

Informe de actividades-1999

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

CCP

INFORME DE ACTIVIDADES — 1999

CONSEJO CONSULTIVO DE PRIVATIZACIONES

ÍNDICE	<u>Página</u>
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN	2
CAPÍTULO II. LAS PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS DEL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL DEL ESTADO EN 1999	4
1. Evolución del programa de privatizaciones en 1999	4
2. Los índices CCP.	17
CAPÍTULO III. OPERACIONES DICTAMINADAS POR EL CCP EN 1999 Y PRINCIPALES RECOMENDACIONES REALIZADAS	21
1. Operaciones dictaminadas por el CCP en 1999	21
2. Principales recomendaciones del CCP durante 1999	25
CAPÍTULO IV. OTRAS ACTIVIDADES DESARROLLADAS POR EL CCP DURANTE 1999 ..	41
CAPÍTULO V. CUATRO AÑOS DE PRIVATIZACIONES	43
ANEXO. OPERACIONES INFORMADAS EN 1999	51
Privatización de Indra Sistemas S.A.	52
Privatización de Red Eléctrica	65
Privatización de ICSA/AYA	77
Privatización de ICSA/AYA (II)	87
Privatización de Enatcar	90
Privatización de Initec	102
Privatización de Astander	113
Privatización de LM Composites Toledo	122
Privatización de TGI	129
Privatización de Iberia	135

CCP

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones fue creado por el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, en el que se establecían las Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado. En este Acuerdo se recoge un marco general para las privatizaciones que incluye las directrices que han de seguirse en el diseño y la ejecución de las operaciones concretas de privatización, así como la filosofía y los principios en los que deberá basarse el Programa de Privatizaciones.

El objetivo principal de la creación del CCP es incrementar el sistema de garantías sobre las operaciones de privatización en el cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

Esta labor se materializa fundamentalmente a través de informes públicos en los que se analiza la adecuación de cada operación de privatización al cumplimiento de los principios citados.

En el Acuerdo del Consejo de Ministros se establece que el CCP está compuesto por su Presidente y un máximo de ocho Consejeros.

CCP

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO

Durante 1999 la composición de los miembros del Consejo Consultivo de Privatizaciones no ha sufrido cambios manteniéndose en sus cargos los mismos componentes que a finales de 1998.

En la actualidad los miembros del Consejo son los siguientes:

PRESIDENTE

- **D. Luis Gámir Casares**

(Catedrático de Política Económica de la Universidad Complutense de Madrid)

CONSEJEROS

- **D. Álvaro Cuervo García**

(Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Complutense de Madrid)

- **D. Rafael Pampillón Olmedo**

(Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad San Pablo)

- **D. Santiago García Echevarría**

(Catedrático de Política Económica de la Empresa de la Universidad de Alcalá).

- **D. Javier García de Enterría**

(Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Jaén)

- **D. Enric Ribas Mirangels**

(Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad Autónoma de Barcelona).

- **D. Jaime Requeijo González**

(Catedrático de Estructura Económica de la Universidad Nacional de Educación a Distancia).

- **D. Juan Ramón Cuadrado Roura**

(Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Alcalá).

- **D. Antonio Martínez Lafuente**

(Abogado del Estado)

CCP

CAPÍTULO II

LAS PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS DEL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL DEL ESTADO EN 1999.

1. EVOLUCIÓN DEL PROGRAMA DE PRIVATIZACIONES EN 1999

En 1999 el CCP ha realizado 10 dictámenes sobre 9 empresas (sobre ICSA/AYA se realizaron dos informes) lo que supone prácticamente el mismo número que los realizados en 1998.

En relación con los métodos de privatización utilizados en 5 empresas se utilizó el concurso restringido, en dos la OPV y en uno la venta directa. Finalmente en el caso de Iberia el sistema ha sido mixto, combinando el concurso restringido y la subasta al precio marginal para la selección de los socios industriales e institucionales respectivamente, con el método de la OPV para el resto del capital (esta última fase está prevista para el año 2000).

Además, durante 1999 se ha producido la venta de la participación residual de SEPPa en Telefónica y la segunda fase de la privatización de Retevisión, operaciones ambas que fueron dictaminadas por el CCP en 1998. De las operaciones informadas en 1999 dos de ellas no se ejecutaron antes de que acabara el año.

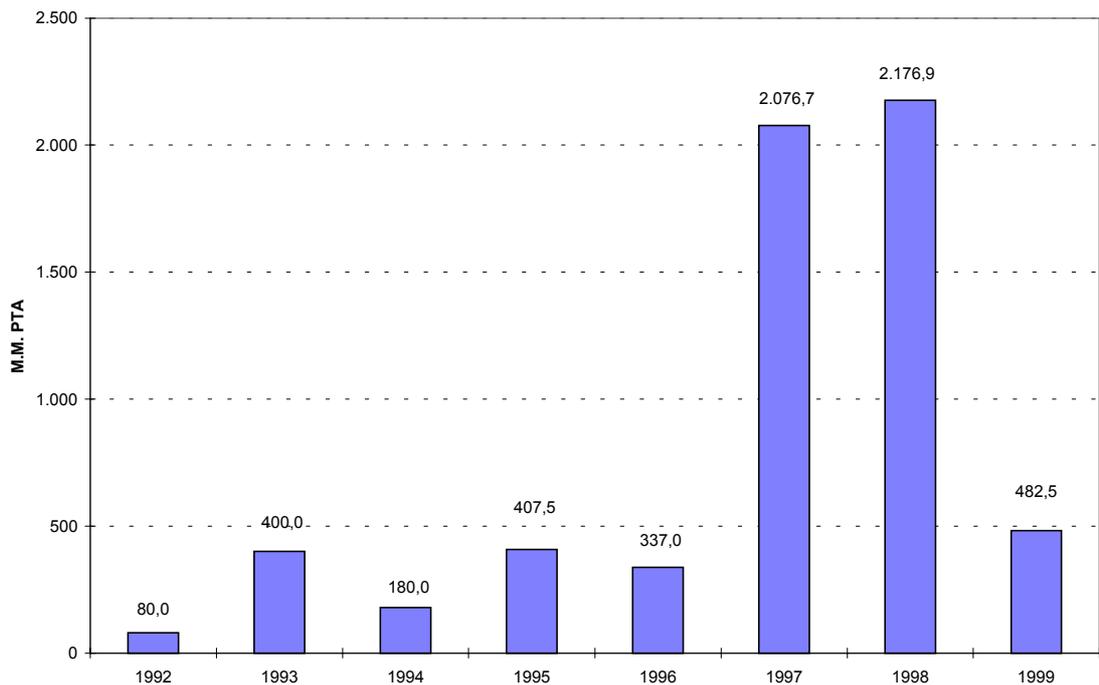
Por tanto, el número de empresas privatizadas parcial o totalmente durante 1999 asciende a 9 empresas, lo que implica una empresa menos que en el año anterior. Adicionalmente, el tamaño medio por operación ha disminuido sensiblemente en relación con 1998. Hay que tener en cuenta que en ese año se realizaron tres de las cinco mayores

CCP

operaciones españolas de privatización (entre ellas, la mayor fue la de Endesa en 1998). En concreto, el tamaño medio de las privatizaciones realizadas en 1999 ha sido de 53.607 millones de pesetas, frente a los 217.688 millones de 1998.

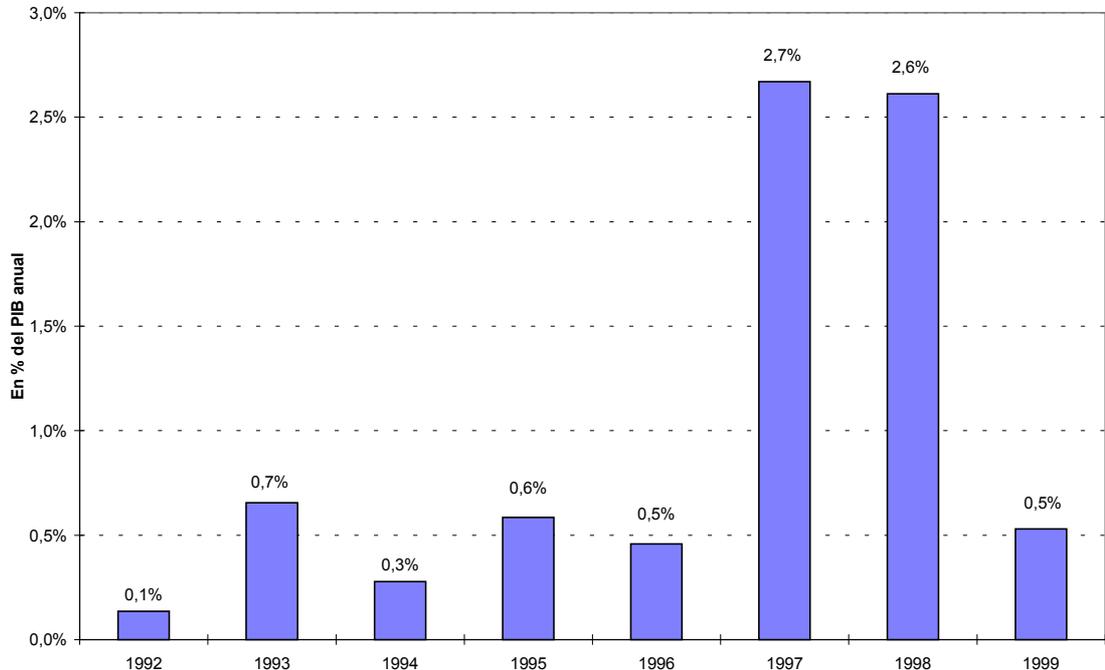
Estas cifras suponen un importante descenso (en concreto el 78%) en el volumen de ingresos por privatizaciones en relación con el año anterior. Así, frente a los 2,17 billones de pesetas de 1998 los ingresos en 1999 no llegan al medio billón de pesetas (ver gráfico 1). En porcentaje del PIB los ingresos en 1999 suponen aproximadamente medio punto frente a los 2,6 puntos de 1998 (véase el gráfico 2).

Gráfico 1 - Ingresos por privatizaciones



Notas: desde 1992 hasta 1996 se han incluido los ingresos a través de OPV. En 1997, 1998 y 1999 se incluye el importe total de las privatizaciones.

Gráfico 2 - Ingresos por privatizaciones con relación al PIB anual



Notas: desde 1992 hasta 1996 se han incluido los ingresos a través de OPV. En 1997, 1998 y 1999 se incluye el importe total de las privatizaciones

Con relación a la distribución de los ingresos obtenidos por los diferentes métodos de privatización en el gráfico 3 se puede observar que en 1999 se ha producido un sensible cambio. Así, desde que comenzó el actual programa de privatizaciones en noviembre de 1996 hasta diciembre de 1998 las OPVs habían significado el 83% de los ingresos. Este porcentaje se reduce hasta el 27% en el año 1999. No obstante, si se incluyera en este cálculo la OPV de Iberia, que ha sido diseñada durante el año 1999, el porcentaje de ingresos (estimados) a través de OPV alcanzaría el 51%. Por tanto, se puede considerar que el método de OPV sigue siendo muy importante en el desarrollo del programa de privatizaciones, aunque durante este último año no ha tenido el protagonismo que ha mantenido en los ejercicios anteriores.

El resultado anterior se debe tanto a que ha disminuido el número de OPVs (dos en 1999, tres en 1998, y cinco en 1997) como a que el importe medio ha disminuido sensiblemente

CCP

(ver gráfico 4). Debido al elevado tamaño de las OPVs en comparación con la media del resto de las operaciones, es este descenso lo que principalmente explica la disminución del tamaño medio del conjunto de las privatizaciones realizadas en 1999, comentado con anterioridad.

Gráfico 3.- Ingresos a través de OPV frente a otros métodos de privatización

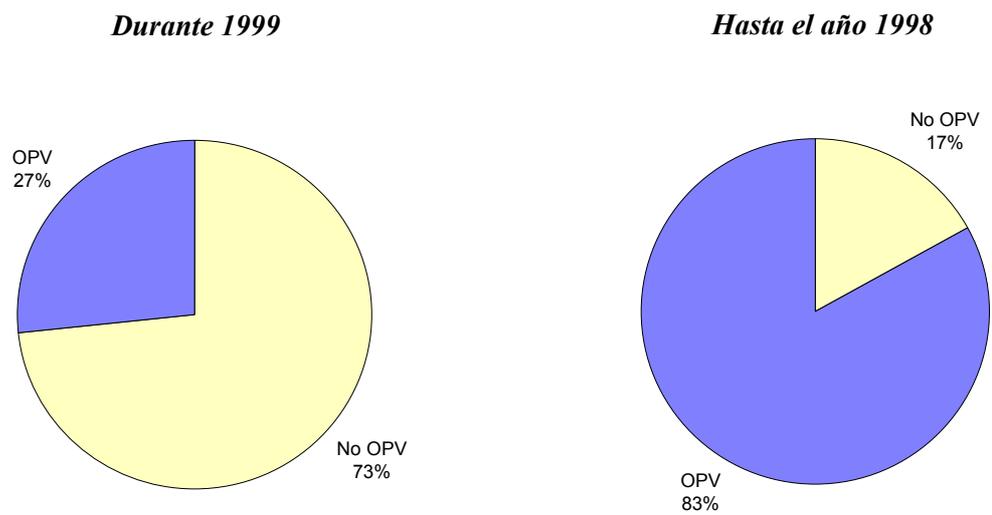
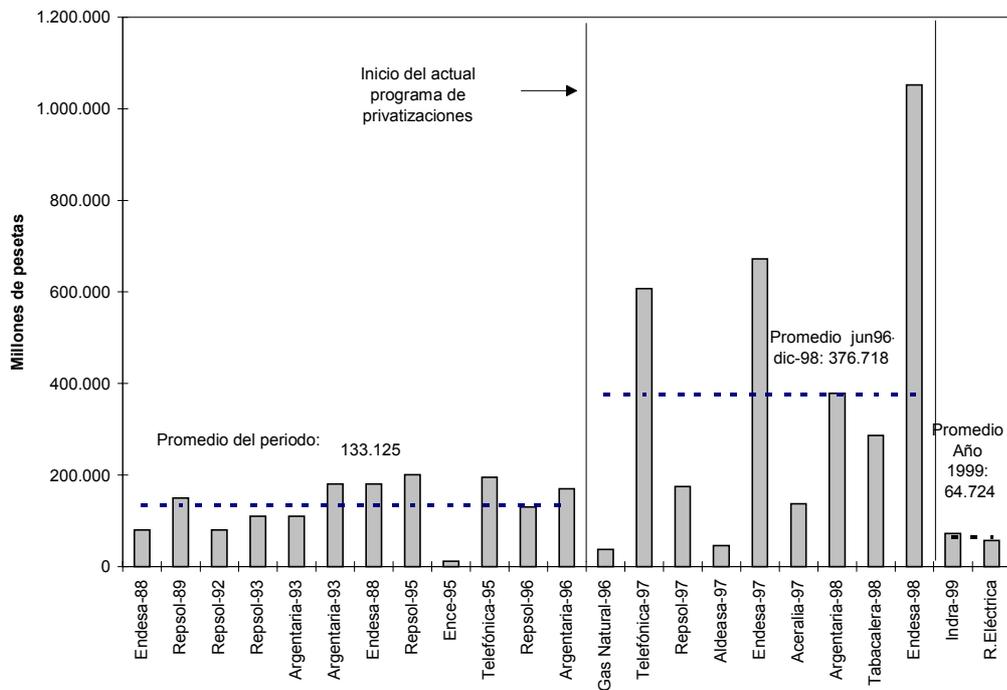


Gráfico 4 - Importe de las OPVs.



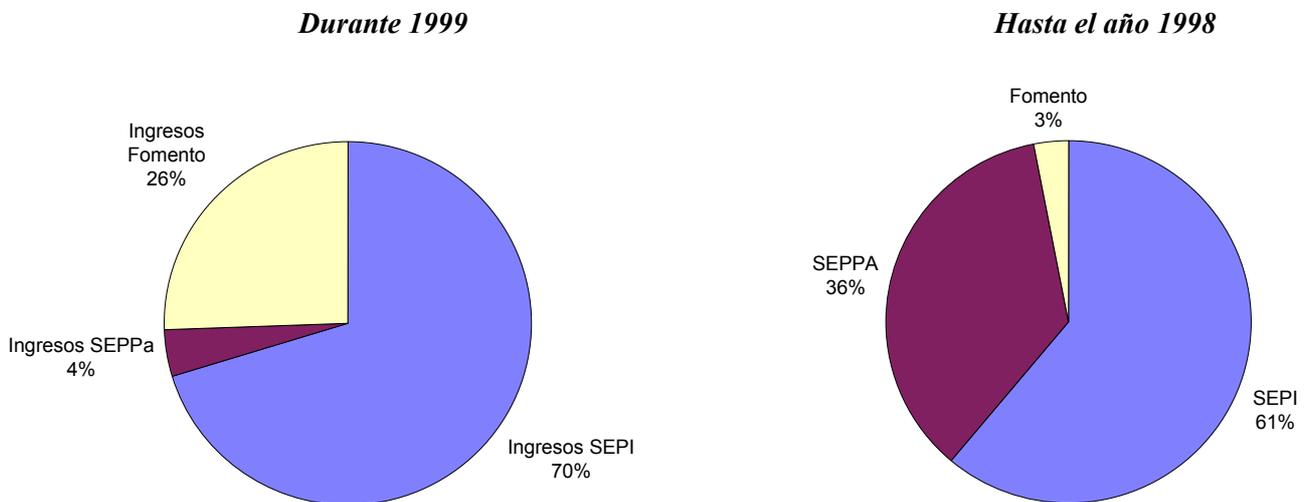
Nota: las líneas discontinuas representan el volumen medio de las OPVs en cada periodo

En el gráfico 5 se representa como se han distribuido los ingresos de las privatizaciones entre cada uno de los Agentes Gestores. Según el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 los Agentes Gestores del Programa de Privatizaciones son la SEPI y la SEPPa (junto a la extinta AIE). Adicionalmente a las privatizaciones realizadas por estas sociedades el Ministerio de Fomento ha ejecutado la privatización de Retevisión operación que también ha sido informada por el CCP.

CCP

En dicho gráfico se puede observar la participación en los ingresos de las privatizaciones de cada uno de estos tres organismos. La SEPI es el principal Agente Gestor según lo recaudado (y también lo sería con el criterio del número de empresas vendidas) y, como se ve en el gráfico 5, en el año 1999 se ha incrementado su protagonismo representando el 70% del total de lo ingresado frente a un 4% de SEPPa y un 26% del Ministerio de Fomento. Con anterioridad al año 1999 y dentro del actual Programa de Privatizaciones, el protagonismo de la SEPPa había sido mayor con un 36% del total de lo ingresado por operaciones de privatización.

Gráfico 5.- Ingresos por privatizaciones correspondientes a los distintos Agentes Gestores

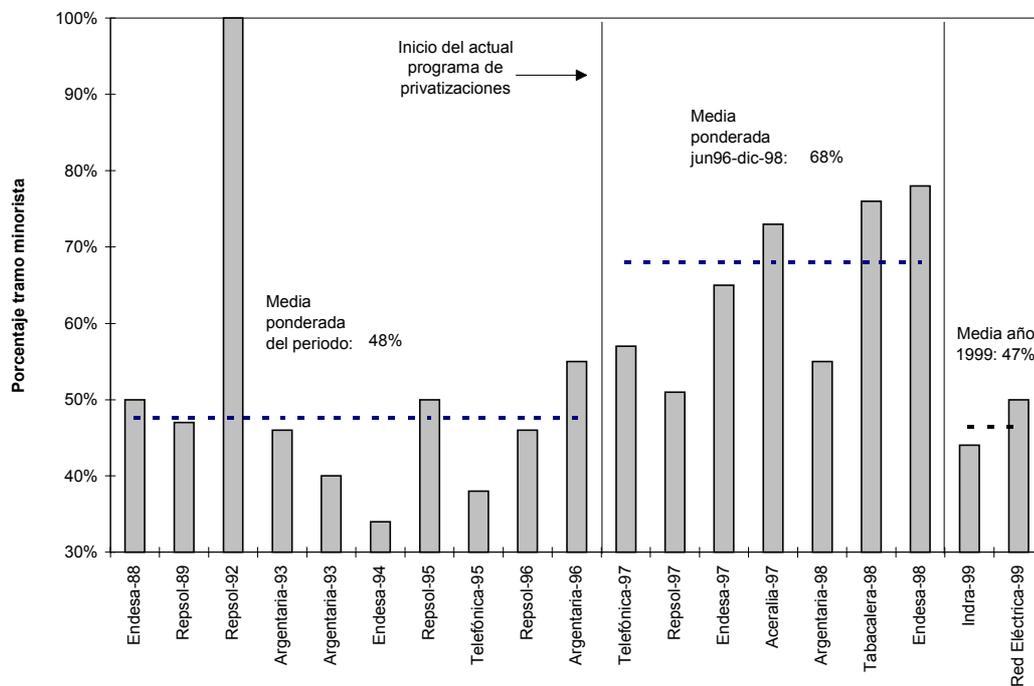


CCP

Una de las características más destacadas del actual Programa de Privatizaciones es que el Estado se desprende de la totalidad de sus participaciones. En 1999 el Estado ha completado la venta de sus participaciones en dos empresas de las cuales ya se había iniciado su enajenación en años anteriores (al vender el 30% de Retevisión y su participación residual en Telefónica) y en el resto de las operaciones el Estado se ha desprendido de la totalidad de su participación en el capital, con la excepción de Red Eléctrica de España, en la que la Ley del Sector Eléctrico contempla la presencia del Estado hasta el año 2003. En el caso de Iberia se prevé la salida del Estado del capital de la empresa durante el año 2000.

