 3,4 | 17.898 |
| Diciembre 2012 | 17.310 | 0,7 | 17.431 |
| Diciembre 2013 | 17.310 | 1,1 | 17.500 |
| Octubre 2014 | 14.725 | 0 | 14.725 |
| Total importe capitalizado | | | 216.502 |





Carga financiera

| Fecha de liquidación | Intereses liquidados | Factor capitalización | Intereses capitalizados a 31/10/2014 |
|--------------------------------------|----------------------|-----------------------|--------------------------------------|
| 26/11/2007 | 2.202.803 | 9,30 | 2.407.663 |
| 22/05/2008 | 2.142.607 | 6,70 | 2.286.162 |
| 23/08/2008 | 1.004.947 | 7,40 | 1.079.313 |
| 23/11/2008 | 1.025.555 | 8,00 | 1.107.599 |
| 23/02/2009 | 849.676 | 9,50 | 930.395 |
| 23/05/2009 | 431.874 | 8,00 | 466.424 |
| 23/08/2009 | 434.337 | 9,10 | 473.862 |
| 23/11/2009 | 354.761 | 7,50 | 381.368 |
| 23/02/2010 | 330.035 | 8,40 | 357.758 |
| 23/05/2010 | 315.849 | 6,50 | 336.379 |
| 23/08/2010 | 341.190 | 6,80 | 364.391 |
| 23/11/2010 | 380.643 | 4,60 | 398.153 |
| 23/02/2011 | 409.274 | 4,60 | 428.101 |
| 23/05/2011 | 413.454 | 3,40 | 427.511 |
| 23/08/2011 | 778.396 | 3,60 | 806.418 |
| 23/11/2011 | 798.670 | 1,90 | 813.845 |
| 23/02/2012 | 790.372 | 2,50 | 810.131 |
| 23/05/2012 | 696.999 | 1,40 | 706.757 |
| 23/08/2012 | 889.450 | 0,00 | 889.450 |
| 23/11/2012 | 801.918 | -0,80 | 795.503 |
| 23/02/2013 | 773.452 | 0,10 | 774.225 |
| 23/05/2013 | 770.471 | -0,50 | 766.619 |
| 23/08/2013 | 814.623 | 0,00 | 814.623 |
| 23/11/2013 | 817.470 | -0,70 | 811.748 |
| 31/03/2014 | 1.160.094 | 0,00 | 1.160.094 |
| 01/04/2014 | 1.160 | -0,20 | 1.158 |
| 01/01/2014 | 305 | -0,20 | 304 |
| 08/04/2014 | 4.289 | -0,20 | 4.280 |
| 15/04/2014 | 6.892 | -0,20 | 6.878 |
| 13/05/2014 | 13.225 | -0,40 | 13.172 |
| 27/10/2014 | 19.592 | 0,00 | 19.592 |
| 29/10/2014 | 194.759 | 0,00 | 194.759 |
| 29/10/2014 | 73.160 | 0,00 | 73.160 |
| 29/10/2014 | 65.648 | 0,00 | 65.648 |
| 29/10/2014 | 43.570 | 0,00 | 43.570 |
| Total intereses capitalizados | | | 21.017.014 |





Anexo 3: Intereses de la deuda asociada a la operación de cobertura de las acciones de Iberdrola