Otra de las características de las operaciones de privatización realizadas hasta 1998 había sido el gran protagonismo de los tramos minoristas. Aunque estos últimos han continuado teniendo gran importancia, en 1999 su participación en el total de los ingresos se ha reducido a un porcentaje situado ligeramente por debajo de la mitad (47%), mientras que en las operaciones realizadas con el actual Programa de Privatizaciones hasta 1998 se había situado en el 68%. No obstante, dado el volumen moderado de las OPVs de 1999, en media los ingresos correspondientes a los tramos minoristas durante todo el Programa de Privatizaciones apenas varía y se sigue situando en una cifra elevada, concretamente en el 67% (véase gráficos 6 y 7).

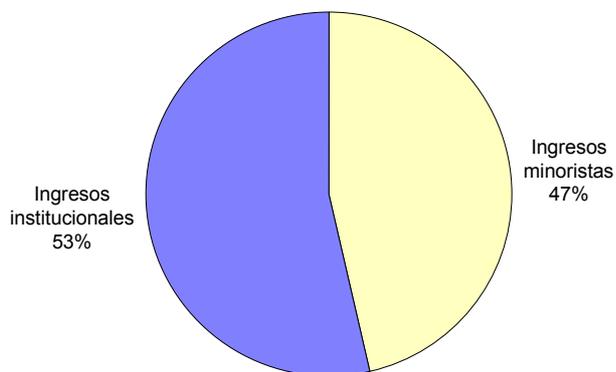
Gráfico 6 - Porcentaje de los tramos minoristas sobre el total de la operación



Nota: las líneas discontinuas representan la media ponderada del peso del tramo minorista en cada período

Gráfico 7.- Participación del tramo minorista frente a los institucionales

Durante 1999



Hasta el año 1998

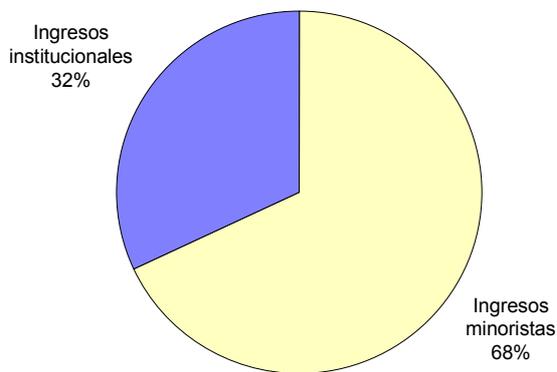
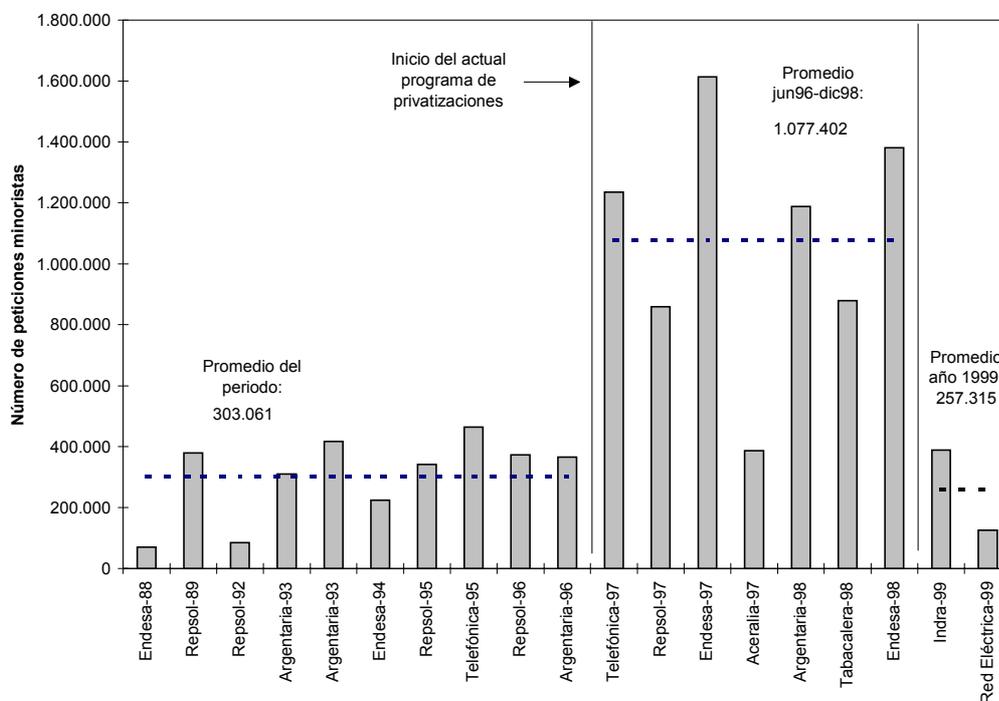


Gráfico 8 - Número de peticiones minoristas en las OPVs.



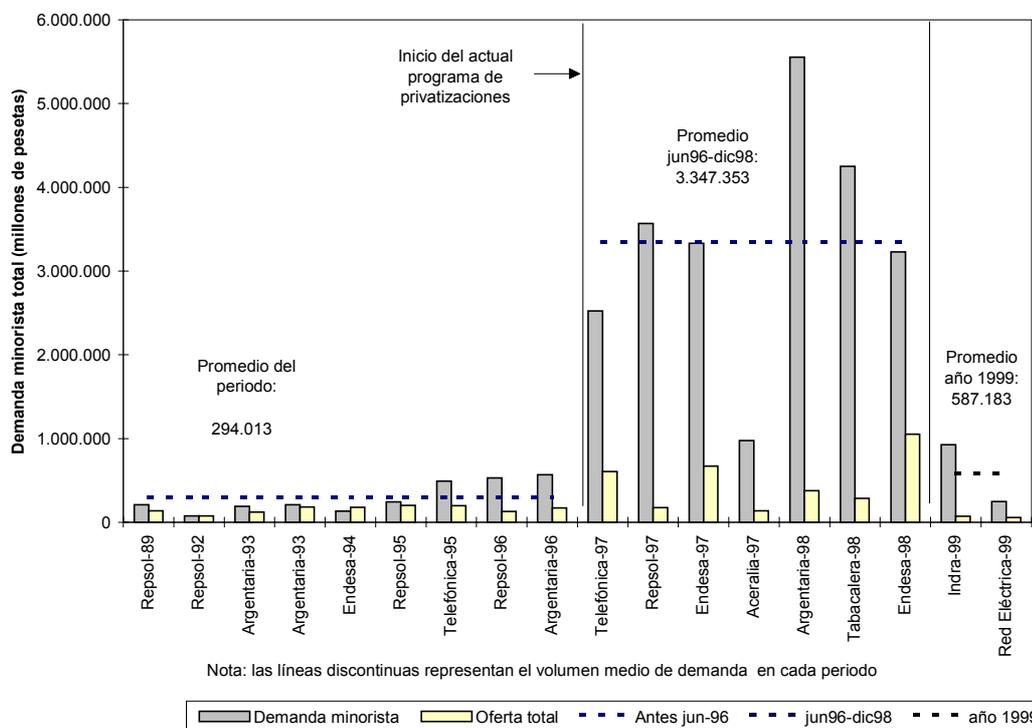
Nota: las líneas discontinuas representan el número medio de peticiones minoristas en cada período

A pesar del volumen moderado de las dos OPVs de 1999, la demanda generada en el tramo minorista ha seguido situada en cifras elevadas, aunque en términos absolutos ha sido menor que en los años anteriores. Así, en 1999 el número de peticiones presentadas en estos tramos superó las 500.000 (véase gráfico 8) con una demanda generada que ascendió a 1,17 billones de pesetas (véase gráfico 9). Por tanto la demanda media generada en el tramo minorista durante 1999 fue de 587 millardos de pesetas una cantidad que, aunque elevada, se puede considerar reducida si la comparamos con el promedio del periodo noviembre de 1996 - diciembre de 1998, en el que de media la demanda generada por operación ascendió a 3,3 billones (véase gráfico 9).

Como ha venido ocurriendo en las últimas OPVs (no sólo de empresas del sector público sino también del privado) la demanda minorista ha sido muy superior a la oferta de

acciones (ver gráfico 9). En concreto, la sobredemanda en la OPV de Indra fue de 39,2 veces la oferta y en Red Eléctrica de 7,6 veces la oferta. Esta sobredemanda en algunos casos se ha debido a expectativas de duros prorrateos que incentivan a realizar peticiones por una cantidad superior a la realmente deseada por el inversor. Sin embargo, como puede apreciarse en el gráfico 10, durante 1999 se ha reducido el importe medio de las peticiones minoristas, situándose en una media de 2.173.683 pesetas frente a 3.233.382 pesetas en el periodo anterior a 1999, lo que podría indicar un mayor ajuste en relación con las preferencias reales.

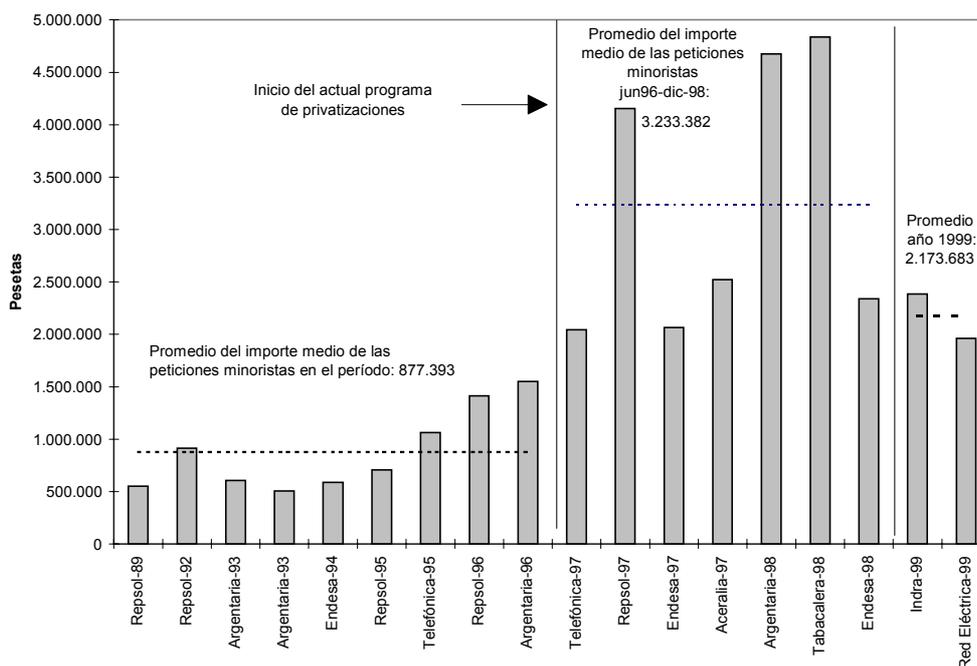
Gráfico 9 - Demanda generada en los tramos minoristas (y oferta total).



En resumen, en el año 1999, como media en cada OPV se presentaron 257.000 peticiones minoristas por un importe medio de 2,1 millones de pesetas por petición, frente a un promedio de más de un millón de peticiones por operación y un importe medio por

petición de 3,3 millones de pesetas en los procesos que tuvieron lugar en el actual Programa de Privatizaciones hasta 1998 (véase gráfico 8).

Gráfico 10 - Importe medio en pesetas de las solicitudes minoristas



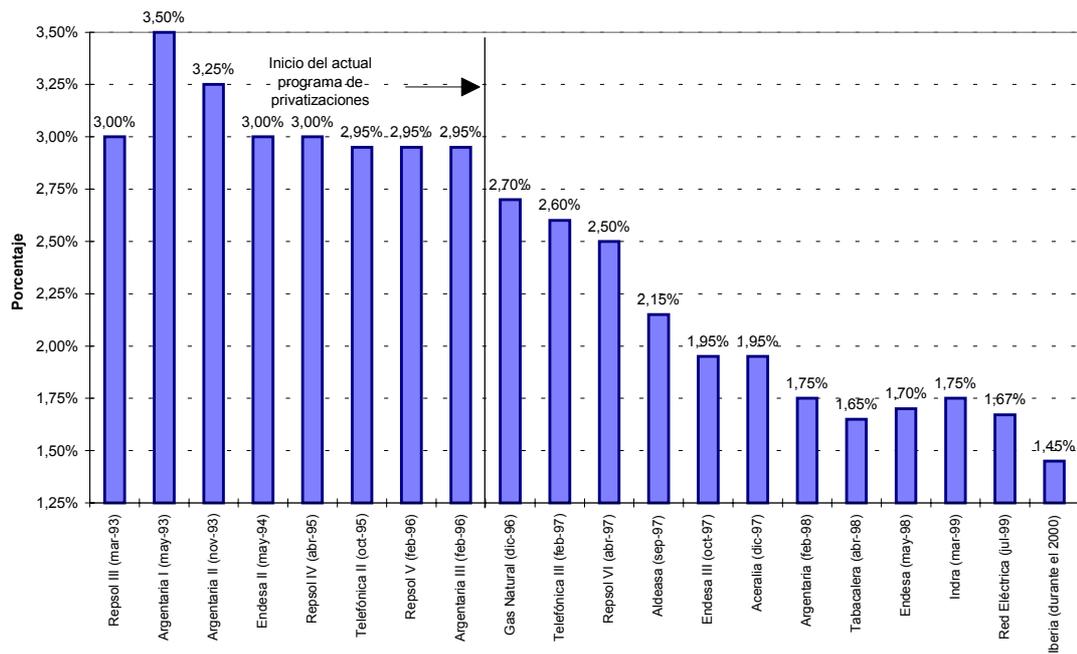
Por otra parte, en el transcurso del actual Programa de Privatizaciones se ha producido una elevada concurrencia en la selección de Asesores/Coordinadores Globales. Esta característica no sólo ha afectado a las operaciones realizadas a través de las OPVs, sino, en general, al conjunto de las operaciones de privatización. De este modo, se ha acudido de una manera sistemática a métodos concursenciales en la elección de las entidades que participan en los procesos de privatización (asesores financieros, Coordinadores Globales, valoradores, etc.).

El efecto de este mayor grado de competencia podría observarse al analizar la evolución de las comisiones por dirección, aseguramiento y colocación de acciones de las OPVs. Así, en el gráfico 11 se puede observar que han tenido una evolución claramente

CCP

descendente desde el inicio del Programa de Privatizaciones, tendencia que continuará con la ya comentada OPV de Iberia.

Gráfico 11 - Comisiones institucionales en las OPVs de empresas públicas.



Esta evolución ha supuesto un descenso a la mitad del nivel de comisiones entre 1996 y la actualidad.

Finalmente, en la tabla 1 se presenta una breve descripción de las operaciones ejecutadas en 1999 (incluyendo aquellas cuyo informe del CCP fue emitido en el año anterior).

Tabla 1 Empresas privatizadas en 1999

EMPRESA	AGENTE GESTOR	MÉTODO	FECHA	PORCENTAJE	INGRESOS (*)	ASESORES	COMPRADOR	COMENTARIOS
RETEVISIÓN (II)	M° DE FOMENTO	Subasta	Ene-99	30%	123.300 M Pts.	Valorador Dresdner Kleinwort Benson	Grupo formado por los anteriores accionistas de Retevisión más BCH y Caixa Vigo.	Se publican en el BOE las bases de la enajenación. Se establece un precio mínimo de 123.300,8 MPTA. Se publica la convocatoria en varios diarios de difusión nacional e internacional. La operación viene condicionada por el marco legal establecido en la primera fase (cuando se establece el derecho de tanteo). Finalmente sólo se presenta la oferta ganadora al precio mínimo
INDRA	SEPI	OPV Institucional y minorista	Mar-99	66,09%	72.730 M Pts.	Coordinadores Globales: Banco Santander y Banque Paribas Valorador: KPMG	Bolsa	Características tramo minorista: peticiones 388.841; Sobredemanda : 39,3 x Demanda generada: 927.605 M Pts; % Tramo Minorista: 44% % Empleados: 3,9% Precio minorista igual al institucional.
Participación residual en TELEFÓNICA	SEPPa	Colocación institucional ("Block Trade")	mar-99	0,28%	20.500 M Pts.	Asesor: Banque Paribas Colocadores: BBV Interactivos y Goldman Sachs		El precio por acción ascendió a 6.905 pesetas (un 1% por debajo del precio de cierre del día anterior). Las comisiones fueron inferiores al 2%
ICSA-AYA	SEPI	Concurso restringido y procedimiento negociado	Jun-99	100%	102 M Pts.	Asesor: Pool Gest	Mecanizaciones Aeronáuticas (MASA)	Se convocaron 51 potenciales entidades interesadas en la compra de Icsa Aya. Finalmente hubo 10 muestras de interés. De ellas se materializaron 4 ofertas preliminares y posteriormente 3 ofertas vinculantes. Se seleccionó la oferta de MASA por un importe de 102 millones de pesetas, después de haber eliminado la deuda remunerada de ICSA-AyA con terceros y con la propia SEPI
RED ELÉCTRICA	SEPI	OPV Institucional y minorista	Jul-99	35%	56.718 M Pts.	Coordinadores Globales: Santander Investment y BBV Interactivos Valorador: PWC	Bolsa	Características del tramo minorista: Peticiones: 125.779; Sobredemanda: 7,6 x; Demanda generada: 246.761 M Pts; % tramo minorista: 50%; % Empleados: 0,70% Precio minorista igual al institucional
ASTANDER	SEPI	Concurso restringido y procedimiento negociado	Nov-99	100%	300 M Pts.	Asesor: SBC Warburg	Italmar	La privatización fue iniciada por la AIE en 1997. A mediados de 1998 se reinició el proceso. El Comité de Empresa de la compañía presentó también una oferta de compra por el 51% del capital. Finalmente se adjudicó a Italmar por un precio de 300 millones de pesetas.
LM COMPOSITES TOLEDO	SEPI	Venta directa. Negociación bilateral	Nov-99	50%	875 M Pts.	Asesor: Pool Gest	LM Composites	Se contactó con 14 potenciales compradores para ICSA-AYA-LM y 23 potenciales compradores para LM. Debido a la negativa del socio poseedor del 50% restante de LMCT a divulgar información sobre la compañía y a las restricciones existentes a la libre transmisibilidad de las acciones (Estatutos de la compañía y Acuerdo de Colaboración) se negoció bilateralmente con dicho socio.
ENATCAR	SEPI	Concurso restringido y procedimiento negociado	Dic-99	100%	26.200 M Pts.	Asesor: Banco de Santander	Alianza Bus (Alsa 75%, Banco de Negocios Argentaria 10% y Urbaser 15%)	El asesor contactó con un total de 60 entidades potencialmente interesadas. Se recibieron 15 ofertas preliminares y posteriormente 12 ofertas vinculantes. De estas se eliminó 5 propuestas por ser inferiores en precio. A continuación se seleccionó 4 de las 7 restantes en función de sus planes industriales. Finalmente se seleccionó la oferta que en opinión de SEPI ofrecía mejor plan industrial y el segundo precio más elevado.
IBERIA	SEPI	Socios industriales: Venta directa Socios institucionales: Concurso restringido y procedimiento negociado	Dic-99	Socios industriales 10% Socios Institucionales 30%	45.435 M Pts.+ 136.305 M Pts.	Asesores: Merrill Lynch y Deutsche Bank-Bankers Trust	<u>Socios industriales:</u> British Airways 9% American Airlines 1% <u>Socios Institucionales:</u> Cajamadrid 10% BBV 7,3% Logista (Tabacalera) 6,7% Ahorro Corporación 3% El Corte Inglés 3%	<u>Socios industriales:</u> Se realizó un proceso de selección de los candidatos más idóneos para integrar a Iberia en una Alianza Global. Se analizaron cinco candidatos europeos y cinco norteamericanos. Se firmaron acuerdos de intenciones con los socios elegidos y se negoció el precio de entrada en el capital de Iberia. <u>Socios Institucionales:</u> se realizó una convocatoria a todos los potenciales interesados en incorporarse al capital de Iberia. Se recibieron ocho ofertas, de las cuales fueron eliminadas tres por no considerarse aceptables algunas de las condiciones que incorporaban. Se asignó a los cinco candidatos restantes porcentajes en el capital de Iberia después de aplicar un sistema de puntuación y prorrateo. Los porcentajes en el capital oscilaban entre un máximo del 10% y un mínimo del 3%.

(*) Fuente Elaboración propia.