Periodo: 21 mayo 2007 a 31 de marzo de 2014

| Año | Importe dispuesto | Fecha | Tipo Euribor | Diferencial | Tipo interés | Fecha liquidación | Intereses devengados | Intereses liquidados |
|----------------|-------------------|------------|--------------|-------------|--------------|-------------------|----------------------|----------------------|
| | 90.956.308 | 21/05/2007 | 4,238% | 0,375% | 4,613% | 26/11/2007 | 2.202.803 | 2.202.803 |
| | 90.956.308 | 26/11/2007 | 4,674% | 0,375% | 5,049% | 31/12/2007 | 446.482 | 0 |
| 2007 | 90.956.308 | | | | | | 2.649.284 | 2.202.803 |
| | 93.159.111 | 01/01/2008 | 4,674% | 0,375% | 5,049% | 28/03/2008 | 1.136.704 | |
| | -20.636.460 | 28/03/2008 | 4,674% | 0,375% | 5,049% | 22/05/2008 | 559.422 | 2.142.608 |
| 31/03/2008 | 72.522.651 | | | | | | 1.696.126 | 2.142.608 |
| 01/04/2008 | 74.665.259 | 23/05/2008 | 4,856% | 0,411% | 5,267% | 23/08/2008 | 1.004.947 | 1.004.947 |
| | | 23/08/2008 | 4,964% | 0,411% | 5,375% | 23/11/2008 | 1.025.555 | 1.025.555 |
| | | 23/11/2008 | 4,021% | 0,411% | 4,432% | 31/12/2008 | 349.278 | 0 |
| 31/12/2008 (*) | 74.665.259 | | | | | | 2.379.780 | 2.030.502 |
| | 76.695.761 | 01/01/2009 | 4,021% | 0,411% | 4,432% | 23/02/2009 | 500.399 | 849.676 |
| | | 23/02/2009 | 1,867% | 0,411% | 2,278% | 23/05/2009 | 431.874 | 431.874 |
| | | 23/05/2009 | 1,255% | 0,961% | 2,216% | 23/08/2009 | 434.337 | 434.337 |
| | | 23/08/2009 | 0,849% | 0,961% | 1,810% | 23/11/2009 | 354.761 | 354.761 |
| | | 23/11/2009 | 0,715% | 0,961% | 1,676% | 31/12/2009 | 135.683 | 0 |
| 31/12/2009 (*) | 76.695.761 | | | | | | 1.857.053 | 2.070.648 |
| | 78.766.409 | 01/01/2010 | 0,715% | 0,961% | 1,676% | 23/02/2010 | 194.352 | 330.035 |
| | | 23/02/2010 | 0,661% | 0,961% | 1,622% | 23/05/2010 | 315.849 | 315.849 |
| | | 23/05/2010 | 0,695% | 1,000% | 1,695% | 23/08/2010 | 341.190 | 341.190 |
| | | 23/08/2010 | 0,891% | 1,000% | 1,891% | 23/11/2010 | 380.643 | 380.643 |
| | | 23/11/2010 | 1,035% | 1,000% | 2,035% | 31/12/2010 | 169.195 | 0 |





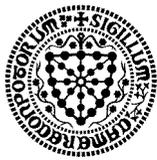
INFORME DE FISCALIZACIÓN SOBRE RESULTADOS DE LA OPERACIÓN DE COMPRA VENTA DE ACCIONES DE IBERDROLA (2005-2014)

| Año | Importe dispuesto | Fecha | Tipo Euribor | Diferencial | Tipo interés | Fecha liquidación | Intereses devengados | Intereses liquidados |
|--------------------|-------------------|------------|--------------|-------------|--------------|-------------------|----------------------|----------------------|
| 31/12/2010 (*) | 78.766.409 | | | | | | 1.401.228 | 1.367.717 |
| | 80.134.125 | 01/01/2011 | 1,035% | 1,000% | 2,035% | 23/02/2011 | 240.080 | 409.274 |
| | | 23/02/2011 | 1,087% | 1,000% | 2,087% | 23/05/2011 | 413.454 | 413.454 |
| | | 23/05/2011 | 1,437% | 2,364% | 3,801% | 23/08/2011 | 778.396 | 778.396 |
| | | 23/08/2011 | 1,536% | 2,364% | 3,900% | 23/11/2011 | 798.670 | 798.670 |
| | | 23/11/2011 | 1,471% | 2,364% | 3,835% | 31/12/2011 | 324.387 | 0 |
| 31/12/2011 (*) | 80.134.125 | | | | | | 2.554.988 | 2.399.795 |
| | 82.533.920 | 01/01/2012 | 1,471% | 2,364% | 3,835% | 23/02/2012 | 465.984 | 790.372 |
| | | 23/02/2012 | 1,014% | 2,364% | 3,378% | 23/05/2012 | 696.999 | 696.999 |
| | | 23/05/2012 | 0,959% | 3,258% | 4,217% | 23/08/2012 | 889.450 | 889.450 |
| | | 23/08/2012 | 0,544% | 3,258% | 3,802% | 23/11/2012 | 801.918 | 801.918 |
| | | 23/11/2012 | 0,368% | 3,258% | 3,626% | 31/12/2012 | 315.894 | 0 |
| 31/12/2012 (*) | 82.533.920 | | | | | | 3.170.245 | 3.178.738 |
| | 85.712.658 | 01/01/2013 | 0,368% | 3,258% | 3,626% | 23/02/2013 | 457.558 | 773.452 |
| | | 23/02/2013 | 0,378% | 3,258% | 3,636% | 23/05/2013 | 770.471 | 770.471 |
| | | 23/05/2013 | 2,127% | 1,592% | 3,719% | 23/08/2013 | 814.623 | 814.623 |
| | | 23/08/2013 | 2,140% | 1,592% | 3,732% | 23/11/2013 | 817.470 | 817.470 |
| | | 23/11/2013 | 2,139% | 1,592% | 3,731% | 31/12/2013 | 337.560 | 0 |
| 31/12/2013 (*) | 85.712.658 | | | | | | 3.197.682 | 3.176.016 |
| 2014 (1º Trim.)(*) | 88.888.674 | 01/01/2014 | 2,151% | 1,592% | 3,743% | 31/03/2014 | 822.534 | 1.160.094 |

Saldo dispuesto a 31 de marzo de 2014 90.048.768

(*) Se capitalizan los gastos financieros liquidados el ejercicio anterior





Periodo: 31 marzo 2014 a 31 de octubre de 2014

| Concepto | Importe | Saldo pendiente | Fecha | Tipo interés | Fecha liquidación | Intereses devengados | Intereses liquidados |
|----------------|------------|-----------------|------------|--------------|-------------------|----------------------|----------------------|
| Cuenta crédito | 9.634.551 | 9.634.551 | 31/03/2014 | 4,335% | 01/04/2014 | 1.160 | |
| Cancelación | -9.634.551 | 0 | 01/04/2014 | | | | 1.160 |
| Préstamo | 30.387.123 | 30.387.123 | 31/03/2014 | 2,1966% | 05/04/2014 | 9.271 | |
| Amortización | -5.463.668 | 24.923.455 | 05/04/2014 | 2,1966% | 07/06/2014 | 95.807 | |
| Amortización | -6.882.301 | 18.041.154 | 07/06/2014 | 2,1966% | 23/06/2014 | 17.613 | |
| Amortización | -6.198.534 | 11.842.620 | 23/06/2014 | 2,1966% | 05/09/2014 | 53.472 | |
| Amortización | -6.198.534 | 5.644.086 | 05/09/2014 | 2,1966% | 29/10/2014 | 18.597 | |
| Amortización | -5.644.086 | 0 | 29/10/2014 | | | | 194.759 |
| Cuenta crédito | 4.437.070 | 4.437.070 | 31/03/2014 | 4,350% | 08/04/2014 | 4.289 | |
| Cancelación | -4.437.070 | 0 | 08/04/2014 | | | | 4.289 |
| Préstamo | 13.994.246 | 13.994.246 | 31/03/2014 | 2,0470% | 08/04/2014 | 6.366 | |
| Amortización | -1.092.039 | 12.902.206 | 08/04/2014 | 2,0470% | 07/05/2014 | 21.275 | |
| Amortización | -2.939.755 | 9.962.451 | 07/05/2014 | 2,0470% | 02/06/2014 | 14.728 | |
| Amortización | -3.015.782 | 6.946.669 | 02/06/2014 | 2,0470% | 19/06/2014 | 6.715 | |
| Amortización | -2.711.858 | 4.234.811 | 19/06/2014 | 2,0470% | 09/09/2014 | 19.745 | |
| Amortización | -2.711.858 | 1.522.953 | 09/09/2014 | 2,0470% | 29/10/2014 | 4.330 | |
| Amortización | -1.522.953 | 0 | 29/10/2014 | | | | 73.160 |
| Cuenta crédito | 3.803.393 | 3.803.393 | 31/03/2014 | 4,3490% | 15/04/2014 | 6.892 | |
| Cancelación | -3.803.393 | 0 | 15/04/2014 | | | | 6.892 |