CCP

2. LOS ÍNDICES CCP.

Introducción

La existencia de un mercado de valores en el que se negocian las acciones de algunas de las más importantes empresas privatizadas permite el seguimiento del valor de las mismas de forma inmediata y continua en el tiempo. La cotización de las acciones permite seguir la evolución de cada empresa concreta, pero puede resultar atractiva la idea de contar con un indicador sintético de la evolución del conjunto de las empresas privatizadas que cotizan. Esto último es lo que se ha pretendido con la creación y seguimiento de los índices CCP. Uno de los puntos más útiles de este indicador es la comparación entre la evolución de las empresas privatizadas con los índices del mercado bursátil. Su mejor o peor evolución respecto al mercado podría servir de aproximación al estudio del grado en que el Estado ha ganado o ha perdido con la venta de empresas desde el punto de vista financiero.¹

Una limitación adicional se refiere a la propia composición del índice. Existen, sin duda, muchas formas de ponderar un índice compuesto de acciones.² La filosofía de su construcción se basa en que los índices CCP sean fácilmente comprensibles por un público no especializado. De hecho su construcción no supone más que el seguimiento de una sencilla regla de inversión.

¹ Lógicamente una aproximación de este tipo tiene muchas limitaciones. No se tiene en cuenta el factor riesgo. Tampoco se analizan los cambios en la eficiencia debidos a los cambios en la propiedad, en la dirección y objetivos de la empresa: maximización del valor para el accionista y sus implicaciones en el comportamiento de la empresa.

² La ponderación que se utiliza en los índices CCP es igual para todos los valores que componen el índice en cada momento. Se presupone que no existen sesgos sectoriales en la evolución de ambas carteras que pudieran explicar las diferencias.

CCP

Se han elaborado dos índices CCP con base 100 el 9-12-96, fecha en la que tuvo lugar la liquidación en bolsa de la privatización de Gas Natural, la primera realizada en el actual Programa de Privatizaciones.

El índice CCP1 simula la inversión realizada por un inversor institucional (un banco, una compañía de seguros, un fondo de inversión, una gran empresa, etc.). Los precios de compra son los aplicables al inversor institucional (aunque en ocasiones no hay diferencia de precio entre el tramo institucional y el tramo minorista), que en el caso de las OPV subsiguientes con frecuencia coinciden con el precio de cierre del mercado el día anterior a la fijación de precio. No se incorporan, por tanto, al índice los descuentos correspondientes al inversor minorista, ni los descuentos diferidos al cabo de un tiempo de mantenimiento de las acciones, ni bonos fidelidad en forma de acciones gratis. Sí se incluyen los dividendos que hayan tenido lugar por la posesión de las acciones correspondientes en el momento de reparto de los mismos.

El índice CCP2 simula la inversión realizada por un inversor minorista. Por tanto, es igual al índice CCP1 salvo que se incorporan los descuentos iniciales correspondientes al inversor minorista, los descuentos diferidos al cabo de un tiempo de mantenimiento de las acciones y los bonos fidelidad en forma de acciones gratis en el caso de no venta de las mismas. Cuando las OPVs no han contado con tramos minoristas (Aldeasa y Gas Natural) se ha supuesto que el inversor adquiere los títulos al precio institucional. Este último supuesto es realista, teniendo en cuenta que los particulares podrían adquirir acciones a través de intermediarios como gestoras de patrimonio, etc, aunque pagando una comisión que no hemos tomado en cuenta en los índices.

Ambos índices parten de un capital inicial que por convención se ha fijado en un millón de pesetas, que se va incrementando en función del precio de las acciones, los dividendos, etc. En un primer momento las carteras están compuestas por un único valor (Gas Natural). Cuando se produce la segunda OPV (Telefónica) se vende la mitad de la cartera y se compran las correspondientes acciones de Telefónica. En las sucesivas OPV se mantiene a partes iguales la composición de la cartera. Por ejemplo, en la tercera OPV 1/3 de la cartera estará invertida en

CCP

acciones de Gas Natural, 1/3 en Telefónica y 1/3 en Repsol. Por convención se ha supuesto que las carteras pueden estar compuestas por un número no entero de acciones.

La evolución de los índices CCP

La tabla 3 recoge la rentabilidad en términos anualizados de los índices de privatizaciones, del Ibex-35 y de los fondos de inversión en renta variable (según el índice elaborado y publicado por el Diario Expansión).

Tabla 3- Rentabilidad de los índices de privatizaciones institucional (CCP-1) y minorista (CCP-2) frente al Ibex-35 y a los fondos de inversión (índice del diario Expansión).

RENTABILIDAD ACUMULADA ANUALIZADA

Fecha	Ibex-35	Fondos	CCP-1 Institucional	CCP-2 Minorista
09/12/1996	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
dic-97	54,3%	42,5%	37,7%	43,0%
dic-98	43,1%	39,4%	42,5%	47,5%
dic-99	34,5%	35,4%	31,2%	35,7%

Como puede observarse el índice CCP1 ha obtenido una rentabilidad anualizada desde diciembre de 1996 hasta finales de diciembre de 1999 del 31,2%, moderadamente inferior a la obtenida por el índice CCP2 (35,7%). La diferencia se debe a los descuentos e incentivos que tienen los tramos minoristas y que no afectan al tramo institucional de las OPV.

La rentabilidad del índice CCP1 también es ligeramente inferior a la rentabilidad del Ibex-35 y a los fondos de inversión en renta variable. Con esta comparación se puede concluir que el vendedor (el Estado) ha obtenido un precio ajustado por la venta de sus participaciones, realizando unos ingresos superiores de lo que hubiera obtenido de haber vendido a un precio que igualara la rentabilidad del mercado (medida por el Ibex-35) con la de las privatizaciones (medida por el Índice CCP-1). Dicho de otra manera, el Estado hubiera ganado dinero si lo ingresado por privatizaciones lo hubiera invertido en una cartera que replicara al Ibex-35.

CCP

Sin embargo el índice CCP2 ha tenido una rentabilidad en el mismo periodo ligeramente superior al Ibex-35 y a los fondos de inversión en renta variable. Así, el índice CCP2 (35,7% en términos anualizados) ha obtenido una rentabilidad superior que la inversión alternativa en Fondos de Inversión de renta variable (35,4%) - y también superior a la mencionada rentabilidad del Ibex-35-. En este caso el resultado para el Estado sería el inverso del descrito en el párrafo anterior, es decir, serían los inversores minoristas los que obtendrían una ganancia superior. Este resultado puede considerarse que ha sido un “objetivo perseguido”, debido a la finalidad de fomentar la dispersión del accionariado y extender a nuevas capas de la sociedad el acceso a la renta variable.

En definitiva, del análisis comparado de los índices CCP puede concluirse³ que los precios a los que el Estado ha vendido a través de OPVs sus participaciones en empresas públicas han sido ajustados, en el sentido que su evolución tras la privatización ha sido peor que la del índice de referencia de mercado. Por otra parte, teniendo en cuenta los incentivos a minoristas la inversión en empresas privatizadas ha resultado algo más rentable que la inversión en activos alternativos (fondos de inversión de renta variable o incluso en el mismo Ibex-35).

³ Pueden elaborarse otras carteras con diferentes combinaciones de títulos cuyo resultado no coincida necesariamente con el presente

CCP

CAPÍTULO III

OPERACIONES DICTAMINADAS POR EL CCP EN 1999 Y PRINCIPALES RECOMENDACIONES REALIZADAS

1. OPERACIONES DICTAMINADAS POR EL CCP EN 1999

En el año 1999 el CCP ha emitido los siguientes dictámenes.

- Indra
- Red Eléctrica
- Icsa/Aya I
- Icsa/Aya II
- Enatcar
- Initec
- Astander
- LM Composites Toledo
- TGI
- Iberia

En el momento en que se elabora esta memoria (junio 2000) todas las operaciones de privatización excepto TGI han sido aprobadas por el Consejo de Ministros y sólo queda por ejecutar la OPV por el 53,7% del capital de Iberia. Los métodos de privatización empleados en las operaciones ejecutadas o dictaminadas durante 1999 son:

- a) Dos **OPVs** con tramos minoristas e institucionales, la de Indra y la de Red Eléctrica (a las que habría que sumar la OPV de Iberia, aún no realizada).

CCP

Estas OPVs pueden considerarse como “iniciales”, aunque en propiedad la OPV de Indra no tenga esa consideración. De hecho, en el caso de Indra la empresa se negociaba en el mercado de corros de Madrid, aunque con un escaso *free float*. La escasa significatividad del valor en bolsa hizo recomendable que se hiciera una valoración de la empresa con el fin de determinar el precio de venta, como si se tratara de una OPV inicial. Finalmente el precio de venta fue significativamente distinto del precio de negociación de las acciones en el mercado de corros. La OPV fue precedida de una reorganización accionarial previa ya que la firma Thompson poseía inicialmente un 25% del capital. Se negoció una reducción de ese porcentaje al 10,5% y la entrada de otros accionistas privados (Cajamadrid 10,5% y Banco Zaragozano, 3,99%). Posteriormente se vendió el 66,09% del capital restante en poder del Estado en bolsa a través de OPV.

En el caso de Red Eléctrica también se llevó a cabo una valoración de la empresa que sirvió de referencia a la hora de determinar el precio de la colocación. Sin embargo, a diferencia de la operación de Indra, la OPV sólo comprendía un 35% del capital, manteniendo SEPI un 25% del mismo. La razón de que el Estado siga manteniendo dicho porcentaje en el capital hay que encontrarla en la Ley 54/1997 del Sector Eléctrico, que determina que dicha participación de SEPI se mantendrá hasta diciembre del 2003.

En ambas operaciones no existió descuento específico para el tramo minorista por considerarse que el propio precio de venta incluía de forma implícita un descuento.

b) Cinco **concursos con convocatoria restringida y procedimiento negociado**: Icsa/Aya, Enatcar, Initec, Astander, y TGI (Esta última no se ha ejecutado en la fecha de la elaboración de este informe, junio 2000).

En el caso de ICSA/AYA se trataba de la privatización de dos empresas vinculadas accionarialmente y funcionalmente cuya finalidad era la fabricación de subconjuntos en fibra de carbono, fundamentalmente diseñados para el sector aerospacial (CASA era uno de sus principales clientes). En el proceso de privatización se convocó a 51 potenciales entidades interesadas, entre las cuales hubo 10 muestras de interés. Fueron presentadas cuatro ofertas

CCP

preliminares y posteriormente tres ofertas vinculantes. Finalmente fue seleccionada la firma Mecanizaciones Aeronáuticas cuya oferta económica era de 102 millones de pesetas.

Enatcar es una empresa dedicada al transporte de viajeros por carretera que hasta 1998 se encontraba adscrita al Ministerio de Fomento. Con anterioridad a la privatización fue transferida a SEPI. El asesor de SEPI contactó con un total de 60 entidades potencialmente interesadas. Se recibieron 15 ofertas preliminares y finalmente 12 ofertas vinculantes. De estas últimas se preseleccionaron cuatro en función de los planes industriales presentados. Finalmente se seleccionó la oferta que en opinión del Agente Gestor había ofrecido el mejor plan industrial y el segundo precio más elevado (26.200 millones de pesetas), presentada por el consorcio Alianza Bus (Alsa 75%, Banco de Negocios Argentaria 10% y Urbaser 15%).

Initec es una empresa de ingeniería con cuatro áreas de negocio diferenciadas: Energía, Energía nuclear, Plantas industriales e Infraestructura. En su proceso de privatización, el asesor de SEPI se puso en contacto con 68 potenciales compradores. Se recibieron 11 ofertas no vinculantes, entre las cuales se seleccionó a 6 para la siguiente fase de ofertas vinculantes. Finalmente fue presentada una única oferta por Técnicas Reunidas y Westinghouse con una cuantía económica de 5.000 millones de pesetas.

La privatización de Astander fue iniciada en 1997 por la Agencia Industrial del Estado. Inicialmente se invitó a 5 potenciales compradores nacionales y 12 extranjeros. Hubo 2 muestras de interés. Sin embargo a mediados de 1998, ante la aparición de dos nuevos potenciales compradores, SEPI (una vez absorbida la AIE) decidió reabrir el proceso. Fueron presentadas tres ofertas de compra a la que habría que añadir la oferta por el 51% del capital por parte del propio Comité de Empresa de Astander. Finalmente se adjudicó a la empresa Italmar por un precio de 300 millones de pesetas.

TGI es una empresa dedicada a la prestación de servicios de consultoría y tecnología. El asesor de SEPI contactó con 36 potenciales compradores. Dos candidatos plantearon ofertas preliminares. Finalmente el Grupo Doxa presentó la única oferta vinculante para la compra de TGI en el plazo definido para ello por SEPI con un precio de 60 millones de pesetas.

CCP

c) Una **venta directa** (LM Composites Toledo). La actividad de LM Composites Toledo (LMT) es la fabricación de palas para aerogeneradores en fibra de carbono. El proceso de privatización inicialmente planteado contemplaba la venta de la participación de SEPI en la empresa por concurso restringido, llegándose a remitir cartas de invitación a empresas del sector. No obstante, la existencia de limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones contenidas en el Acuerdo de Colaboración entre el socio tecnológico (LM Glasfiber que detentaba una participación del 50% del capital) y Santa Bárbara (SEPI), así como en los estatutos de la propia LM Composites Toledo, obligaron a SEPI a replantear el proceso e iniciar conversaciones con LM Glasfiber. Dichas negociaciones se materializaron finalmente en el acuerdo de venta de la participación de Santa Bárbara (50% del capital) en LMT a LM Glasfiber por un precio de 875 millones de pesetas.

d) Una **venta directa seguida de una venta por concurso y una OPV** en Iberia. Básicamente en la operación de Iberia se siguió un método que guarda similitud con el experimentado en la privatización de Aceralia. La primera fase consistió en la búsqueda de socios para el establecimiento de una alianza estratégica. Después de analizar los posibles candidatos y las posibles combinaciones entre ellos se seleccionó a American Airlines y British Airways y se integró Iberia en la mayor alianza mundial de líneas aéreas, One World. Posteriormente se negoció la entrada de British Airways (9%) y American Airlines (1%) en el accionariado de Iberia. En la segunda fase se convocó un concurso para la entrada de socios institucionales en el accionariado, presentándose siete propuestas, entre las cuales se eligió a Cajamadrid (10%), BBV (7,3%), Logista (6,7%), El Corte Inglés (3%) y Ahorro Corporación (3%) por un sistema de puntuación de las ofertas previamente establecido. Finalmente la tercera fase (aún no concluida) consiste en la realización de una OPV por el resto del capital en poder del Estado (53,7%).

Como ya ha sido comentado en el apartado anterior, en 1999 también se ha ejecutado la venta del 30% del capital de Retevisión y la venta de la participación residual de SEPPa en Telefónica, esta última a inversores institucionales mediante una operación de Block Trade. Ambas operaciones fueron dictaminadas por el CCP en 1998.

CCP

2. PRINCIPALES RECOMENDACIONES DEL CCP DURANTE 1999

Se han seleccionado diez recomendaciones que se exponen a continuación.

1.- Accionistas relevantes y coordinadores globales en las OPVs

La coincidencia en una misma entidad de la condición de Coordinador Global y accionista relevante de la empresa a privatizar ha sido una de las posibles situaciones de conflicto de interés que ha estado presente en los dictámenes emitidos por el CCP desde su comienzo. (Sobre este punto el Consejo se remite especialmente a las críticas y recomendaciones que aparecen en su Informe de Actividades de 1998).

En el año 1999 esta situación se podría haber producido en dos operaciones: la de Indra y la de Iberia.

En principio, no parece que puedan surgir importantes conflictos de interés por el hecho de que los propios accionistas de la sociedad a privatizar participen y, en cierto modo, dirijan la actividad de colocación de las acciones en el tramo minorista de la OPV. Dado que las entidades colocadoras se limitan a poner su red comercial a disposición del oferente y que han de canalizar por cuenta de éste cualquier solicitud de compra recibida, se cumple aquí una función de simple intermediación que no debería verse afectada por el hecho de que aquéllas ostenten, o no, simultáneamente la condición de accionistas de la sociedad afectada.

Sin embargo, al margen de esta actividad de comercialización, entre los cometidos habitualmente atribuidos al Coordinador Global de una OPV, figuran algunos que podrían originar conflicto de intereses. Así, por ejemplo las facultades en la asignación de acciones a

CCP

las solicitudes de compra institucionales en los supuestos en que la decisión final de dichos cometidos recaiga en última instancia en los Coordinadores Globales (cuya opinión en cualquier caso es imprescindible para proceder a dicha asignación).

Por ello, la posibilidad de que estos conflictos de interés puedan activarse va a depender, en parte, de las funciones que tengan atribuidos los Coordinadores Globales y del control y supervisión que sobre ellos ejerza el Agente Gestor (ayudado, en su caso, por su Asesor).

En las dos operaciones antes mencionadas SEPI ha considerado incompatible la coincidencia en una misma entidad de los dos papeles. Así, en el caso de Indra no convocó para el concurso de Coordinadores Globales a varias instituciones financieras españolas que normalmente son llamadas para estos concursos justificando este hecho “por razón de su pertenencia al accionariado de la propia Indra” y en la operación de Iberia se consideró que si alguna de las entidades financieras fuera seleccionada como socio institucional de Iberia “sería considerado un conflicto de intereses para la coordinación global”.

En otras ocasiones con características parecidas el CCP no había estimado necesario la exclusión de los accionistas significativos de los concursos para la elección de Coordinadores Globales, sino que había solicitado que se analizaran con especial atención los posibles conflictos de interés y que se adoptaran una serie de medidas preventivas tendentes a minimizar las probabilidades de que puedan llegar a activarse. Por tanto, en las operaciones mencionadas referentes al año 1999, en relación con este punto, el Agente Gestor ha ido más allá de las recomendaciones del CCP.

2.- Posible conflicto de intereses entre el asesor y colocador en las OPVs.

Es conocida la opinión del CCP en relación con la conveniencia de que en las OPVs exista un asesor y que además este no ocupe un puesto destacado en el sindicato (que no actúe como Coordinador Global o como Director de tramo).

CCP

El motivo de esta recomendación es evitar que coincidan en la misma entidad los dos papeles y evitar así la aparición de potenciales conflictos de interés en la labor de asesoramiento. Un ejemplo podría ser la recomendación sobre la conveniencia de incluir un tramo minorista en una OPV (el sentido de su recomendación podría verse influido por su propio posicionamiento como especialista en banca minorista o mayorista) o sobre el tamaño de dicho tramo. Otros ejemplos podrían ocurrir cuando en presencia de sobredemanda en todos los tramos, el asesor-Coordinador Global podría recomendar una redistribución que le favoreciera en la colocación ya sea por su situación en el sindicato o por sus propias capacidades en los diferentes tramos. Finalmente, otro potencial conflicto se podría dar a la hora de la fijación del precio final.

El cumplimiento de esta recomendación también sería útil al menos por otras dos razones. La primera se refiere a la posibilidad de que el Agente Gestor pueda contar con la colaboración del Asesor para la selección de los Coordinadores Globales y los otros miembros del Sindicato (así como del resto de entidades participantes en el proceso). Asimismo, la emisión de un informe valorativo, por parte del asesor, sobre este proceso y sobre la decisión final contribuiría al incremento de la objetividad en la toma de estas decisiones. La otra razón está relacionada con lo comentado en el punto 1 de este apartado y se refiere al papel del asesor como "contrapeso" de los Coordinadores Globales, lo que reviste especial importancia en aquellas operaciones donde alguno de los Coordinadores Globales es al mismo tiempo un accionista relevante de la empresa a privatizar (situación, esta última, que no se ha dado en ninguna de las tres OPVs de las que el CCP ha informado durante 1999).

En las tres operaciones (Indra, Red Eléctrica e Iberia), y debido a que se trataban de Ofertas Iniciales (o se consideró como tal en el caso de Indra debido a su pequeña liquidez) SEPI ha estimado que era necesario contar con un informe de valoración realizado por un valorador independiente de los Coordinadores globales y "que no sea o pueda ser miembro del Sindicato de la Oferta, para tener una referencia externa del valor de la compañía a la hora de negociar el precio de la colocación".

CCP

El Consejo ha valorado positivamente esta decisión, que es coherente con las recomendaciones antes citadas del CCP y eficaz para eliminar el conflicto de interés entre los que “venden” y los que “valoran” (sobre este tema se realizarán comentarios adicionales en el siguiente punto aunque referidos a las operaciones realizadas por otros sistemas diferentes al de la OPV).

Sin embargo, el CCP también ha considerado que, de acuerdo con la misma lógica, sería útil la existencia de un asesor independiente que asista a los Agentes Gestor no sólo en las negociaciones para la fijación del precio (como ha ocurrido en esta operación) sino también en el resto de las fases de las OPV, como, por ejemplo, en la fijación del tamaño definitivo de los diferentes tramos, en la clasificación de los inversores institucionales según su calidad, en la asignación definitiva de acciones en los tramos institucionales, etc.

3.- Posible conflicto de intereses entre el valorador y el asesor en las operaciones no realizadas a través de OPVs.

En muchas ocasiones la entidad encargada de realizar la valoración desarrolla al mismo tiempo las labores de asesor en la operación (diseño del sistema de venta, búsqueda de posibles compradores, asistencia en las negociaciones, etc.). Al coincidir dos papeles en una misma entidad puede surgir un posible conflicto de interés⁴.

Por ello, el CCP ha recomendado que el valorador y el asesor sean entidades diferentes. Esto permitiría, a su vez, que el asesor emitiera su opinión sobre el informe del valorador y/o

⁴ Por ejemplo, una valoración en la banda baja puede aumentar las posibilidades de encontrar una oferta en línea con la valoración, lo que a su vez podría incrementar las probabilidades de que la operación se lleve a cabo y que el asesor reciba la llamada “prima de éxito”. (Con frecuencia la remuneración de los asesores incluye una parte que no depende de la culminación de la operación y

CCP

realizase una valoración adicional. Alternativamente, el Consejo ha planteado (como una opción más económica) la posibilidad de que la valoración realizada por el asesor sea sometida a una “fairness opinion” de una entidad especializada independiente.

La existencia de dos informes de valoración (o de un informe y de una “fairness opinion”) adicionalmente sería útil para limitar la importancia de elementos subjetivos y reforzar la independencia de los informes de valoración. Estas recomendaciones están pensadas para medianas y grandes operaciones, aunque también son aplicables a aquellas operaciones pequeñas en las que sus particularidades así lo aconsejen, por ejemplo cuando la empresa presente unas características especiales que dificulten la labor de los valoradores.

A lo largo del año 1999 esta recomendación se ha repetido en diversos dictámenes referidos a operaciones en los que no ha sido tomada en cuenta como las de ICSA/AYA, INITEC, TGI y LM (alguna de estas operaciones tienen un tamaño ciertamente pequeño). Sin embargo, en relación con esta recomendación se han producido ciertos avances a lo largo de 1999. Así, en el caso de Astander, y ante el planteamiento del CCP a la SEPI durante la elaboración del dictamen correspondiente, el Agente Gestor solicitó una “fairness opinion” a una entidad especializada e independiente del proceso de venta. En ENATCAR existieron dos valoraciones realizadas por distintas entidades y en Iberia, aparte de la valoración realizada por los asesores, existió una consulta, entre otros temas, sobre la valoración a una entidad independiente y con anterioridad a la OPV se contará con otra valoración externa realizada por una entidad seleccionada exclusivamente para este fin.

otra, la “prima de éxito”, que sólo se cobra si finalmente se realiza la venta. Aunque esta última se relaciona con el precio pagado, existe un incentivo importante a que la operación se realice)

CCP

4.- Otros posibles conflictos de intereses

La posible existencia de conflictos de intereses en las diferentes fases de las operaciones de privatización ha sido una de las principales preocupaciones del CCP. En los tres puntos anteriores ya se han comentado tres posibles situaciones de este tipo. En este punto citaremos otras que también se han producido en las operaciones informadas por el CCP en 1999.

En dos operaciones (INITEC y ENATCAR) se ha producido una situación que presenta características similares. En ambas se ha presentado un posible conflicto de interés sobrevenido en relación con el asesor financiero. Así, en el momento de la selección no existía ningún conflicto de interés, pero con el proceso de privatización en una fase ya muy avanzada se produce la fusión de la matriz del asesor. Esta operación provoca que el nuevo grupo al que pertenece el asesor disponga de una participación accionarial en uno de los consorcios aspirantes a la compra de la empresa.

La circunstancia surgida en esta nueva situación es compleja debido a que las operaciones se encontraban muy avanzadas y la sustitución del asesor (con la mayor parte de su trabajo ya realizado) planteaba numerosos problemas. Por ello, el Agente Gestor adoptó diversas iniciativas con el objetivo de prevenir que se pudiera activar el posible conflicto. Así, por un lado, solicitó al asesor “garantías suficientes de independencia” (con el envío de una carta explícita en ambos casos por parte del asesor) y, por otro, el agente gestor “ha ejercido siempre la toma de decisiones en cada una de las fases del proceso de privatización”, “habiendo reforzado especialmente su labor activa de supervisión sobre el trabajo desarrollado por el Banco Asesor”.

El CCP, considerando estas actuaciones, estimó que habían disminuido las posibilidades de que se pudiera haber activado el conflicto de intereses, aunque recordó su existencia potencial.

CCP

Otra variante dentro de la problemática de los conflictos de interés se produce cuando el asesor (o aspirante a serlo) colabora o tiene un contrato de asesoramiento con empresas que se podrían llegar a presentar al concurso para la compra. En una situación de este tipo (como ocurrió en el caso de Iberia) el Agente Gestor decidió eliminar a uno de los potenciales candidatos a asesor a pesar de que el mismo aspirante indicaba que su condición no implicaba un conflicto de interés. Esta decisión fue satisfactoriamente considerada por el CCP.

Otra situación de potencial conflicto de interés, aunque fuera de una manera indirecta, también estuvo presente en el caso de Iberia. Dos de las entidades concursantes (que fueron finalmente las seleccionadas) para asesorar a SEPI en la búsqueda de socios estratégicos para Iberia, tenían una participación en una sociedad que era, a su vez, el accionista de control de Aerolíneas Argentinas, entidad esta última participada por Iberia. Sin embargo, estos candidatos hicieron manifestación expresa de la inexistencia de conflicto de interés en la labor de asesoramiento y para evitar cualquier interpretación ambas instituciones se comprometieron a renunciar a cualquier ganancia económica que pudiera derivarse de su participación en la mencionada sociedad por la venta de alguna de las participaciones afectadas.

5.- Ponderación de las comisiones/honorarios en los baremos para la selección de asesor

Con relación al diseño de los sistemas para elegir cualquier tipo de “asesores”, incluidos los Coordinadores Globales, una de las recomendaciones a la que el CCP ha otorgado mayor importancia, insistiendo en ella desde el primero de sus dictámenes, ha sido la de incrementar la ponderación en el baremo de aquellos criterios que resulten más fácilmente cuantificables y, por ello, más objetivables, sobre todo el de las comisiones/honorarios. Uno de los objetivos que se persigue con esta recomendación es incentivar la competencia de las entidades participantes en los concursos en este campo, y como tal, reducir el coste en comisiones y honorarios de las privatizaciones. El otro objetivo perseguido es el de disminuir la

CCP

discrecionalidad a la hora de asignar puntos a las distintas entidades, aumentando de esta manera la objetividad y la transparencia en la toma de decisiones.

A lo largo de la ejecución del actual Programa de Privatizaciones se han ido produciendo mejoras importantes en relación con el cumplimiento de esta recomendación. Sin embargo, en las operaciones en las que el CCP ha emitido dictamen durante 1999 este avance se ha detenido y en media la ponderación del criterio comisiones/honorarios ha disminuido ligeramente en relación con la ponderación media de las operaciones ejecutadas con el actual programa de privatizaciones hasta 1998. Si analizamos los diferentes concursos observamos que la ponderación media del criterio de comisiones en los procesos de selección de Coordinadores Globales (que era más reducida) ha aumentado ligeramente en el año 1999, mientras que la ponderación media de los honorarios en el resto de concursos se ha reducido.

Hay que tener en cuenta que algunas –no todas– de las operaciones que llegan al CCP pueden haber sido iniciadas (uno de los primeros pasos de una privatización es precisamente la de elegir asesor) con anterioridad a las primeras recomendaciones del CCP e, incluso, en algunas ocasiones, varios años antes (por ejemplo en el caso de Iberia o Initec).

En todo caso, lo más importante es resaltar que el actual Programa de Privatizaciones ha ocasionado un importante incremento de la competencia entre las entidades financieras, lo que ha dado lugar a una progresiva disminución de las comisiones institucionales recibidas por los Coordinadores Globales (ver gráfico 11 del capítulo II), en la línea defendida por el CCP.

En relación con la evolución de las comisiones en las últimas operaciones, parecía que después de alcanzado el mínimo de 1,65% en abril de 1998 (Tabacalera) se había producido un estancamiento en la senda de disminución con un ligero repunte en las dos operaciones siguientes (1,70% y 1,75% en Endesa y en Indra respectivamente, esta última la primera realizada en 1999) para volver a situaciones próximas a dicho mínimo con la operación de Red Eléctrica, de julio de 1999, en que se alcanza una comisión de 1,67%. Sin embargo, con la última operación en la que se han elegido a los Coordinadores Globales (la de Iberia) se ha

CCP

vuelto a superar (además de una manera holgada) el mínimo anterior con una comisión del 1,45%.

Esto implica que desde que se inició el actual programa de privatizaciones las comisiones se han reducido a más de la mitad. Esta disminución ha provocado un ahorro para el Estado (si incluimos la OPV todavía no realizada de Iberia) que se situaría por encima de los 35.000 millones de pesetas y que se podría acercar a los 40.000 millones dependiendo del resultado de Iberia.

6.- Recomendaciones sobre el sistema utilizados para asignar los puntos en el criterio de comisiones/honorarios.

En los concursos para elegir todo tipo de asesores, además de la ponderación del criterio de honorarios y comisiones (comentado en el punto 5 anterior), el sistema elegido para asignar los puntos tiene gran trascendencia. De esta manera, con una misma ponderación los puntos obtenidos por cada uno de los candidatos podrían ser muy diferentes con la utilización de sistemas alternativos a la hora de asignar dichos puntos, llegando incluso a poder alterar el resultado final del concurso.

Por ello, a lo largo de los dictámenes emitidos durante 1999, el CCP ha dado gran importancia tanto a los sistemas utilizados para asignar los puntos como a la forma y el momento de elegirlo. A continuación se recogen algunas de las recomendaciones que se refieren a estos aspectos:

— Por un lado, el CCP ha recomendado que, al igual que ocurre con las ponderaciones del baremo, los sistemas para la asignación de puntos se aprueben con anterioridad a la recepción de las ofertas de los candidatos. Esta recomendación se ha realizado en la práctica totalidad de los dictámenes emitidos durante 1999 y no ha sido atendida, siendo, por tanto, uno de los campos donde a juicio del CCP habría que realizar avances.

CCP

Entre los elementos que constituyen el sistema para asignar los puntos se incluirían los siguientes: a) En el caso de que se fijaran explícitamente (y no como el resultado de una fórmula) los extremos del intervalo en el que se puntuarán las distintas ofertas, es decir, la puntuación máxima a recibir por la oferta más barata (que normalmente coincide con la ponderación del baremo) y la mínima por la oferta más cara; b) La fórmula que se aplicará para asignar puntos; y c) El sistema que se utilizará para calcular el valor de la empresa (que normalmente se utiliza para homogeneizar los honorarios cuando una parte de estos se expresen con relación al valor de la venta).

— En relación con los tres concursos en los que se eligió Coordinador Global (esta situación no se produce en la selección del resto de asesores) cuando se asignan los puntos por este criterio se valora no sólo el importe total de la comisión, sino otros conceptos (en concreto el esquema de los incentivos a minoristas, incentivos a las redes y la oferta de banco agente e intervención bursátil) más difíciles de objetivizar, lo que introduce grados de discrecionalidad en el criterio de valoración teóricamente más objetivo. Por ello, la recomendación que ha realizado el CCP (en las operaciones de Indra, Red Eléctrica e Iberia) es que se cambie este sistema por uno que sólo tome en consideración (en la asignación de puntos en este criterio) el importe de la comisión ofrecida. (Por otra parte, el Consejo ha reconocido los esfuerzos del Agente Gestor para objetivizar la asignación de puntos en los otros criterios distintos al de las comisiones en los cuales existe un mayor margen para la discrecionalidad).

— Finalmente el Consejo ha recomendado que los sistemas utilizados para la asignación de puntos por este criterio no tiendan a disminuir su influencia en el resultado final (lo que podría ocurrir al elegir un sistema en el que las diferencias de puntos obtenidas por los candidatos sea pequeña, por ejemplo, cuando la puntuación mínima es muy elevada).

CCP

7.- Prorrato en el tramo minorista de las OPVs

Los tramos minoristas de las OPVs, normalmente, han registrado un elevado nivel de sobredemanda. Sin embargo, el problema no reside en que la demanda sea elevada⁵ sino en que las peticiones se realicen por un valor muy superior a las preferencias reales de los inversores.

Este comportamiento puede deberse a que en los diferentes mecanismos utilizados (estructura de las comisiones de las entidades financieras en el tramo minorista, método de prorrato, prácticas para cursar las ordenes, etc.), los sistemas de colocación de acciones tienden a fomentar el que se “inflen” las órdenes.

Detectado este problema, el objetivo ha sido el de intentar que se aproximara el tamaño de las peticiones a las verdaderas preferencias de los peticionarios y reducir por tanto la demanda artificial de acciones. El CCP en sus dictámenes había recomendado “que se analicen y se adopten medidas que desincentiven la realización de órdenes por un valor diferente al de las preferencias reales”. En la operación de Red Eléctrica, “una vez admitida la opción de la realización de un sorteo” (previsto en la operación de Indra aunque finalmente no llegó a utilizarse por ampliarse el número de acciones destinadas al tramo minorista), el CCP recomendó que se podría estudiar la utilización de un sistema de prorrato lineal por tramos o escalones en el que el tramo marginal se asigne por sorteo.

La ventaja de un sistema de este tipo reside en que incentiva al demandante a revelar sus preferencias, es decir a cursar una orden por un tamaño igual a la cantidad que desea, ya que no se obtendrían ventajas, en ninguna de las diferentes posibilidades que se plantearan, de realizar una orden por encima de sus preferencias. Por tanto, el resultado de incluir una cantidad diferente a la que desea sería igual o peor, pero en ninguno de los casos mejor que la opción de incluir una orden por una cantidad igual a la deseada y, por lo tanto, no existirían incentivos para cursar una orden por una cantidad superior.

⁵ Lo que se podría combatir con unos menores incentivos especiales para este tramo y/o una campaña de publicidad menos intensa.

CCP

Este sistema combina la ventaja de un sistema lineal puro, en el sentido de que no incentiva al demandante a cursar una orden distinta de la cantidad que desea y suaviza su principal defecto, que es tratar a todos por igual con independencia de la “intensidad” de sus preferencias, ya que otorga las asignaciones de forma escalonada.

8.- En relación con los informes de valoración

Según el Apartado sexto-3 del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 toda operación de privatización debe contar con un informe de valoración externo. La necesidad de un informe de valoración es especialmente notoria cuando no existe una valoración de mercado (por ejemplo a través de la cotización de las acciones en un mercado organizado) o cuando a pesar de existir este precio la representatividad de su valor es reducida por problemas de liquidez. Las recomendaciones que ha realizado el CCP en 1999 en relación con los informes de valoración son las siguientes:

a) El CCP ha defendido que el método de descuento de flujos de caja sea el sistema básico a utilizar para la valoración de cualquier empresa y que, en aquellos casos en los que existan razones por las cuales no se pueda utilizar, estas se encuentren debidamente justificadas. En todas las operaciones dictaminadas por el CCP en 1999 se ha utilizado el método de descuento de flujos de caja. No obstante en un caso concreto, Astander, el CCP consideró que habida cuenta de las especiales características de la empresa el sistema más adecuado era el del valor patrimonial neto dada la dificultad para aplicar el descuento de flujos de caja cuando estos son negativos. Asimismo, en el caso de Iberia el CCP observó que el método de descuento de flujos de caja había sido utilizado en las dos primeras valoraciones preliminares, (las de diciembre de 1996 y mayo de 1998) pero no en las actualizaciones posteriores de las valoraciones.

b) El CCP ha recomendado que se cuente con una valoración actualizada a una fecha reciente en relación con la fecha de la venta de la empresa. El propósito de esta medida es que la valoración sea lo más fiable posible, ya que puede haber desviaciones entre las proyecciones

CCP

utilizadas en la valoración y la evolución real de la sociedad. Es decir, dado que el valor de la empresa se determina en función de unas proyecciones, que son en todo caso estimaciones y que pueden desviarse de su evolución real futura, la actualización de la valoración tiene como misión incorporar a la misma los últimos datos disponibles para realizar proyecciones más exactas.

c) Asimismo, el Consejo ha recomendado (en la operación de LM Composites) que el primer informe de valoración (aunque luego se actualice) sea entregado al Agente Gestor con anterioridad a la recepción de las ofertas por parte de los potenciales compradores. En caso contrario, se podría acentuar el potencial conflicto de intereses entre asesor y valorador comentado en el punto tres de este mismo apartado.

d) El CCP ha insistido con carácter general en que se debería reforzar la independencia entre la realización de la valoración en sí y el desarrollo del proceso de venta. Así, en la operación de Iberia el Consejo indicó que aunque el carácter de la valoración externa independiente no es vinculante, sin embargo, para reforzar el principio de transparencia, las negociaciones sobre el precio no deberían influir en la valoración externa que debe realizarse en todo proceso de privatización.

e) El CCP ha recomendado la existencia de un diagnóstico previo junto a una clara justificación de las hipótesis tenidas en cuenta por el Asesor en la proyección de los flujos financieros de la empresa, a fin de comprobar la razonabilidad de las proyecciones utilizadas para elaborar la valoración.

Asimismo, el CCP ha indicado la necesidad de que las valoraciones sean suficientemente autoexplicativas. Por ejemplo, en el caso de Iberia el CCP estimó que las valoraciones deberían haber incluido los supuestos en los que se basaban las proyecciones de los estados financieros de la compañía, explicando cómo fueron calculados los sucesivos rangos de valoración e individualizando las valoraciones de Amadeus y “La Muñoza” (lo que sí se hizo en el informe de valoración de mayo de 1998).

CCP

f) Por otra parte, es necesaria la correcta justificación de la tasa de descuento utilizada a la hora de realizar la actualización de los flujos futuros por su incidencia en el valor calculado de la empresa.

En todo caso, se ha reiterado por este Consejo que las valoraciones externas son indicativas y que lo básico son los precios contenidos en las ofertas de los participantes a través de un proceso competitivo. Sin embargo, las valoraciones externas constituyen un elemento importante, que aporta transparencia a las operaciones y sobre el que deben realizarse los esfuerzos necesarios para su correcta elaboración.

9.- En relación con la información incluida en los expedientes de privatización.

En algunos de los informes realizados durante el año 1999 el Consejo ha expresado la necesidad de mejorar la información con la que ha contado para elaborar los respectivos dictámenes. En concreto, en el caso de Indra y Red Eléctrica se hacía referencia a diversas cuestiones relacionadas con las últimas fases de la OPV y en el caso de ENATCAR a algunos aspectos relativos a la valoración de los planes industriales de los candidatos.

Sobre estos aspectos habría que destacar que en expedientes posteriores (ya sea en alguno de los tramitados al final del año 1999 como en los que están en tramitación en lo que llevamos de año 2000) se han experimentado importantes avances en estos campos.

10.- En relación con el proceso de selección de compradores

Durante 1999 el criterio de precio no fue el determinante en algunas de las operaciones desarrolladas (como ICESA/AYA o ENATCAR), de tal manera que la empresa a privatizar fue adjudicada a candidatos cuya oferta no era la más elevada en precio. El Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 que establece las bases del Programa de privatizaciones

CCP

recoge esta posibilidad en su apartado 6.3. en donde se recoge que “la maximización de ingresos para el Estado no será el único criterio a tener en cuenta para la privatización, sino que se atenderá también a las circunstancias económicas y sociales relevantes en cada caso.”

El CCP en estos casos ha estimado que cuando el precio no resulta el principal argumento de decisión, el resto de los elementos que influyen en la misma deben estar justificados con detalle, y aunque no exista un baremo, estos criterios deberían cumplir una serie de condiciones, entre ellas:

- a) Deberían estar definidos y ordenados, en función de su importancia, con anterioridad a la recepción por parte del Agente Gestor de las ofertas de los candidatos.
- b) La ordenación de la importancia de los diferentes criterios debería figurar en las cartas enviadas a los candidatos preseleccionados, con el fin de incrementar la transparencia y la igualdad de oportunidades.

En general el CCP se ha manifestado partidario de que todos los procesos de privatización cuenten con unos “criterios básicos” conocidos por todos los oferentes que contengan las normas por las que se regirá el proceso y que se establezcan, en lo posible, procedimientos alternativos en el caso de que no se cumplan las previsiones iniciales respecto a determinados eventos (fechas, acontecimientos nuevos, etc.) con el fin de dar flexibilidad al proceso. Estas normas, además, serían útiles para incrementar la concurrencia, reduciendo los “costes” de incertidumbre que supone el proceso, dando una expectativa de plazos previsible y estableciendo las diferentes etapas (y su función) a lo largo de todo el proceso.

Otra de las recomendaciones que ha formulado el CCP, y que está relacionada con la función que pueden desempeñar los “criterios básicos” comentados en el párrafo anterior, es el papel que desempeñan las diferentes fases de ofertas en un procedimiento de venta. En operaciones de venta por concurso en ocasiones se solicita a los participantes que presenten ofertas no vinculantes o preliminares en función de una información sobre la empresa de alcance limitado. El CCP ha recomendado que las exclusiones en la fase de ofertas preliminares

CCP

deben tener un carácter absolutamente excepcional, al tiempo que deben ser ampliamente explicadas y justificadas.

La razón de esta recomendación se encuentra en que normalmente los candidatos realizan las ofertas preliminares con un conocimiento limitado sobre la empresa. Cuando acceden a información más amplia sobre la misma es en la fase de ofertas vinculantes y es entonces cuando se debe realizar una selección más restrictiva ya que tienen un mayor conocimiento sobre la empresa. En ocasiones, propuestas preliminares poco atractivas han sido seguidas por ofertas vinculantes muy interesantes. En todo caso, el Consejo considera que debe evitarse el que la eliminación de candidatos en la etapa de ofertas preliminares conduzca a la disminución de la concurrencia en la fase de ofertas vinculantes.