INFORME DE FISCALIZACIÓN SOBRE RESULTADOS DE LA OPERACIÓN DE COMPRA VENTA DE ACCIONES DE IBERDROLA (2005-2014)

| Concepto | Importe | Saldo pendiente | Fecha | Tipo interés | Fecha liquidación | Intereses devengados | Intereses liquidados |
|----------------|-------------------|-----------------|------------|--------------|-------------------|----------------------|----------------------|
| Préstamo | 11.994.496 | 11.994.496 | 31/03/2014 | 2,0480% | 15/04/2014 | 10.235 | |
| Amortización | -926.301 | 11.068.195 | 15/04/2014 | 2,0480% | 12/05/2014 | 17.001 | |
| Amortización | -2.416.769 | 8.651.426 | 12/05/2014 | 2,0480% | 03/06/2014 | 10.828 | |
| Amortización | -2.579.550 | 6.071.876 | 03/06/2014 | 2,0480% | 24/06/2014 | 7.254 | |
| Amortización | -2.324.451 | 3.747.425 | 24/06/2014 | 2,0480% | 08/09/2014 | 16.202 | |
| Amortización | -2.324.451 | 1.422.974 | 08/09/2014 | 2,0480% | 29/10/2014 | 4.129 | |
| Amortización | -1.422.974 | 0 | 29/10/2014 | | | | 65.648 |
| Cuenta crédito | 2.535.373 | 2.535.373 | 31/03/2014 | 4,3670% | 13/05/2014 | 13.225 | |
| Cancelación | -2.535.373 | 0 | 13/05/2014 | | | | 13.225 |
| Préstamo | 7.996.331 | 7.996.331 | 31/03/2014 | 1,9520% | 13/05/2014 | 18.644 | |
| Amortización | -2.544.186 | 5.452.145 | 13/05/2014 | 1,9520% | 02/06/2014 | 5.913 | |
| Amortización | -1.736.305 | 3.715.840 | 02/06/2014 | 1,9520% | 20/06/2014 | 3.627 | |
| Amortización | -1.549.632 | 2.166.208 | 20/06/2014 | 1,9520% | 29/10/2014 | 15.387 | |
| Amortización | -2.166.208 | 0 | 29/10/2014 | | | | 43.570 |
| Cuenta crédito | 1.268.020 | 1.268.020 | 31/03/2014 | 4,335% | 02/04/2014 | 305 | |
| Cancelación | -1.268.020 | 0 | 01/04/2014 | | | | 305 |
| Préstamo | 3.998.165 | 3.998.165 | 31/03/2014 | 2,1966% | 02/04/2014 | 488 | |
| Amortización | -1.223.613 | 2.774.552 | 01/04/2014 | 2,1966% | 28/05/2014 | 9.650 | |
| Amortización | -288.011 | 2.486.541 | 28/05/2014 | 2,1966% | 02/06/2014 | 759 | |
| Amortización | -575.280 | 1.911.261 | 02/06/2014 | 2,1966% | 19/06/2014 | 1.983 | |
| Amortización | -772.826 | 1.138.435 | 19/06/2014 | 2,1966% | 08/09/2014 | 5.627 | |
| Amortización | -774.818 | 363.617 | 08/09/2014 | 2,1966% | 27/10/2014 | 1.087 | |
| Amortización | -363.617 | 0 | 27/10/2014 | | | | 19.592 |





Alegaciones formuladas al informe provisional



Alegación/Explicación Informe provisional "Resultados de la operación de compra-venta de acciones de Iberdrola 2005-2014"

Una vez leído el Informe de referencia me parece de interés realizar las siguientes matizaciones:

1º.- El coste de la cobertura de la operación explicitada en la página 4 del informe era NULO.