En alguna ocasión (por ejemplo en la privatización de Astander), el CCP ha llamado la atención sobre el prolongado periodo de tiempo de un determinado proceso. El largo periodo del proceso de privatización es un factor que tiende a incrementar los costes, tanto desde el punto de vista del vendedor, como del comprador. Adicionalmente, un periodo de tiempo muy elevado puede desincentivar a posibles compradores de la empresa, reduciendo la competencia. Por ello, el CCP recomienda que se adopten las medidas necesarias para evitar un alargamiento excesivo de los periodos de privatización. La elaboración de unos “criterios básicos” también podría contribuir a limitar un excesivo alargamiento de los procesos de privatización. No obstante, el CCP estima que en ocasiones el excesivo alargamiento de algunos procesos es imputable a causas ajenas al control de los propios Agentes Gestores.

CCP

CAPÍTULO IV

OTRAS ACTIVIDADES DESARROLLADAS POR EL CCP DURANTE 1999.

Además de la función principal del CCP, que ha consistido en la elaboración de los dictámenes previos a la decisión del Consejo de Ministros sobre el proceso y la propuesta concreta de venta de cada una de las operaciones de privatización, el Consejo ha desarrollado durante 1999 otras actividades.

- En dicho año se han ido desarrollando diferentes trabajos de investigación relacionados con el campo de las privatizaciones, desde el propio Consejo (por ejemplo, a través de su “Informe de Actividades”) o personalmente por parte de diversos miembros del mismo.
- De esta manera, al conocimiento práctico derivado del trabajo en el CCP se ha ido acumulando el trabajo teórico consecuencia de las tareas de investigación desarrolladas sobre este campo y, del mismo modo, las investigaciones teóricas han servido de ayuda en la elaboración de los dictámenes.
- Así, los miembros del Consejo han participado en diversos seminarios y conferencias, han publicado diferentes artículos en revistas especializadas (como la Revista del Instituto de Estudios Económicos, la Revista Española de Control Externo y la Revista de Derecho Bancario y Bursátil) y capítulos en libros colectivos (como Privatización de Empresas y Descentralización de Servicios Públicos, Fundamentos y papel actual de la política económica y Lecturas de Economía Aplicada: Referencias a algunas transformaciones derivadas de la Nueva Economía). Adicionalmente, diversos miembros del Consejo han publicado libros monográficos sobre privatizaciones, tales como La privatización de la Empresa Pública y Las Privatizaciones en España.

CCP

- Por último, en el año 2000 se ha publicado un número monográfico sobre privatizaciones de la revista Economía Industrial coordinado desde este Consejo en el que han participado, miembros del CCP así como otros especialistas –entre ellos el Ministro de Industria y Energía y el Presidente de SEPI– en el campo de las privatizaciones. La presentación del número tuvo lugar en la sede de SEPI y fue presidida por el actual Ministro de Hacienda D. Cristóbal Montoro.
- Los Agentes Gestores han planteado al CCP (basándose en el apartado noveno 1.b del Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996) numerosas consultas sobre diferentes aspectos durante los procesos de privatización (que no revisten las características formales de los dictámenes).
- Dado el importante papel desempeñado por las entidades financieras en la puesta en práctica de las operaciones de privatización, especialmente en aquellas realizadas a través de OPV, el CCP consideró oportuno la celebración de reuniones bilaterales cuyo objetivo ha sido intercambiar experiencias en el campo de las privatizaciones y contrastar sus opiniones sobre el proceso privatizador español y el de otros países.
- Tras la presentación del anterior Informe de Actividades 1998 el CCP inauguró su página “web” www.ccp.es. A través de esta presencia en internet el CCP ha pretendido contribuir a ampliar el alcance de la información que difunde. Se consigue, de esta forma, que el trabajo del CCP sea accesible en tiempo real a cualquier persona que tenga acceso a un ordenador personal y una línea telefónica, al mismo tiempo que su difusión llega a los medios de comunicación de forma directa.

CCP

CAPÍTULO V

CUATRO AÑOS DE PRIVATIZACIONES

Se cumplen ahora 4 años desde la aprobación del Programa de Privatizaciones. Aunque es el 28 de junio de 1996 cuando se aprueba dicho Programa, no es hasta octubre de 1996 cuando el Consejo Consultivo de Privatizaciones recibe su primer expediente de privatización y comienza por tanto su trabajo efectivo. Desde entonces España ha realizado un importante esfuerzo privatizador.

Se han privatizado 36 empresas con unos ingresos que se encuentran en el entorno de los 5 billones de pesetas, una cifra que más que duplica a lo obtenido por todas las privatizaciones realizadas con anterioridad al comienzo del mencionado Programa (2 billones durante el gobierno del PSOE). Estos ingresos suponen que en cada uno de los tres años naturales completos transcurridos desde entonces, en media, las privatizaciones han supuesto un importe equivalente al 1,9% del PIB.

No obstante, y aunque el número de empresas privatizadas haya sido parecido al de los años anteriores, el año 1999, desde el punto de vista de los ingresos, ha sido menos intenso. En este año el importe de las privatizaciones supuso medio punto del PIB. Por otra parte el Ministro de Hacienda, ha anunciado que en ésta Legislatura el ritmo del proceso privatizador será menor que en el cuatrienio anterior, precisamente por la intensidad en su implementación en los últimos años.

La aprobación del Programa de Privatizaciones de 1996 no sólo supuso un cambio cuantitativo sino también cualitativo. Una de las modificaciones afecta al sistema de garantías de los procesos de privatización. Entre otras medidas dentro de este campo se crea el CCP, lo que supuso dotar a nuestro país de un procedimiento de control con unas características parecidas al que ya contaban varios de los países europeos de nuestro entorno. Su función

CCP

básica es contribuir a incrementar el sistema de garantías en las operaciones de privatización y, en concreto, supervisar el cumplimiento de los principios de transparencia, libre concurrencia y publicidad a lo largo de todas las operaciones de privatización, dado que el cumplimiento de esas condiciones defiende, de un lado, el interés público y otorga, del otro, oportunidades iguales a los agentes privados.

Por tanto, desde su comienzo, el actual proceso de privatizaciones ha contado con la actuación del CCP que ha emitido más de 40 dictámenes. En ellos se han formulado recomendaciones que persiguen diversos objetivos que se encuadran, siempre, dentro de la triple óptica ya mencionada. Por otra parte, es posible que el CCP haya influido en el proceso de privatizaciones por otras vías adicionales a la estricta de sus dictámenes. A continuación se realizara un breve repaso de algunas de las recomendaciones que el CCP ha ido planteando durante estos cuatro años así como de sus efectos. Las agruparemos en tres bloques.

a) En muchas ocasiones las recomendaciones contenidas en los dictámenes se han tenido en cuenta en la propia operación en que se planteaban.

Un ejemplo, lo constituye la operación de Sefanitro. Aunque cotizaba en Bolsa, se recomendó la elaboración de un informe de valoración externo, ya que se consideró que, debido a su reducida liquidez, su cotización no era suficientemente significativa. El Agente Gestor encargó y recibió dos informes de valoración –que fueron remitidos al CCP– antes de la aprobación del proceso privatizador por parte del Consejo de Ministros.

Otros ejemplos tuvieron lugar en las operaciones de Tabacalera y en la de Inima. En la primera el CCP recomendó que no existiera un tramo específico destinado al grupo de los estanqueros y el agente gestor eliminó este tramo cuando elevó su propuesta al Consejo de Ministros. En la operación de Inima el CCP recomendó que se repitiera la última fase del concurso y, de nuevo, el Agente Gestor, y con anterioridad de la presentación de la propuesta al Consejo de Ministros, aceptó la recomendación del CCP.

CCP

Asimismo, existieron diversas operaciones en las que, durante el propio período de elaboración del dictamen, el CCP recomendó en reuniones conjuntas con los Agentes Gestores que adoptaran determinadas medidas. En el grado en que fueron aceptadas por el Agente antes de que se emitiera el dictamen final estas recomendaciones no quedaron reflejadas en él. Dos ejemplos al respecto tuvieron lugar en las operaciones de Astander y Babcock & Wilcox. En la operación de Astander, como se recoge en el apartado III.2 de este Informe de Actividades, el CCP planteo a SEPI la conveniencia de solicitar una “fairness opinión” a una entidad externa al proceso sobre el informe de valoración realizado por el asesor, a lo que el Agente Gestor accedió. En la operación de Babcock & Wilcox se creaba y vendía una nueva empresa a la que se traspasaba determinados activos y parte de la plantilla. Sin embargo, las valoraciones realizadas se referían al conjunto de la empresa. Por eso el CCP recomendó (recomendación aceptada por SEPI) que se elaborase un informe de valoración de la empresa que realmente iba a ser vendida. En otras ocasiones, el CCP no ha recomendado la realización de un nuevo informe sino la ampliación por escrito de las justificaciones o de las explicaciones de algunos de los aspectos del informe ya presentado al CCP; por ejemplo, los supuestos utilizados. Cuando la justificación resulta satisfactoria, no se incluye o se atenúa, en parte, la objeción señalada por el CCP.

b) En otras ocasiones no se aplicaron las recomendaciones realizadas por el CCP en la misma operación pero si fueron adoptadas en posteriores privatizaciones (en ocasiones de acuerdo también con la propuesta del Consejo para no paralizar un proceso concreto o por referirse a fases previas ya ejecutadas). Algunos ejemplos pueden ser los siguientes:

— Desde las primeras operaciones, el CCP recomendó que aumentara la ponderación del criterio de las comisiones/honorarios en los concursos para elegir asesores. Esta recomendación perseguía dos objetivos fundamentalmente: hacer mas objetivos los concursos y fomentar la competencia entre las entidades concursantes (en relación con lo sucedido en el año 1999 véase el apartado III.2 de este Informe de actividades). A lo largo del Programa de Privatizaciones, los baremos han recogido, de forma creciente, éste criterio. Una de las posibles consecuencias de este hecho ha sido la reducción de las comisiones en más de la mitad (ver

CCP

gráfico 11 del capítulo II) lo que ha originado un ahorro para el Estado que puede rondar los 40 mil millones de ptas cuando se ejecute la OPV de Iberia.

— El CCP ha recomendado que las bandas para la fijación del precio definitivo que se incluyen en los folletos informativos de las OPVs tuvieran un carácter indicativo y no vinculante. En las últimas OPVs realizadas ya se ha seguido este criterio.

— También se ha recomendado que, en las propuestas de colaboración presentadas por los aspirantes a asesores, no se solicitara una valoración previa de la empresa que se pensaba vender, o que, de solicitarse, ésta no se incluyera en el baremo de selección — ya que potencialmente podría afectar a la objetividad en la elección—. Esta recomendación, efectuada en las primeras operaciones dictaminadas por el CCP, ha sido tenida en cuenta en los siguientes procesos privatizadores.

— El sistema más ampliamente utilizado por los Agentes Gestores para realizar la selección de todo tipo de asesores ha sido el de la “convocatoria limitada”. Este sistema requiere una fase previa: la preselección de candidatos. Es en esta fase donde se define el alcance de la competencia y por ello el CCP ha insistido, desde el principio, en la recomendación de que se realicen convocatorias lo más amplias posibles (el número de convocados normalmente se debería situar por encima de la banda propuesta en la “Norma sobre privatizaciones” o, al menos, situarse en su parte alta —en dicha Norma se establece una banda de entre 4 y 10 preseleccionados “salvo que las circunstancias aconsejen una convocatoria superior”—), y sobre todo que se justifiquen adecuadamente los criterios utilizados en la preselección. En el cumplimiento de ésta recomendación se han realizado algunos avances, pero es uno de los campos donde, en opinión del CCP, se debe seguir avanzando en futuras operaciones.

En ocasiones las recomendaciones realizadas por el CCP han sido superadas por los Agentes Gestores en operaciones posteriores. Por ejemplo, el CCP había llamado la atención sobre el posible conflicto de interés que podría surgir al coincidir, en una misma entidad, el papel de accionista relevante de la empresa que debía privatizarse y de Coordinador Global en

CCP

la colocación, y había recomendado una especial vigilancia y la adopción de una serie de medidas para minimizar las posibilidades de que el conflicto de interés se pudiera activar. En alguna de las últimas OPVs, el Agente Gestor, con criterio más exigente que el del CCP, ha declarado incompatible la coincidencia de ambas figuras –aunque en otros casos la compatibilidad no haya ido unida a toda la serie de medidas propuestas desde el Consejo– (en relación con lo sucedido en las operaciones realizadas en 1999 sobre este punto véase lo comentado en el apartado III.2).

Otro ejemplo de actuaciones en las que los Agentes Gestores ha tomado medidas que superan lo recomendado por el CCP se ha producido en relación con la posible participación de los propios directivos de la empresa en los procesos de privatización. El CCP había recomendado que, en éstos casos, se tomaran las debidas precauciones y controles para que el proceso se desarrollara con las debidas garantías de transparencia y de respeto al principio de igualdad de oportunidades de todos los participantes en el mismo, puesto que, de lo que se trata, es de intentar paliar las asimetrías informativas y los conflictos de interés que surgen en estas situaciones. En las últimas operaciones de privatización, SEPI ha ido más lejos que la propia recomendación y no ha permitido la participación de los directivos en los procesos de venta.

c) Por último, existen otras ocasiones en las que las recomendaciones del CCP no han sido atendidas por alguno de los Agentes Gestores, debido a la existencia de diferencias de opinión.

Así, el CCP ha recomendado que, en las OPVs, exista un asesor independiente de los Coordinadores Globales, que ayude al Agente Gestor tanto en la fijación del precio final como en otras tareas, tales como la asignación de las acciones en el tramo institucional o la fijación definitiva del tamaño de cada tramo. Esta recomendación –que cobra especial importancia cuando coinciden las figuras de Coordinador Global y accionista de referencia por la introducción de un poder parcialmente compensador– ha sido adoptada en el caso de SEPPa pero no así en el caso de SEPI, que sólo ha considerado útil la presencia de un asesor independiente en las OPVs iniciales y únicamente para asesorarle respecto del precio.

CCP

Otra recomendación (en cierto sentido similar a la anterior), que tampoco ha sido aceptada con generalidad, es la de que, en las operaciones que no se realicen a través de una OPV, el valorador sea una entidad diferente del asesor (o que la valoración realizada por el asesor sea sometida a una “fairness opinion”), por el potencial conflicto de interés dado que el asesor cobra una “prima de éxito”. Esta recomendación no es cumplida de manera generalizada pero se han producido diversos avances (recuérdese lo antes dicho sobre Astander y Babcock Wilcox, aparte de otros casos como Enatcar, Aceralia, o Serausa).

Y también existen otras recomendaciones que, hasta el momento, no se han cumplido. Algunos ejemplos son los siguientes:

- Que el sistema para asignar los puntos por el criterio de las comisiones se apruebe, al igual que se hace con las ponderaciones del baremo, con anterioridad a la recepción de las ofertas.

- Que, en las cartas de convocatoria a los asesores, se ordenen los criterios de selección por su importancia en el baremo (esta recomendación no implica que se revelen las ponderaciones de cada criterio).

- En relación con los tramos especiales para empleados en las OPVs, se ha recomendado que se estudie la posibilidad de que fuera la propia empresa — dado que va a ser la principal beneficiada — la que soportara (total o parcialmente) los gastos que suponen los incentivos a este tramo.

- Que exista una entidad independiente del proceso de colocación que supervise (e incluso – con el Agente Gestor - sea la encargada de su realización) la adjudicación de acciones en los tramos institucionales de las OPVs. Esta recomendación cobra especial valor cuando coinciden las figuras de Coordinador Global y accionistas de referencia. (En las operaciones realizadas por SEPPa se ha cumplido, en distinto grado, esta recomendación; sin embargo, SEPI no ha contado con un asesor independiente que realice las mencionadas funciones).

- Que en las operaciones que no se realicen a través de OPVs, y en las que exista una fase preliminar, en la que los candidatos presentan ofertas preliminares no vinculantes, sólo se produzcan descartes de una manera excepcional y con la debida justificación. Esta recomendación descansa en que en esta fase, normalmente, los candidatos no han accedido a toda la información de la que van a disponer posteriormente y en que, debido al carácter no

CCP

vinculante de éstas ofertas, pueden surgir comportamientos estratégicos por parte de los candidatos (esta recomendación se cumple en algunas operaciones y no en otras sin que hasta el momento los Agentes Gestores parezcan tener un criterio genérico sobre esta materia).

Para terminar este apartado, se podría añadir que, en general, las recomendaciones del CCP contenidas en sus dictámenes, han ido teniendo un progresivo y aceptable grado de cumplimiento por parte de los Agentes Gestores –con algunas salvedades como las mencionadas–. Algunas de estas recomendaciones se han citado con anterioridad y algunas otras se analizan en los respectivos capítulos tanto de este “Informe de actividades-1999” como del mismo documento referente al año 1998.

Además, y como se comentó con anterioridad, el CCP ha podido tener influencia en el proceso de privatizaciones por otras vías distintas a las de las recomendaciones contenidas en sus dictámenes. Así, en muchas operaciones, los Agentes Gestores, con carácter previo a la remisión oficial del expediente, mantienen reuniones informales con el CCP en las que se intercambian opiniones sobre diferentes aspectos de las operaciones. Por otra parte la mera existencia de un organismo con las funciones y características del CCP contribuye a que, en las decisiones adoptadas a lo largo de los procesos de privatización, se tengan especialmente en cuenta los principios por los que tiene que velar este Consejo (es decir la puesta en marcha del CCP supone un incremento del “coste” de los comportamientos que se aparten de estos principios).

Por otra parte, la publicación de los dictámenes del CCP ha contribuido a incrementar la difusión de la información sobre los procesos de privatización (según el CIS, al comienzo del Programa de Privatizaciones casi el 62% de los encuestados creían que la información ofrecida sobre la privatización de la empresa pública no había sido suficiente) y, en ocasiones, ha generado un debate público sobre algunas de sus recomendaciones. La elaboración y difusión de este Informe de Actividades es otra de las vías por las que el CCP intenta contribuir a una mayor divulgación de la información sobre los procesos de privatización y, sin duda, a una

CCP

mayor conciencia pública sobre la importancia de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

La labor del CCP se ha realizado dentro de un proceso de privatización que ha estado, en general, bien gestionado y que se ha realizado con una eficiencia y con unos costes que se comparan favorablemente con los de otros países de nuestro entorno.

A lo largo de las operaciones de privatización realizadas en el período de vigencia del actual Programa de Privatizaciones se ha ido profundizando en los principios de transparencia, concurrencia y publicidad, (si bien persiste un margen de mejora), profundización que es atribuible a todos los participantes en el proceso (Agentes Gestores, IGAE, instituciones financieras, etc.) y que constituye, como se ha dicho, la razón de ser del CCP.

CCP

ANEXO I: Operaciones informadas en 1999

ÍNDICE DEL ANEXO I

	<u>Página</u>
Privatización de Indra Sistemas.....	52
Privatización de Red Eléctrica.....	65
Privatización de ICSA/AYA.....	77
Privatización de ICSA/AYA (II).....	87
Privatización de Enatcar	90
Privatización de Initec	102
Privatización de Astander	113
Privatización de LM Composites Toledo	122
Privatización de TGI.....	129
Privatización de Iberia	135

CCP

PRIVATIZACIÓN DE INDRA SISTEMAS S.A.

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de 48,9 millones de acciones de INDRA, que representan el 66,09% de su capital (un 63,3% perteneciente a SEPI y un 2,79% perteneciente a COFIVACASA, filial 100% de SEPI). La enajenación de las acciones se instrumentará mediante una oferta pública de venta (OPV).

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1.- El día 13 de mayo de 1998, los presidentes de SEPI y THOMPSON-CSF suscriben un acuerdo en virtud del cual THOMPSON-CSF (propietaria del 24,9% de INDRA) acepta disminuir su participación hasta un porcentaje inferior al del grupo accionarial español que adquiera el paquete. Para ello, THOMPSON-CSF procederá a la enajenación de parte de sus acciones a los grupos industriales y/o financieros españoles presentados por SEPI, con la única restricción de que éstos no sean competidores de THOMPSON ni tengan o estén participados por competidores suyos. Asimismo, el acuerdo contempla que el precio de venta de estos títulos sea negociado con los nuevos accionistas, a poder ser referenciado al precio de la futura OPV.

2.- En su reunión del día 26 de octubre de 1998, el Consejo de Administración de SEPI aprueba los criterios de selección de los candidatos al puesto de coordinador global y la lista de

CCP

instituciones preseleccionadas. De las diez entidades preseleccionadas, cuatro son entidades bancarias españolas y seis entidades internacionales.

De las diez entidades preseleccionadas dos no presentaron propuestas de colaboración (una entidades española y otra internacional), por lo que la selección se realizó a partir de las ocho ofertas presentadas.

3.- El día 2 de diciembre de 1998, el Consejo de Administración de SEPI acuerda, después de un análisis concreto de cada una de las propuestas presentadas, y de su clasificación con arreglo a los criterios de evaluación y ponderación fijados, la elección de Santander Investment y Banque Paribas como Coordinadores Globales.

4.- El 30 de diciembre de 1998, SEPI remite al CCP información relativa a la selección del Coordinador Global junto al conjunto de la documentación presentada por las entidades financieras. Del mismo modo, con fecha 11 de enero de 1999, SEPI remite al CCP información correspondiente al acuerdo suscrito entre THOMSON-CSF y SEPI.

5.- El día 13 de enero de 1999, el Consejo de Administración de SEPI aprobó la lista preliminar de candidatos (seis) para la selección de un asesor que realice la valoración de INDRA.

6.- El 14 de enero de 1999, SEPI remite al CCP su propuesta de enajenación de las acciones que constituyen su participación en INDRA SISTEMAS S.A., así como las pertenecientes a COFIVACASA.

CCP

III. RECOMENDACIONES Y CONSIDERACIONES DEL CCP

1.- Consideraciones sobre el papel del CCP en las OPVs y sobre la información disponible en esta operación.

1.1.- Planteamiento general

La principal tarea del CCP se realiza con anterioridad a la adopción de la decisión final por parte del Consejo de Ministros. Se trata, por tanto, de un control “ex-ante”.

Sin embargo, el papel del CCP en los procesos de privatización puede no finalizar en esta fase. Con posterioridad a la ejecución de la operación, y sin perjuicio de la función del Tribunal de Cuentas, está establecido que la IGAE realice una Auditoría sobre el desarrollo de cada operación, que se remite al CCP.

A la vista de la nueva información, y en el caso de que lo considere necesario, el CCP puede emitir un nuevo dictamen sobre la operación. De esta manera, y aunque la principal tarea del CCP tenga un carácter “ex ante”, también puede ejercer facultades de control “ex-post” de los procesos de privatización. Además, en las OPV, suele transcurrir un lapso de tiempo desde que el Consejo de Ministros da su aprobación hasta el momento en que se adoptan decisiones tan importantes como la fijación del precio o la adjudicación de acciones. Ello da lugar a que, cuando el CCP emite su primer dictamen, una parte de la información relevante no esté disponible.

Después de analizar la situación planteada en las primeras OPVs, y dada la dificultad de acercar la fecha de emisión del dictamen “ex ante” del CCP a la fecha de realización de la operación, debido a que la autorización del Consejo de Ministros debe preceder al registro del Folleto informativo de la OPV en la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), se optó por recomendar una solución en dos sentidos:

CCP

a) Se solicitó a los Agentes Gestores que realizasen un esfuerzo especial por remitir la máxima información posible para la elaboración del dictamen anterior a la decisión del Consejo de Ministros; y b) se solicitó, asimismo, que los Agentes Gestores remitiesen un informe adicional sobre las últimas fases de la operación que incluyera la justificación de las decisiones tomadas.

1.2.- En esta operación

En la operación de INDRA, el CCP solicita (al igual que ha realizado en el resto de las OPVs) a la SEPI que elabore y remita a este Consejo un informe sobre las últimas fases de la OPV que incluya la explicación y la justificación de las decisiones tomadas en estas fases (con especial énfasis en los mecanismos utilizados para la fijación del precio y la asignación de las acciones en los tramos institucionales). Teniendo en cuenta esta información y la de la auditoría que se realice sobre la operación, el CCP, en su caso, realizaría un informe “a posteriori” sobre la presente operación.

Por otra parte, el CCP considera que, a pesar de los esfuerzos de SEPI de adelantar la documentación que tenía disponible, la información con la que el CCP ha de elaborar este dictamen es inferior a la que ha contado en otras operaciones similares. Con el objetivo de no interferir ni en los plazos previstos para esta operación ni el calendario de privatizaciones previsto, y de manera excepcional, el CCP emite el presente dictamen, aunque recomienda que en operaciones de características similares a la actual, SEPI realice un especial esfuerzo para que, con anterioridad a la emisión del dictamen del CCP, la operación se encuentre lo más avanzada posible con el fin de que este Consejo disponga de la máxima información en el momento de elaborar su dictamen anterior a la decisión del Consejo de Ministros.

A modo de ejemplo, y sin ser exhaustivo, a continuación se enumera alguna de la documentación a la que el CCP no ha tenido acceso (por no estar disponible) en el momento de elaborar este dictamen y que considera que en futuras operaciones debería incluirse en el

CCP

expediente que le remitan los Agentes Gestores (tal y como se ha realizado en operaciones anteriores de características similares):

- El procedimiento para la elección del valorador independiente (baremo a utilizar, expediente de la resolución del concurso con la justificación de la valoración de cada una de las ofertas, etc.). En la presente operación solo se había realizado la preselección inicial de candidatos.
- El correspondiente informe de valoración realizado por la empresa seleccionada en el concurso mencionado en el punto anterior.
- Otros informes de valoración que puedan realizar, por ejemplo, los Coordinadores Globales.
- La información relativa a la realización y resolución de concursos para la elección de otros asesores, tales como agencias y medios de publicidad, asesores legales nacionales y extranjeros.
- La resolución de las negociaciones establecidas entre THOMPSON y otros inversores sobre la venta parcial de parte de su paquete accionarial, pactado con anterioridad con SEPI, con lo que quedarían despejadas las incertidumbres sobre la composición accionarial de INDRA de cara a la realización de la OPV.
- Decisión final sobre si se aplicará a INDRA mediante un Real Decreto la Ley 5/1995 de 23 de marzo, de Régimen Jurídico de Enajenación de Participaciones Públicas en Determinadas Empresas Públicas, por la que se someten a autorización Administrativa previa determinadas decisiones de la empresa así como el acceso a más de un 10% del capital y , en su caso, texto del proyecto de dicho Real Decreto.

El Consejo solicita al Agente Gestor que remita al Consejo esta información según esté disponible. De manera excepcional, el Consejo, con esta información (especialmente la que hace referencia al informe de valoración), podría, en su caso, emitir un dictamen intermedio entre el presente dictamen “ex ante” y el posible dictamen “ex post”.

CCP

2.- En relación a la reestructuración del accionariado de INDRA previo a la OPV.

En el acuerdo de SEPI con THOMPSON se establece entre otros aspectos (como los referidos a la cooperación industrial entre las dos empresas) la reducción de la participación de THOMPSON en el capital de INDRA. En la actualidad, y según informa SEPI, THOMPSON está negociando la venta de paquetes de referencia a entidades financieras.

El CCP considera que estas negociaciones deberían estar cerradas (sobre todo en lo que al precio se refiere) con anterioridad al lanzamiento de la OPV con el objeto de despejar las incertidumbres existentes sobre la estructura del accionariado de INDRA.

3.- En relación al planteamiento de la operación como una IPO.

La SEPI, teniendo en cuenta que las acciones de INDRA se negocian “en Bolsa a través del sistema de contratación en corros, con un “freefloat” muy reducido, por lo que sus acciones tienen muy poca liquidez”, opta por plantear la operación en términos económicos como una Oferta Pública Inicial (IPO). La principal consecuencia de esta decisión es que el precio de mercado no será una referencia válida para la fijación del precio de la oferta y que hará falta una valoración independiente de la empresa (tema que será tratado en el siguiente epígrafe).

El Consejo, dada la situación descrita sobre la cotización de INDRA, valora positivamente la decisión de la SEPI de no considerar esta operación como una Oferta

CCP

secundaria, aunque se considera que se tendrá que realizar un esfuerzo a la hora de justificar las posibles desviaciones del precio de la OPV sobre el precio de cotización⁶.

4.- En relación al papel del valorador.

El CCP en un dictamen anterior (Sefanitro) ya había recomendado que, aun en el caso de que una empresa cotizara en Bolsa, si la liquidez era muy baja la cotización podía no ser representativa y, por tanto, era necesario contar con un informe de valoración independiente.

Por otra parte, el Consejo ha recomendado la existencia en las OPVs de la figura de un asesor, independiente de los Coordinadores Globales y que no ocupe un puesto destacado en el Sindicato colocador de las acciones. Entre las funciones de este asesor estaría la de actuar como “contrapeso” de los Coordinadores Globales asistiendo al Agente Gestor, por ejemplo, en las negociaciones para fijar el precio de la oferta y en la asignación de las acciones en los tramos institucionales.

En la operación de INDRA, como ya se ha comentado, a pesar de cotizar en Bolsa, SEPI estima que es necesario un informe de valoración externo. Adicionalmente, y debido a los posibles conflictos de interés, SEPI decide que el valorador sea independiente de los Coordinadores Globales, y “que no sea o pueda ser miembro del Sindicato de la Oferta, para tener una referencia externa del valor de la compañía a la hora de negociar el precio de la colocación”. De nuevo, el Consejo valora positivamente estas dos decisiones de SEPI que son coherentes con las recomendaciones anteriores del CCP.

⁶ En la experiencia británica, la cuantía ingresada en Ofertas iniciales por la totalidad del capital en manos públicas parece haber sido menor que cuando se procede a realizar uno IPO parcial y después, con la referencia de mercado disponible, se ejecuta una Oferta secundaria. Por ello, se recomienda al Agente Gestor que tenga este factor en cuenta a la hora de negociar el precio de la colocación de la IPO.

CCP

Por otra parte, según explica SEPI, el valorador independiente asistirá al Agente Gestor en las negociaciones con los Coordinadores Globales para la fijación del precio de la Oferta. El CCP considera que, al igual que en este caso se considera positiva la asistencia del valorador independiente en la fase de negociación del precio, en las OPVs de empresas públicas sería útil la existencia de un asesor independiente que asista a los Agentes Gestores no sólo en las negociaciones para la fijación del precio, sino en el resto de las fases de las OPVs, como, por ejemplo, en la fijación del tamaño definitivo de los diferentes tramos, en la clasificación de los inversores institucionales según su calidad, en la asignación definitiva de acciones en los tramos institucionales, etc.

5.- Consideraciones generales sobre el diseño del concurso para seleccionar Coordinadores Globales y valoradores.

El CCP ya se ha pronunciado, en anteriores dictámenes, sobre diversos aspectos concretos en relación a la utilización de la convocatoria limitada a la hora de seleccionar los distintos Asesores. Entre dichos aspectos se encuentran los siguientes:

5.1. Para profundizar en el principio de transparencia el Consejo ha recomendado que los Agentes Gestores expliquen y justifiquen suficientemente los criterios empleados a la hora de realizar la preselección de entidades y, por tanto, los motivos de exclusión/inclusión de los posibles candidatos.

En la presente operación, varias instituciones financieras españolas que normalmente son convocadas en los concursos para elegir a los Coordinadores Globales han sido excluidas. En el expediente-propuesta la SEPI basa la justificación de este hecho “por razón de su pertenencia al accionariado de la propia INDRA”. Sin embargo, esta explicación no ha sido

CCP

suficiente para que en otras operaciones se excluyera a candidatos que también pertenecían al capital de la empresa a privatizar⁷.

En todo caso, el CCP no ha recomendado que de los concursos para la elección de Coordinadores Globales se excluya a los accionistas relevantes; lo que ha recomendado, con insistencia, es que, en estos casos, se adopten las medidas preventivas necesarias para evitar la aparición de posibles conflictos de interés.

En lo referente a la preselección de entidades internacionales en el correspondiente concurso para la elección de Coordinador Global, el CCP solicita, nuevamente, a SEPI un mayor esfuerzo a la hora de explicar los criterios empleados en la misma. Se estima que, aunque las entidades convocadas tienen capacidad y experiencia para llevar a cabo la operación, existen otras que también podrían haber sido convocadas.

5.2.- En relación a la elección de los valoradores, SEPI ha realizado una mayor descripción de las entidades preseleccionadas que en el caso de la preselección de Coordinadores Globales. No obstante, en opinión del CCP existe margen para que se profundice en la explicación de los motivos de inclusión/ exclusión de posibles candidatos.

5.3.- En relación al criterio de “Comisiones” en la selección de los Coordinadores Globales el CCP realiza las siguientes observaciones:

a) En la última OPV realizada por este Agente Gestor el CCP estimaba que la ponderación de las comisiones debía ser sensiblemente superior al nivel alcanzado, mayor que el de la primera operación realizada con el actual Programa de Privatizaciones, pero lejos de la

⁷ Para el caso de uno de los candidatos se añade la circunstancia de que actualmente está negociando con THOMPSON las condiciones de adquisición de un porcentaje significativo de INDRA.

CCP

ponderación media de dicho Programa. Aunque en el caso de INDRA SEPI ha incrementado ligeramente la importancia de este criterio, el CCP considera que la ponderación debe ser mas elevada. Esta recomendación es importante porque el criterio de las comisiones al ser fácilmente cuantificable ayuda a disminuir la discrecionalidad en la selección y a incrementar la competencia por la vía del precio.

b) Cuando la SEPI asigna los puntos por este criterio a las distintas entidades se valora no sólo el importe total de la comisión, sino otros conceptos (en concreto el esquema de los incentivos a minoristas, incentivos a las redes y la oferta de banco agente e intervención bursátil) más difíciles de objetivizar, lo que introduce grados de discrecionalidad en el criterio de valoración teóricamente más objetivo. Por ello, la recomendación que realiza el CCP es que se cambie este sistema por uno que sólo tome en consideración (en la asignación de puntos en este criterio) el importe de la comisión ofrecida. Por otra parte, se reconocen los esfuerzos del Agente Gestor para objetivizar la asignación de puntos en los criterios distintos al de las comisiones en los cuales existe un mayor margen para la discrecionalidad.

c) En relación al método utilizado para asignar los puntos a las distintas entidades por el criterio de comisiones se han producido cambios en relación a la última OPV realizada por este Agente Gestor. El CCP recomienda que se expliquen las razones de los cambios y, en todo caso, que el sistema para asignar los puntos por este criterio se apruebe al mismo tiempo que el baremo.

Por otra parte, en la operación de INDRA el nivel de las comisiones en el tramo institucional ha quedado fijado en el 1,75%. Aunque estas cifras son ligeramente superiores a las dos últimas OPVs realizadas suponen un mínimo en Ofertas Iniciales.⁸

⁸ En todo caso, hay que recordar que los servicios de aseguramiento no son homogéneos.

CCP

6.- En relación a otros aspectos del diseño de la operación.

6.1.- Siendo las OPVs un sistema que garantiza ampliamente la transparencia, la publicidad y la concurrencia, quizás su punto más débil en relación a estos principios reside en la asignación de acciones en los tramos institucionales. El CCP considera que deben existir unos mecanismos tendentes a que la asignación se realice de la manera más objetiva y automatizada posible, relacionados con la “calidad” del inversor y de la orden.

El CCP estima que los Agentes Gestores, teniendo en cuenta las prácticas extendidas en los mercados internacionales, deberían estudiar y aplicar, o en su caso profundizar en la aplicación, de medidas que tiendan a lograr los objetivos expuestos en el párrafo anterior.

En este sentido, el CCP ha ido proponiendo que se analicen algunas medidas como, por ejemplo, la utilización de tramos institucionales globales frente a la regionalización de estos tramos en cuatro o cinco zonas geográficas. Desde el punto de vista de los principios por los que este Consejo debe dictaminar, esta medida perseguiría un incremento en la concurrencia tanto entre los inversores finales como entre los colocadores en la asignación de las acciones. En definitiva, se trataría de incrementar la eficiencia de la asignación final, que vendría determinada por la evolución real de la demanda y no por una distribución entre tramos decidida “a priori” y, por tanto, antes de conocer la marcha de la demanda en los diferentes tramos (normalmente esta distribución inicial se podría cambiar aunque no es completamente flexible porque necesita una comunicación/negociación entre el Agente Gestor y los Coordinadores Globales y, en su caso, los Directores de tramo). En la operación de INDRA, al igual que en las últimas operaciones de privatización los tramos institucionales se han reducido a solamente dos: uno para España y otro internacional global.

Otra medida que se ha recomendado repetidamente en esta dirección ha sido la de profundizar en la práctica de establecer, entre el Agente Gestor y los Coordinadores Globales, con carácter previo a la apertura del libro de demanda, una clasificación de una amplia lista de potenciales inversores según su calidad, definida de acuerdo a unos criterios objetivos.

CCP

Asimismo, y también con carácter previo, deberían establecerse los criterios (con sus correspondientes ponderaciones) que se van a utilizar para clasificar las ordenes que se presenten, así como en función de esas variables el sistema a utilizar para asignar las acciones de los tramos institucionales. En estas labores debe tener una actuación activa el propio Agente Gestor (y, en caso de existencia, el Asesor).

Por otra parte, el Consejo también ha recomendado que se estudien medidas para asegurar que las órdenes reciben una igualdad de trato con independencia del puesto que ocupe en el Sindicato la entidad a través de la cual se cursa la orden. Una posible fuente de discriminaciones entre las entidades del sindicato parece residir en el hecho de “llevar el libro”. Por ello, se ha recomendado realizar un análisis coste - beneficio sobre la posibilidad de que la entidad que lleve el libro de demanda (“bookrunner”) no participe en el sindicato colocador (por ejemplo, que sea el asesor, en el caso de que exista).

6.2.- En relación al tramo de empleados, y al igual que ha realizado en otros dictámenes, el CCP insiste en su recomendación de que se estudie la posibilidad de que sea la propia empresa la que haga frente (al menos parcialmente) a los gastos que suponen los incentivos a sus empleados.

6.3.- A la hora de realizar el presente dictamen el CCP desconoce si se aplicará a INDRA la Ley 5/1995 de 23 de marzo, de Régimen Jurídico de Enajenación de Participaciones Públicas en Determinadas Empresas.

El Consejo estima que la utilización de este sistema debe revestir un carácter excepcional debidamente justificado y que, cuando se decida utilizarlo, sería útil contar con una opinión de una entidad independiente (que podría ser el Asesor Financiero en el caso de que existiera esta figura) en cuanto a su impacto sobre la concurrencia en la operación de venta y en el precio de colocación.

CCP

IV.- CONCLUSIONES

Tras analizar la información contenida en el expediente-propuesta de privatización y teniendo en cuenta las consideraciones realizadas, especialmente las referidas a las limitaciones de la información disponible en el momento de elaborar este dictamen, el CCP considera que en las fases del proceso de privatización de INDRA que han tenido lugar hasta el momento y en el diseño de la operación propuesto por el Agente Gestor, se cumplen suficientemente los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

En cualquier caso, el CCP recuerda las recomendaciones realizadas en el apartado III, especialmente las contenidas en los epígrafes 5.3.a); 6.1 y sobre todo la del apartado 1.

De la misma manera que en otras OPVs, el CCP solicita a la SEPI un informe final sobre las últimas fases de la operación. Sobre este informe y con la auditoría a realizar por el IGAE, el Consejo, en su caso, podría emitir un nuevo dictamen. De manera excepcional, en esta operación, se podría emitir adicionalmente un dictamen intermedio cuando se reciba la información que no ha estado disponible, especialmente la referente al informe de valoración.

Enero, 1999

CCP

PRIVATIZACIÓN DE RED ELÉCTRICA

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de 15.781.500 acciones de RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA, S.A. (REE), que representan el 35% de su capital propiedad de SEPI. La enajenación de las acciones se instrumentará mediante una oferta pública inicial de venta (OPV).

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1.- El día 20 de octubre de 1997, el Consejo de Administración de SEPI en virtud de lo establecido en la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional, adquirió, de sociedades pertenecientes al Grupo Endesa, el 49,1% del capital social de REE, que sumado al 1% que poseía la propia SEPI, le confirió la mayoría de capital exigida en la legislación de 1994,

El día 19 de diciembre de 1997, el Consejo de Administración de SEPI, para dar cumplimiento a lo prevenido en la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, adquirió la participación restante del Grupo Endesa para que las sociedades de dicho Grupo permanecieran en el capital social de REE exclusivamente con el 10% que le permitía la nueva legislación y lo mismo hizo con parte de las acciones correspondientes a IBERDROLA,S.A., que también debía cumplir con el máximo permitido por la Ley, del 10%. Esta limitación de participación máxima en el accionariado no es aplicable a SEPI que debe de tener al menos, el 25% hasta el año 2003, manteniendo posteriormente, en todo caso, una participación del 10%.

CCP

Con todo ello, SEPI quedó como titular del 60% de las acciones de REE, de las que ahora, se desprende de un 35%.

Todas las acciones han sido adquiridas por SEPI en condiciones idénticas, de tal manera que el precio de compra a las sociedades eléctricas se fija en función de lo que resulte de la OPV que ahora se plantea, más los derechos económicos generados por tales acciones con anterioridad a su venta y menos los gastos incurridos por SEPI en la OPV.

2.- En su sesión del día 10 de julio de 1998, el Consejo de Administración de SEPI aprueba los criterios de selección de los candidatos al puesto de coordinador global y la lista de instituciones preseleccionadas. De las diez entidades preseleccionadas, seis son entidades bancarias españolas y cuatro entidades internacionales.

3.- El día 19 de diciembre de 1998, el Consejo de Administración de SEPI acuerda, después de un análisis concreto de cada una de las propuestas presentadas, y de su clasificación con arreglo a los criterios de evaluación y ponderación fijados, la elección de Santander Investment y BBV Interactivos como Coordinadores Globales.

4.- En su sesión del día 23 de abril de 1999, el Consejo de Administración de SEPI aprueba la lista preliminar de candidatos (cinco) para la selección de un asesor que realice la valoración de REE. La necesidad surge de la no cotización en Bolsa de REE, por lo que se precisa un valorador independiente, que no sea o pueda ser miembro del Sindicato de la Oferta, para tener una referencia externa de la Compañía.