El importe que Sodena tendría que haber pagado por la compra de 9.015.492 opciones de venta (put) a un precio de 19,25€ la acción y vencimiento 18 de mayo de 2007, o lo que es lo mismo asegurarse en poder vender el 100% de las acciones compradas al precio de compra dos años más tarde (19,25€ la acción) era el mismo que el importe a percibir por la venta de 5.011.712 opciones de compra (call) a un precio de 20,67 euros la acción con el mismo vencimiento de 18 de mayo de 2007.

20,67€ la acción era el precio de cotización el día de la cobertura, 26 de mayo de 2005

19,25€ la acción fue el precio de compra de las acciones el 10 de febrero de 2005

De esta forma se aseguraba la operación al 100% sin coste para Sodena.

Si al vencimiento, 18 de mayo de 2007, la acción cotizase por encima de 20,67€, como realmente ocurrió, la entidad financiera aseguradora ejercería la call al precio de 20,67 y Sodena tendría las acciones valoradas 5.011.712 acciones a 20,67€ y el resto, 4.003.780 acciones, al precio de mercado. Lógicamente si quisiera mantener el total de las acciones, como también fue, se tendría que pagar la diferencia entre el valor de cotización a la fecha y los 20,67€. Esta diferencia supuso el desembolso de 90.956.308€ ya que la acción cotizaba a 38,82€.

En este momento la plusvalía para Sodena, caso de haber vendido todas las acciones hubiera sido 176.425.161€ si no hubiera existido cobertura y 85.468.853€ después de liquidar la cobertura indicada. Con un coste de compra de 173.556.238€.

Por el contrario si al vencimiento, 18 de mayo de 2007, la acción hubiera cotizado por debajo de los 19,25€, Sodena es la que hubiera ejecutado las opciones put de venta de acciones al precio de compra de 19,25€, no ocasionándose pérdida alguna. Igualmente si se hubiera querido mantener las acciones se hubiera cobrado la diferencia entre las 19,25€ y el precio de mercado, manteniendo las acciones valoradas a dicho precio de mercado.

No me extiéndiendo a explicar cómo hubiera sido el funcionamiento para una cotización entre 19,25€ y 20,67, en la que ni Sodena ni la entidad financiera hubieran ejercitado sus opciones put y call. La cartera de acciones de Sodena hubiera quedado valorada al precio de mercado en dicha fecha, 18 de mayo de 2007, con una pequeña plusvalía.

Con la cobertura contratada, Sodena se aseguraba el poder vender las acciones al 18 de mayo de 2007, como mínimo al precio de compra de 19,25€ y caso de cotizar por encima de dicho precio obtenía un beneficio equivalente al 45% de dicha diferencia (4.003.780 acciones a precio de mercado y 5.011.712 a 20,67€, contra 9.015.492 a 19,25€ de compra)

Al no haber renovado la cobertura de aseguramiento, a partir de dicha fecha Sodena decidió mantener los 9.015.492 acciones a un precio medio de compra de 29,34€, cuando el precio de mercado era 38,82€, lo que significaba una plusvalía de 9,48€ por acción y sin ninguna cobertura.

2º Sodena no ha desatendido ninguna inversión durante todo el periodo de tenencia de las acciones de Iberdrola, debido a que en todo momento ha tenido liquidez suficiente para poderlas atender.

Si Sodena no hubiera invertido en acciones de Iberdrola, la alternativa hubiera sido la de repartir dividendos a sus accionistas, o bien tenerlo en cuenta corriente, con lo que la rentabilidad hubiera sido menor que la realmente se obtuvo.

3º Sodena ha tenido posibilidad de vender las acciones de Iberdrola en cualquier momento desde la fecha de compra en 2005 hasta la de venta de 2014, sin ninguna limitación.

La rentabilidad final ha sido como consecuencia de la fecha elegida para la venta definitiva, pudiendo ésta haber sido muy distinta en función de haber elegido otras fechas.