5.- Del mismo modo, en la sesión del 23 de abril de 1999, el propio Consejo de Administración de SEPI, acuerda la estructura de la OPV y la ejecución de la venta del 35% de REE. Asimismo, se acuerda la remisión del expediente al Consejo Consultivo de Privatizaciones.

CCP

6.- El 26 de abril de 1999 es remitida la propuesta de SEPI al Consejo Consultivo de Privatizaciones.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

1.- Consideraciones generales.

La principal tarea del CCP se realiza con anterioridad a la adopción de la decisión por parte del Consejo de Ministros. Se trata, por tanto, de un control “ex-ante” tal y como se recoge en el apartado noveno 1. a. del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 en el se establece que el CCP “informará sobre todas las operaciones concretas de privatización que los Agente Gestores deben someter a su consideración y al objeto de que por el mismo se dictamine ... si el proceso de privatización y la propuesta concreta de venta se acomoda a los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia”.

Por ello el CCP considera necesario un mayor esfuerzo por parte de los Agentes Gestores para que, en el momento de remitir el expediente al Consejo, se encuentre disponible, para su análisis, la mayor información posible, relativa, tanto al proceso de privatización, como a la propuesta concreta de venta de forma que este Consejo pueda realizar sus funciones con mayor eficacia. Este esfuerzo se recomienda que sea más intenso en las OPVs, ya que, dadas sus características, es en este tipo de operaciones donde este problema se intensifica.

El Consejo considera que en esta operación no ha podido contar con la información adecuada (en gran medida por no estar disponible en el momento de elaboración del dictamen), especialmente en lo que se refiere al proceso de selección del valorador independiente, sobre el cuál este Consejo no había sido informado en el momento de la elaboración de este dictamen, y en lo relativo al informe de valoración que, aún no había sido realizado (y con el que, según el apartado sexto 3. del Acuerdo del Consejo de Ministros citado, debe contar toda operación de privatización).

CCP

El CCP emite el presente dictamen, aunque aclarando que se refiere a los datos sobre el proceso de privatización y sobre la propuesta de venta conocida hasta el momento de la emisión de este informe. En todo caso, aunque en relación a las fases posteriores del proceso no se puede dictaminar sobre el cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia, se realizarán a lo largo del mismo algunas recomendaciones que persiguen el fortalecimiento de dichos principios, basándose en procesos de privatización anteriores.

2.- En relación con el sistema de OPV

No es muy común que empresas con la misma función de REE coticen en Bolsa. Uno de los pocos casos comparables internacionalmente es el de la británica National Grid. Sin embargo, se entiende que el sistema elegido para la venta del 35% del capital de REE (el de OPV con tramos institucionales y minoristas y posterior cotización en Bolsa) facilita la transparencia, la publicidad y la concurrencia de la operación. Desde el punto de vista de los principios por los que se tiene que guiar este Consejo se considera un método adecuado. En cualquier caso el Consejo estima que antes de comenzar la OPV deberían estar resueltas, en la medida de lo posible, la mayor parte de las incertidumbres regulatorias que puedan afectar al funcionamiento de REE.

3.- En relación a la preselección realizada para elegir a los distintos “asesores” (coordinadores globales, valorador, asesores jurídicos, agencias de publicidad, etc.).

Antes de analizar lo ocurrido en esta operación se recuerda brevemente cuál ha sido la postura del CCP sobre esta materia.

El sistema normalmente utilizado por los Agentes Gestores para elegir a todo tipo de entidades “asesoras” externas ha sido el de convocatoria limitada. El Consejo ya ha señalado que desde la óptica de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia, la principal debilidad de este sistema es la necesidad de realizar una preselección de candidatos, ya que es

CCP

el momento en el que se define el alcance de la competencia del proceso. Por ello, el CCP ha realizado diversas recomendaciones relacionadas con dicha preselección, entre ellas las dos siguientes:

a) Por un lado, el Consejo ha recomendado que se realicen convocatorias lo más amplias posibles, lo que implica que el número de convocados normalmente se debería situar por encima de la banda propuesta en la “Norma sobre privatizaciones” o, al menos, situarse en su parte alta (en dicha Norma se establece una banda de entre 4 y 10 preseleccionados).

b) Por otro lado, el Consejo atribuye especial importancia a que la preselección se realice con la necesaria transparencia, lo que implica un importante esfuerzo por parte de los Agentes Gestores para explicar y justificar suficientemente los criterios empleados para realizar la preselección previa de entidades y, por tanto, los motivos de exclusión/inclusión de los posibles candidatos.

Valorando la calidad de los preseleccionados en los diferentes concursos de esta operación el Consejo realiza las siguientes consideraciones:

En relación con la preselección realizada para elegir a los coordinadores globales SEPI ha convocado a 6 entidades nacionales y 4 internacionales. El Consejo estima suficiente la convocatoria de las 6 entidades nacionales, pero el número de entidades internacionales le parece escaso. Adicionalmente la justificación facilitada por SEPI (ampliada a petición de este Consejo) para la selección de esos candidatos no se encuentra soportada por los “ránking” de análisis aportados por el propio agente gestor.

Respecto de la preselección de entidades para la selección de valorador, el Agente Gestor ha convocado sólo a 5 candidatos. En relación a la justificación de la preselección, el Consejo considera que deberían explicarse más detalladamente los motivos de inclusión/exclusión de posibles candidatos.

CCP

En el caso de la preselección de los asesores legales y de las agencias de publicidad se reproduce la misma situación: reducido número de convocados (especialmente en el caso de los asesores legales, 4 para la elección de asesor legal nacional y 4 para asesor legal extranjero) e insuficiente justificación sobre los criterios de inclusión/exclusión en la lista.

Además de las recomendaciones ya enumeradas, al CCP le parece útil la figura del asesor independiente (distinto de los Coordinadores Globales — en OPVs como es el caso — o de los valoradores —en operaciones que no se realizan a través de los mercados de valores y que tengan un tamaño suficiente—) que, además de disminuir posibles conflictos de interés, puede ayudar al Agente Gestor a realizar la preselección y el diseño de los concursos para elegir coordinadores globales, valoradores, etc. Por eso, el CCP ha recomendado que la elección de ese Asesor sea previa a la del Coordinador Global y de otros asesores y no simultánea. Al mismo tiempo, ha recomendado la inclusión en el expediente remitido al CCP de un informe del Asesor que contenga su opinión sobre la preselección (y también sobre la decisión final de los concursos) como elemento que refuerza la objetividad y transparencia de estas decisiones.

Sabido es que este Agente Gestor no es partidario de nombrar este tipo de asesor pero, sin embargo, y a la vista del resultado relativo a las 4 preselecciones (la de coordinadores globales, la de valoradores, la de asesores jurídicos y la de agencia de publicidad) realizadas en la operación de REE y de las razones de tiempo aludidas por el Agente Gestor, el CCP encuentra nuevos argumentos a los ya expuestos en anteriores informes sobre la conveniencia de esta figura. En este proceso podría haber servido para colaborar en todos los trabajos - incluido el análisis de un mayor número de preseleccionados - y para ayudar en la objetivación - y su justificación detallada - de las preselecciones realizadas. Tanto el Agente Gestor como este Consejo coinciden en que el ritmo y la celeridad de los procesos de privatización tiene que ser compatible con la profundización en la concurrencia.

CCP

4.- En relación al papel del asesor-valorador

Como se ha comentado en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 se establece que “en toda operación de privatización ... se solicitará informe o informes externos que indiquen la valoración estimada...”. Los Coordinadores Globales elegidos por SEPI son entidades externas y por lo tanto con las valoraciones por ellas realizadas se hubiera cumplido con el requisito establecido en el Acuerdo.

Sin embargo, basándose en la existencia de posibles conflictos de interés entre los que “venden” y los que “valoran” (entre otras cosas su remuneración esta sujeta al resultado de la venta), SEPI decide que debe existir un valorador que sea independiente de los Coordinadores Globales, y “que no sea o pueda ser miembro del Sindicato de la Oferta”.

El CCP valora positivamente esta decisión de SEPI, que es coherente con las recomendaciones anteriores de este Consejo, pero quiere enumerar algunas consideraciones generales relacionadas con este tema.

En primer lugar, según explica SEPI, el valorador independiente asistirá al Agente Gestor en las negociaciones con los Coordinadores Globales para la fijación del precio de la Oferta. El CCP considera que en las OPVs de empresas públicas sería útil la existencia de un asesor independiente que (además de las funciones enunciadas en el apartado 3 anterior) asista a los Agentes Gestores no sólo en las negociaciones para la fijación del precio (como ocurre con el valorador en esta operación), sino en el resto de las fases de las OPVs, como, por ejemplo, en la fijación del tamaño definitivo de los diferentes tramos, en la clasificación de los inversores institucionales según su calidad, en la asignación definitiva de acciones en los tramos institucionales, etc.

Por último, el Consejo solicita a SEPI que en otras OPVs que supongan una salida a Bolsa se adopten las medidas necesarias para que tanto la selección del valorador como sobre todo el informe de valoración (aunque se trate de un avance sujeto a modificaciones) estén

CCP

realizados con anterioridad a la emisión, por parte de este Consejo, del dictamen correspondiente.

5.- En relación al criterio de las “Comisiones” en la selección de los Coordinadores globales.

Entre los diferentes criterios que se tienen en cuenta en el baremo el más objetivo parece ser el de las comisiones. SEPI realiza un importante esfuerzo por objetivar la asignación de puntos en la mayoría de estos criterios, a pesar de su dificultad. Sin embargo, en el de las comisiones, pese a ser el criterio más objetivo, el Agente Gestor lo subjetiviza al valorar (dentro del mismo) no sólo el importe total de la comisión, sino otros conceptos más difíciles de someter a una consideración estrictamente objetiva. El efecto no es sólo una menor objetividad a la hora de asignar los puntos en el criterio más objetivo, sino que también su importancia relativa resulta menor que la que se refleja en la ponderación del baremo. Adicionalmente, los criterios para asignar las puntuaciones (no así las ponderaciones del baremo) se deciden con posterioridad a la recepción de las ofertas.

Por todo ello, el Consejo recomienda que se cambie este sistema por otro que sólo tome en consideración (en la asignación de puntos en el criterio de las comisiones) el importe de la comisión ofrecida, valorándose el resto de los conceptos en otros apartados del baremo. Adicionalmente el Consejo considera que las diferencias de puntos que las distintas entidades obtienen en este criterio deben de ser significativas. Para ello recomienda que, en relación a lo ocurrido en esta operación, se incremente la ponderación del criterio de las comisiones y que se utilice en mayor grado todo el rango del baremo otorgando una puntuación menor a la oferta menos atractiva. Por otra parte, se considera que además de fijar las ponderaciones del baremo con anterioridad a la recepción de las ofertas se debería realizar un esfuerzo para fijar, en la medida de lo posible, los criterios o sistemas en los que se basará la asignación de puntos en los diferentes criterios del baremo, especialmente en el de las comisiones.

CCP

6.- Asignación de las acciones en los tramos institucionales.

Como ya se ha destacado en dictámenes anteriores, el sistema de OPV puede presentar cierta debilidad en la asignación de acciones en los tramos institucionales. El CCP considera que deben existir unos mecanismos tendentes a que la asignación se realice de la manera más objetiva y automatizada posible, relacionados con la “calidad” del inversor y de la orden.

El CCP ha considerado que los Agentes Gestores, teniendo en cuenta las prácticas extendidas en los mercados internacionales, deberían profundizar en la aplicación de medidas que tiendan a lograr los objetivos expuestos en el párrafo anterior.

Algunas de las medidas propuestas por el CCP, que se han venido aplicando en las últimas operaciones, como, por ejemplo, la utilización de tramos institucionales globales frente a la regionalización de estos tramos en distintas zonas geográficas, también se ha empleado en esta operación, lo que se estima positivo .

Otra medida que se ha recomendado repetidamente en anteriores dictámenes ha sido la de profundizar en la práctica de establecer, entre el Agente Gestor y los Coordinadores Globales, con carácter previo a la apertura del libro de demanda, una clasificación de una amplia lista de potenciales inversores según su calidad, definida de acuerdo con unos criterios objetivos. Asimismo, y también con carácter previo, deberían establecerse los criterios (con sus correspondientes ponderaciones) que se van a utilizar para clasificar las ordenes que se presenten, así como en función de esas variables el sistema a utilizar para asignar las acciones de los tramos institucionales. En estas labores debe tener una actuación activa el propio Agente Gestor (y, en caso de existencia, el Asesor). En la última operación similar realizada por este Agente Gestor, la OPV de INDRA, se realizaron avances en estos campos que (según la información facilitada por el Agente Gestor) se aplicarán a la operación objeto de este dictamen.

CCP

7.- Asignación de acciones en los tramos minoristas.

El agente gestor ha indicado que en el caso de sobredemanda se utilizaría un sistema de prorrateo similar al utilizado en la anterior OPV (la de INDRA). Es de destacar la preocupación del Agente Gestor en aquella operación para que todos los adjudicatarios de acciones tuvieran derecho de asistencia a la Junta de Accionistas. Para ello, en primer lugar, se modificaron los estatutos de la sociedad para disminuir el número de acciones necesarias para la asistencia a la Junta y, en segundo lugar, se diseñó el prorrateo para que la adjudicación mínima no fuera menor a ese número de acciones.

Esquemáticamente este sistema de prorrateo consistía en asignar a todos los mandatos de compra un número de acciones igual al número entero que resulte de dividir 200.00 pesetas (petición mínima) por el precio máximo. Si las acciones asignadas al tramo minorista no fueran suficiente para adjudicar este número de acciones, el número de acciones a adjudicar sería el resultante de dividir el total de las acciones destinadas a este tramo entre el número de mandatos. No obstante, si el número anterior resultase inferior a 50 (número de acciones necesarias para asistir a la Junta) se seleccionarían mediante sorteo los mandatos a los que se les adjudicaría exactamente esas 50 acciones.

En el caso de que al realizar la operación del párrafo anterior sobrarian acciones, estas se adjudicarían de forma proporcional al volumen no satisfecho de los Mandatos de Compra.

Con este sistema se consigue, efectivamente, que todos los adjudicatarios dispongan del derecho de asistencia a la Junta. (En la operación de INDRA no se recurrió finalmente al sorteo porque el Agente Gestor amplió el tramo minorista lo suficiente como para adjudicar a todos los mandatos las 50 acciones antes mencionadas). Sin embargo, al incluir una parte (al menos teórica) en la que las acciones se asignarían de manera proporcional, este sistema no resulta efectivo para enfrentarse con uno de los problemas que se ha venido reproduciendo en las

CCP

diferentes OPVs en las que este Consejo ha tenido que dictaminar: el “inflamamiento” artificial de las órdenes, es decir la realización de mandatos por un importe superior al realmente deseado. De hecho esta operación ha registrado la segunda mayor sobredemanda en el tramo minorista, dentro del actual Programa de Privatizaciones (39,3 veces el aseguramiento inicial). No obstante, en esta cifra, sin duda, no sólo se refleja la existencia de demanda artificial, sino que se encuentra influida por otros factores como, por ejemplo, el tamaño de la oferta (la operación de INDRA ha sido la más pequeña de todas las OPVs con tramo minorista realizadas en el período mencionado) o el esfuerzo relativo en publicidad.

Por ello, el Consejo recomienda que para la operación de REE se analicen y se adopten medidas que desincentiven la realización de órdenes por un valor diferente a la de las preferencias reales. Por ejemplo, una vez admitida la opción de la realización de un sorteo, se podría estudiar la utilización de un sistema de prorrateo similar al anteriormente descrito, aunque con la siguiente modificación: que el “resto” de la adjudicación de acciones (una vez realizada la adjudicación lineal del primer tramo) no se efectuase de manera proporcional sino de una manera lineal, por tramos. Ello exigiría repetir cuantas veces haga falta el procedimiento para adjudicar un número adicional de acciones igual para todas las órdenes que hayan realizado una petición superior a las adjudicaciones obtenidas en las anteriores fases. Finalmente, en el tramo marginal se recurriría a un sorteo para seleccionar las ordenes que recibirían esta última asignación (un sistema parecido a este se ha utilizado en una OPV privada reciente).

La ventaja de un sistema de este tipo reside en que incentiva al demandante a revelar sus preferencias, es decir a cursar una orden por un tamaño igual a la cantidad que desea, ya que no se obtendrían ventajas, en ninguna de las diferentes posibilidades que se plantearan, incluyendo cualquier otra cantidad (ya sea mayor o menor que la realmente deseada) en su mandato. Por tanto, el resultado para él de incluir una cantidad diferente a la que desea sería igual o peor, pero en ninguno de los casos mejor y, por lo tanto, no existirían incentivos para cursar una orden por una cantidad superior.

CCP

En cualquier caso, el CCP ha estimado que la efectividad de las medidas para disminuir el fenómeno de la demanda artificial deben probar su utilidad en el mercado y solicita del Agente Gestor un análisis “ex post” de sus resultados empíricos.

IV.- CONCLUSIONES

Recordando en todo caso las consideraciones realizadas, especialmente las referidas a las limitaciones de la información disponible en la fecha de elaborar este dictamen, el CCP considera que, hasta el momento, se han cumplido de una manera suficiente los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

El Consejo recuerda las recomendaciones realizadas en el apartado III, especialmente las contenidas en los epígrafes 1 y 3.

Mayo, 1999

CCP

PRIVATIZACIÓN DE ICSA/AYA

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de INTERNACIONAL DE COMPOSITES, S.A. (ICSA) y de las acciones de AERONÁUTICA Y AUTOMOCION, S.A. (AYA), integradas en ICSA, propiedad de EMPRESA NACIONAL SANTA BARBARA DE INDUSTRIAS MILITARES,S.A. (ENSAB), Sociedad Participada íntegramente de forma directa por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI).

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1.- El 19 de diciembre de 1997 el Consejo de Administración de SEPI autorizó la puesta en marcha del proceso privatizador de las participadas de ENSAB, ICSA y AYA, que con anterioridad había sido objeto de estudio por el Consejo de la extinta Agencia Industrial del Estado.

2.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 27 de marzo de 1998, aprobó la lista de asesores a convocar y los criterios de ponderación para la selección. De las diez entidades presentadas, dos de ellas declinaron la invitación para presentar una propuesta de colaboración. Una vez analizadas las ocho propuestas, el Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 24 de abril de 1998, autorizó la contratación de POOL GEST como asesor en la privatización de ICSA-AYA.

CCP

3.- El Asesor se puso en contacto con un total 51 potenciales compradores para ICOSA y/o AYA. Se envió el cuaderno de venta a las 10 entidades interesadas que habían firmado el acuerdo de confidencialidad. De estas entidades 4 presentaron ofertas preliminares.

4.- En julio de 1998 el asesor presentó a SEPI el informe de valoración de ICOSA-AYA.

5.- Tras analizar las ofertas preliminares, y contando con la opinión del asesor, el Consejo de Dirección de SEPI decidió, el 14 de octubre de 1998, iniciar la fase de “due diligence” (data room, visitas a las fábricas y presentación del equipo directivo) con las cuatro entidades. A continuación, el Agente Gestor solicitó la presentación de oferta vinculante antes del 16 de noviembre de 1998.

6.- Como complemento del due diligence, con fecha 12 de noviembre de 1998, se emitió un resumen con las preguntas y respuestas, formuladas por los oferentes. También en dicha fecha se comunicó la ampliación del plazo de presentación de las ofertas vinculantes al día 24 de noviembre de 1998.

7.- Al tiempo, se conoció el interés de la Compañía General Dynamics Land Systems en participar en el proceso. Dada la relevancia de la Compañía, y teniendo en cuenta que no se habían presentado ofertas vinculantes definitivas, el Asesor, previa consulta a SEPI, convocó a esta empresa al Data Room y visita a fábrica, tras la firma del acuerdo de confidencialidad y entrega de los correspondientes cuadernos de venta. Esta empresa, acudió al Data Room y visita a la fábrica los días 25 y 26 de noviembre, facilitándose la misma información adicional que a los restantes oferentes. Asimismo, ante la formulación de nuevas preguntas por esta última se procedió a emitir con fecha 30 de noviembre de 1998, a todos lo oferentes nuevo resumen de información adicional, que recogía las preguntas y respuestas formuladas por este ultimo oferente.

CCP

8.- Con fecha 19 de noviembre de 1998, se procedió a una nueva comunicación, a las cinco compañías participantes en el proceso, de ampliación del plazo de presentación de ofertas hasta el día 5 de diciembre de 1998.

9.- Con fecha 2 de diciembre de 1998, el Asesor recibió comunicación de GAMESA en la que manifestó su decisión de no seguir participando en el proceso. En este mismo sentido, con fecha 3 de diciembre de 1998, el Asesor recibió notificación de General Dynamic Land Systems notificando su decisión de no presentar oferta.

10.- El día 5 de diciembre de 1998 se recibieron tres ofertas vinculantes. Una vez analizadas las correspondientes ofertas vinculantes y planes industriales, los oferentes mantuvieron con el asesor distintas conversaciones telefónicas y reuniones con el objeto de aclarar determinados aspectos de las ofertas presentadas. Con fecha 19 de febrero de 1999 el asesor envió a los tres candidatos un borrador de contrato que recogía las particularidades de cada oferta negociada. Después de la ratificación por los candidatos del contenido del borrador de contrato enviado, se procedió al estudio definitivo de las ofertas presentadas.