José Mª Aracama Yoldi

2016 URT. 19
ENE.Idazkaritza Tekniko Nagusia
Secretaría General Técnica

IRTEERA / SALIDA

695

El Consejero de Desarrollo Económico, en relación al informe provisional de fiscalización sobre **los resultados de la operación de compra-venta de acciones de Iberdrola por la sociedad pública SODENA (2005-2014)**, y tras su lectura, agradece el trabajo realizado y traslada, al presidente de la Cámara de Comptos de Navarra, las siguientes consideraciones:

- En las conclusiones generadas tiene su influencia el criterio adoptado de valoración de las acciones de Iberdrola entregadas a Caja Navarra con ocasión de la reducción de capital realizada en marzo de 2008. Dicha entrega se valoró en 72.412.432 euros, y se consideró como un flujo positivo de caja a los efectos del cálculo de las tasas de rentabilidad en los dos escenarios contemplados. Sin entrar a juzgar la ortodoxia del criterio empleado, no cabe duda de que es un elemento perturbador en el análisis. Por ello, sugeriría la elaboración de un tercer escenario que se una a los dos ya tenidos en cuenta. En ese tercer escenario, la propuesta sería utilizar un criterio proporcional como si en lugar de haber adquirido 9.015.492 acciones en su momento, se hubieran adquirido sólo 7.212.389, la cantidad equivalente a las 28.849.574 acciones que finalmente se mantuvieron tras 2008 y que en estos últimos años terminaron vendiéndose. Se trata de eliminar el efecto atípico que introduce en el análisis esa salida de Caja Navarra del accionariado a través de esa entrega de acciones. Otra opción posible es la de no considerar las acciones entregadas a Caja Navarra y valorar la venta de las mismas en la venta final.
- Además, y con el objetivo de cumplir con el fin pedagógico que sin ninguna duda tiene el presente informe, se echa de menos en el segundo escenario (el que considera los flujos de entrada y salida sin incluir la carga financiera de la deuda asociada a la operación analizada) que se cuantifique el impacto en millones. Es decir, se indica que la tasa de rentabilidad en ese escenario ha sido del 2,21 por ciento anual, y se indica que dicha tasa desde luego es inferior al coste de la deuda en todo el periodo, pero no se dice por ejemplo qué ingresos adicionales por venta tendríamos que haber tenido (cuántos millones de euros más tendríamos que haber ingresado) para que la tasa interna de rentabilidad, en lugar del 2,21 hubiera sido al menos el coste de la deuda. Creo que este es un dato pedagógicamente importante. Y para ello, se podría tomar como coste de la deuda un indicador razonable, como el coste medio de la deuda del Gobierno de Navarra en el periodo, o alguno similar.

Lo que comunico en cumplimiento de lo dispuesto en la Resolución del 11 de enero de 2016 del presidente de la Cámara de Comptos de Navarra y a los efectos oportunos.

Pamplona, a 19 de enero de 2016.

EL CONSEJERO DE DESARROLLO ECONÓMICO

Manuel Ayerdi Olaizola



Nafarroako Gobernua
Gobierno de Navarra
Garapen Ekonomikoa
Desarrollo Económico
Lehen Lehendakario/dea eta Kontseilaria
Vicepresidente Primero y Consejero

SR. PRESIDENTE DE LA CÁMARA DE COMPTOS DE NAVARRA



Contestación de la Cámara de Comptos a las alegaciones presentadas

La alegaciones presentadas por el director general de Sodena en 2005 y por el consejero de Desarrollo Económico y presidente del consejo de administración de Sodena en 2015 se incorporan al informe provisional y se eleva éste a definitivo al considerar que constituyen una explicación de la fiscalización realizada y no alteran su contenido, si bien esta Cámara quiere señalar los siguientes aspectos:

Contestación a las alegaciones del consejero de Desarrollo Económico

Consideramos que los indicadores financieros de la inversión en acciones de Iberdrola que hemos calculado son representativos y suficientes para mostrar los resultados y la rentabilidad de dicha operación y que si bien pudieran plantearse otros diferentes, no estimamos oportuno evaluar alternativas que no han sucedido.

Pamplona, 21 de enero de 2016

El presidente, Helio Robleda Cabezas