11.- De las tres ofertas presentadas se seleccionó la de MASA, fijándose el precio de las acciones de ICSA y AYA en 102 millones de pesetas, (según el asesor el resultado de la operación para ENSAB se estima en menos 4.064 millones de pesetas) en base a los Balances cerrados a 31 de diciembre de 1998, y sobre los que previamente a la formalización se habrá eliminado la deuda remunerada, tanto con Empresas del Grupo SEPI, como con terceros. Como consecuencia de lo anterior, el Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 26 de febrero de 1999, propuso la venta de las acciones representativas de la totalidad del capital social de ICSA y AYA, a MASA.

12.- El 24 de marzo de 1999 es remitida la propuesta de SEPI al Consejo Consultivo de Privatizaciones

13.- Debido a insuficiencias en la información remitida en un primer momento por el Agente Gestor, el Consejo Consultivo de Privatizaciones solicitó en repetidas ocasiones

CCP

ampliaciones de información y mantuvo diversas reuniones aclaratorias con el Agente Gestor. En este sentido, el día 24 de mayo de 1999 SEPI ha facilitado los últimos datos.

III. CONSIDERACIONES

1.- En relación con la selección y funciones del asesor-valorador

1.1.- El CCP ha insistido en la necesidad de que el Agente Gestor justifique suficientemente los criterios utilizados en la preselección de asesores, en lo que se avanzó en alguna operación concreta anterior. En esta ocasión, la preselección de los posibles asesores se ha llevado a cabo basándose en la experiencia que en SEPI se tiene de los mismos. El CCP considera que el Agente Gestor debería realizar un esfuerzo en utilizar adicionalmente otros criterios en la preselección que propicien un mayor grado de objetividad -y, en su caso, rotación- en las decisiones de inclusión/exclusión, dado que, en caso contrario, podrían quedar afectados los principios por los que debe velar este Consejo.

1.2.- En el presente proceso de selección han sido presentadas ocho ofertas para el puesto de Asesor-valorador. Sin embargo, a pesar de que el número de concursantes resulta suficiente para generar una competencia efectiva, se ha producido una gran dispersión en las propuestas de manera que algunas de ellas han quedado muy penalizadas por su elevado coste. El CCP es partidario de incrementar la información con la que cuentan los participantes en este tipo de concursos con el fin de acercar las propuestas entre sí y que éstas se acomoden en mayor grado a las necesidades del Agente Gestor. Una de las medidas concretas que el CCP ha propuesto a lo largo de anteriores dictámenes es que, en las cartas de convocatoria, figure el orden de importancia de los criterios en los que se apoyará la decisión final. Esa propuesta, que, a juicio del CCP, conferiría mayor transparencia a los concursos, nunca ha sido, hasta ahora, aplicada por el Agente Gestor.

1.3.- Como en las demás operaciones de privatización, SEPI ha aprobado las ponderaciones globales de los criterios del baremo con anterioridad a la realización de la

CCP

convocatoria de los asesores y, por lo tanto, antes de recibir las ofertas de los candidatos. Sin embargo, no ocurre lo mismo con los sistemas a utilizar para la asignación de puntos en cada uno de los criterios del baremo. Esto es importante porque, con la utilización de distintos sistemas de asignación de puntos una misma ponderación global puede originar importantes oscilaciones en las diferencias que obtienen los diferentes candidatos, pudiendo incluso afectar al resultado final. El Consejo ya había mostrado su preocupación, sobre todo en relación con el sistema para asignar los puntos en el criterio de las comisiones/honorarios por su importante peso dentro del baremo y por las diferentes opciones existentes.

Así, a la hora de definir este sistema el Consejo considera que, con carácter previo a la recepción de ofertas habría que definir, además de la ponderación en el baremo, aspectos tales como:

a) El intervalo en el que se puntuarán las distintas ofertas, por ejemplo, si a la oferta más barata se le da la máxima puntuación cuál será la puntuación obtenida por la más cara (cero u otro valor superior). Si se considera que este intervalo debería estar definido en función de la dispersión de las ofertas recibidas, debería estar explícitamente incluido el sistema que se utilizará para fijar dicho rango (por ejemplo si la diferencia entre la oferta más cara y la más barata es mayor que un determinado porcentaje la oferta más cara recibirá cero puntos, etc.)

b) La fórmula que se aplicará para asignar puntos una vez definido el rango de valores;
y

c) La referencia que se tomará como “precio” de las ofertas recibidas en caso de que estas incluyan una parte fija y una proporcional y/o una banda con un mínimo y un máximo.

Por todo ello, el CCP vuelve a recomendar, una vez mas⁹, que se establezcan con anterioridad a la recepción de las ofertas los sistemas que se utilizarán para la asignación de los

⁹ Esta recomendación se recoge en anteriores dictámenes emitidos por el CCP como los de ENDESA-98, COMESA e INIMA.

CCP

puntos en los distintos criterios del baremo, y especialmente en el de las honorarios/comisiones, con el fin de profundizar en la transparencia en la selección del asesor.

1.4.- En las cartas-convocatoria enviadas a los candidatos se les solicita que “a título meramente orientativo” incluyan una valoración preliminar de las sociedades y que describan “también la metodología aplicada en su realización”.

El CCP ha recomendado en anteriores dictámenes que, en las cartas-convocatoria, no se solicite una prevaloración y que, en todo caso, no se utilice como criterio de selección. Se valora positivamente que esta recomendación haya sido tomada en cuenta, porque en el criterio “valoración de la transacción” SEPI sólo valora “los métodos de valoración y el grado de detalle”.

En cualquier caso, las cartas convocatoria deberían incluir, de forma más clara qué es lo que realmente se va a valorar en este criterio, aspecto que aunque de menor importancia relativa, en algún concurso ha resultado decisivo. Por ejemplo, en este caso no se incluye que se valorará el “grado de detalle”; y en relación con los métodos de valoración, su redacción puede dar lugar a subvalorar su importancia frente a la valoración en sí.

2.- En relación con el informe de valoración realizado por el asesor

Los supuestos utilizados por el asesor pueden resultar poco adecuados a la luz de la información disponible. Así, la falta de un plan de empresa tendría que haber supuesto un mayor énfasis en la realización de un diagnóstico de las compañías, la estimación de su fondo de maniobra de equilibrio y en el cálculo del valor de su activo neto real.

Con el fin de incrementar el grado de información que proporciona la valoración, puede ser útil contar con un análisis de sensibilidad que mida la variabilidad del resultado de la valoración ante cambios en algunos de los supuestos utilizados.

CCP

Por otro lado, el CCP reitera la necesidad de actualizar los informes de valoración, máxime cuando, como en el caso que nos ocupa, se producen hechos relevantes en el proceso (como las medidas de saneamiento de las empresas acordadas posteriormente). En este caso, la valoración se llevó a cabo en Junio de 1998, casi un año antes de la fecha de la operación.

Las valoraciones externas realizadas por expertos independientes son indicativas y lo básico son los precios contenidos en las ofertas de los participantes a través de un proceso competitivo -que pueden ser inferiores, sin que ello afecte a la adecuación a los principios por los que debe velar este Consejo-. Sin embargo, se considera que las valoraciones externas - exigidas por el Consejo de Ministros - son, por sí mismas, un importante elemento que aporta transparencia a las operaciones y sobre el que es necesario realizar esfuerzos suplementarios.

3.- En relación con el proceso de selección del comprador.

3.1.- En este caso concreto, se considera que en el proceso de selección del comprador se ha realizado un esfuerzo importante y positivo para fomentar la concurrencia, contactando inicialmente con 51 potenciales compradores de ICOSA y AYA. Pese al esfuerzo realizado, una vez iniciado el proceso se admitió la incorporación de un candidato que no había sido incluido en la lista inicialmente elaborada. Se considera que la inclusión de este candidato contribuye a incrementar la concurrencia del proceso. Sin embargo, hay que resaltar la postura mantenida por el CCP en sus anteriores dictámenes: que, con el objeto de reforzar los principios de publicidad, concurrencia e igualdad de oportunidades, con carácter general, en este tipo de operaciones se complementa la labor de contactos e información realizada por el asesor, fomentando de esta manera la participación desde el principio de todos aquellos candidatos que puedan estar interesados.

3.2.- En la última fase del proceso de privatización de ICOSA-AyA se produjo la presentación de tres ofertas vinculantes, entre las cuales SEPI seleccionó la de Mecanizaciones

CCP

Aeronáuticas (MASA) por ser, en opinión del Agente Gestor, la que “ofrece un mejor agregado de Plan Industrial y precio” y la que garantiza mejor la continuidad de las empresas.

De esta manera SEPI considera que las ventajas del Plan Industrial aportadas por la empresa ganadora compensan el mayor precio ofrecido por otra de las ofertas presentadas aunque, en este caso, el precio queda supeditado a la realización de una comprobación previa o auditoría a la que renuncia expresamente la empresa ganadora.

Por tanto, y en este caso, resulta fundamental el argumento del plan industrial frente a la de la oferta económica. El Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 que establece las Bases del Programa de modernización del Sector Público Empresarial del Estado, en su apartado 6.3 recoge que “la maximización de ingresos para el Estado no será el único criterio a tener en cuenta para la privatización, sino que se atenderá también a las circunstancias económicas y sociales relevantes en cada caso.”. No obstante, el CCP considera que en situaciones como la actual, en la que el criterio de selección más objetivo, el precio, no resulta el principal argumento de decisión, el resto de los elementos que influyen en la decisión deben estar justificados con más detalle y, aunque no exista un baremo, estos criterios: a) deberían estar definidos y ordenados, en función de su importancia, con anterioridad a empezar a recibir las ofertas de los candidatos; y b) dichas prioridades - y no la pura enumeración de criterios - deberían figurar en las cartas enviadas a los candidatos preseleccionados, para incrementar la transparencia y la igualdad en la concurrencia.

3.3.- Lo expuesto en el apartado 3.2 anterior hace necesario en opinión de este Consejo, contar con un sistema de selección del comprador con menor grado de discrecionalidad, de forma que se fundamente adecuadamente la decisión tomada, sobre todo desde el punto de vista de los principios por los que ha de velar este Consejo.

Un modelo que se encuentra en el otro extremo del adoptado en esta operación es, por ejemplo, el utilizado en la primera fase de RETEVISION, donde existía un grado mucho mayor de formalización de todo el proceso y donde los criterios (y las ponderaciones) que se iban a

CCP

tener en cuenta para la valoración de los diversos aspectos de las ofertas estaban recogidos en las Bases de la convocatoria y publicadas en el B.O.E. (En estas bases se establecía, por ejemplo, que en relación al Plan Estratégico y Plan Financiero “cada oferta será calificada asignándole una puntuación a este grupo entre 0 y 200 puntos”; en relación con la oferta económica “se asignará 400 puntos a la oferta cuya aportación económica sea la mayor de las ofertas presentadas...las restantes ofertas económicas recibirán la puntuación que corresponda como resultado de aplicar la siguiente formula....”;etc).

Las recomendaciones realizadas por el Consejo no implican necesariamente el modelo seguido en RETEVISION, pero sí han puesto de manifiesto la necesidad de un mayor nivel de formalización en los procesos de privatización. Para ello, el Consejo había recomendado que con carácter previo (lo cual otorga una mayor objetividad) la SEPI elabore unas “Normas o Criterios Básicos” específicos para cada operación que contengan las bases por las que se regirá el proceso (entre las que se contendrán, por ejemplo, las diferentes fases con, al menos, una indicación de los plazos estimados para cada una de ellas; los criterios, - y una indicación de su importancia -, con los que se valorarán las ofertas presentadas, etc.).

El grado de detalle de estas “Normas” dependería de cada operación y no tendría porque llegar al nivel del ejemplo de RETEVISION citado anteriormente; pero el contar con su existencia permitiría el disponer de unos criterios en los que poder basar, con objetividad, el análisis sobre la adecuación de las decisiones al principio de la transparencia y evitaría que se pudiera argumentar que existe la posibilidad de que sea a posteriori cuando se pueda decidir si lo más importante es el precio, el plan industrial, la plantilla u otra consideración.

El Consejo se encuentra en una situación compleja. Es claro que desde el punto de vista de plantilla una oferta es superior. Lo es también que SEPI, entre dos alternativas estratégicas muy distintas, valora más una de las presentadas. Ya se ha mencionado que el Agente Gestor estima que estas ventajas compensan la diferencia en precio.

CCP

El CCP no cuenta con medios adecuados para juzgar las ventajas relativas de planes industriales distintos - ni es esa su función -. Ahora bien, el Consejo se encuentra con dificultades objetivas para informar si a lo largo de todo el proceso, ha quedado claro si al final se iba a estimar que dichas ventajas, de plan industrial y plantilla, eran superiores -y en que grado- a la diferencia en precio, debido a lo anteriormente dicho sobre la carencia de criterios objetivos fijados previamente para la valoración de los distintos aspectos de las ofertas.

Por tanto, teniendo en cuenta las observaciones contenidas en este apartado III.3.3. y en el anterior III.3.2, el CCP estima que se han cumplido de manera suficiente los principios de publicidad y concurrencia y que el sistema de selección utilizado plantea dificultades para valorar la acomodación de la propuesta concreta de venta al principio de transparencia, por lo que se recomienda que en posteriores operaciones de privatización de estas características se modifique el sistema empleado para la selección del comprador, en la línea de las recomendaciones que aparecen a lo largo de este informe.

Mayo, 1999

CCP

PRIVATIZACIÓN DE ICESA/AYA (II)

I.- DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

Por aplicación del apartado noveno 1º a. del Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996 en el que se establecen las bases del Programa de Modernización del Sector público Empresarial del Estado (en adelante “el Acuerdo”) y, en atención a la información remitida en su día por la SEPI, el Consejo Consultivo de Privatizaciones aprobó en una sesión anterior su dictamen sobre la privatización de ICESA-AyA.

Con posterioridad el Agente Gestor realiza un nuevo envío de información a este Consejo.

Ante esta situación no prevista explícitamente en el “Acuerdo”, el Consejo, tras examinar la documentación recibida, decide celebrar una nueva reunión para considerar las cuestiones planteadas, tanto de forma como de fondo.

II.- EN RELACION CON EL PROCEDIMIENTO

Con relación al procedimiento el Consejo realiza las siguientes consideraciones:

1º) El CCP considera que la documentación disponible por parte del Agente Gestor debe recibirse en su totalidad antes de la emisión de su dictamen, pues solo así puede cumplir debidamente las funciones que tiene encomendadas.

2º) En todo caso, con posterioridad a la emisión del dictamen del CCP, el Agente Gestor puede enviar nueva información que esté disponible y, en su caso, de acuerdo con el artículo noveno 1º b. del “Acuerdo” solicitar un informe posterior adicional a este Consejo.

CCP

3º) El CCP encarece a los Agentes Gestores el envío desde el principio de toda la información pertinente y, si fuera necesaria, la remisión en el menor plazo posible de aquella que pueda solicitar este Consejo para impulsar y facilitar la tramitación del correspondiente informe

4º) De forma excepcional, y dada la ausencia de precedentes, el Consejo estima que, en este caso concreto, debe emitir y hacer públicos simultáneamente el dictamen aprobado y este dictamen adicional, porque en la situación actual no tiene sentido la diferenciación de las fechas.

III.- EN RELACION CON EL CONTENIDO DE LA INFORMACION RECIBIDA.

En la operación de ICSA-AyA el criterio determinante para proceder a la selección del comprador ha sido el del plan industrial. Este hecho parece compatible con el contenido del Acuerdo del Consejo de Ministros, que en su apartado 6.3. prevé que “la maximización de ingresos para el Estado no será el único criterio a tener en cuenta para la privatización, sino que se atenderá también a las circunstancias económicas y sociales relevantes en cada caso”.

En la nueva documentación recibida, la SEPI argumenta que en los procesos de privatización el proyecto industrial y el nivel de empleo constituyen criterios fundamentales de su actuación “por encima de la maximización de los ingresos” y adjunta declaraciones anteriores en dicha dirección.

El CCP entiende estos argumentos. Ahora bien, dado que:

a) La literalidad del texto del “Acuerdo” no establece prioridades. Incluso la expresión final “en cada caso”, aunque referida a las “circunstancias económicas y sociales relevantes”, parece dar a entender la necesidad de graduar en cada operación la importancia de cada uno de los criterios.

CCP

b) Han existido procesos de privatización — de distinto Agente Gestor pero que formaban parte de la política privatizadora del actual Gobierno — donde la oferta económica tenía explícitamente mayor ponderación que el Plan Estratégico y Financiero.

c) En las explicaciones “ex post” de SEPI sobre decisiones tomadas en los procesos de privatización no queda reflejada dicha jerarquización de criterios, sino enumeraciones no jerarquizadas en las que a menudo en primer lugar figura otro criterio.

Concluye:

Que la jerarquización seguida, sobre la que ahora se tiene más información, puede ser un enfoque defendible, pero desde el punto de vista de la profundización en los principios por los que debe velar este Consejo, se insiste en la recomendación de que, en el futuro, el Agente Gestor fije en cada caso con anterioridad a la recepción de las ofertas los criterios que serán tenidos en cuenta a la hora de proceder a la selección del comprador y, sobre todo, su orden de importancia. (Adicionalmente también se recomienda que los candidatos conozcan el orden de importancia de los criterios con los que van a ser valoradas sus ofertas). En definitiva, se trata de que antes de cada privatización se explicita, en concreto, la jerarquía de criterios, que coincidirá luego con la explicación “ex post” de la decisión tomada, todo lo cual repercutirá en una mayor transparencia de cada proceso privatizador.

Junio 1999

CCP

PRIVATIZACIÓN DE ENATCAR

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de todas las acciones representativas del capital social del GRUPO ENATCAR, S.A. (ENATCAR), propiedad de SEPI.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1. En diciembre de 1997 la empresa COOPERS & LYBRAND realiza el informe de valoración de ENATCAR encargado por el Ministerio de Fomento.

2.- En el Real Decreto-ley 6/1998 de 5 de junio se dispone la transformación de la Empresa Nacional de Transporte de Viajeros por Carretera (ENATCAR) en sociedad anónima, estableciéndose que la titularidad de sus acciones, así como el ejercicio de los derechos de socio de la nueva sociedad corresponde a la SEPI.

3.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 16 de junio de 1998, acordó el inicio del proceso de venta, aprobando al mismo tiempo la lista de asesores a convocar y los criterios de ponderación para la selección. De las catorce entidades presentadas, cinco declinaron la invitación y una no presentó oferta.

4.- Una vez analizadas las ocho propuestas, el Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 28 de julio de 1998, acordó designar a SANTANDER INVESTMENT S.A. como Banco asesor de SEPI en la privatización de ENATCAR. En esta misma reunión el Consejo de

CCP

SEPI acordó el ingreso en el Tesoro Público del Activo de Tesorería que no resultaba necesario para la actividad ordinaria de la nueva Sociedad, así como la aprobación del Balance General de la Sociedad cerrado al 31 de julio de 1998.

5.- El Asesor contactó con un total 60 potenciales compradores, enviándoseles el 4 de enero de 1999 el acuerdo de confidencialidad y el resumen descriptivo de la Compañía. El 26 de enero se remiten 33 cuadernos de venta a los potenciales compradores que habían firmado el acuerdo de confidencialidad.

6.- En marzo de 1999 el Asesor SANTANDER INVESTMENT entrega una nueva valoración de ENATCAR.

7.- Dentro de la fecha límite para la presentación de ofertas preliminares, SEPI recibe quince ofertas, decidiéndose que todas las entidades accedieran a la fase de “due dilligence”. Finalmente, sólo catorce oferentes participaron en el “data room” llevado a cabo entre los días 15 de abril y 11 de mayo de 1999, al declinar uno de ellos su participación.

8.- El día 26 de mayo de 1999, el asesor recibe 12 ofertas vinculantes de las que “fueron eliminadas 5, por ser claramente inferiores en precio”. Un equipo mixto de SEPI y del Banco Asesor, que desconocía las ofertas económicas, seleccionó cuatro de las siete restantes basándose en su plan industrial y de acuerdo con los criterios establecidos en la carta de solicitud de ofertas vinculantes de fecha 4 de mayo de 1999.

9.- El Consejo de Administración de SEPI, en su sesión celebrada el 29 de julio de 1999, acuerda adjudicar ENATCAR a ALIANZA BUS S.A. por un precio de 26.200 millones de pesetas.

10.- El 30 de julio de 1999 se firma el contrato de compraventa de ENATCAR entre SEPI y ALIANZA BUS.

CCP

III. CONSIDERACIONES

1.- En relación con la selección y funciones del asesor-valorador

1.1.- El CCP ha insistido en la necesidad de que el Agente Gestor realice una convocatoria amplia pero además justifique suficientemente los criterios utilizados en la preselección de asesores. En este proceso, el criterio principal que se ha aplicado, según SEPI, “para confeccionar la lista preliminar de candidatos ha sido la experiencia en el sector genérico de transporte”. “Se ha tenido en cuenta asimismo el conocimiento del sector adquirido en el desempeño de funciones de asesoramiento en fusiones y adquisiciones, privatizaciones, financiaciones, reestructuraciones etc.” de algunas de las empresas del sector y en labores de análisis financiero de las mismas. Sin embargo, según indica SEPI, alguno de los candidatos ha sido incluido en la preselección debido “a que ha manifestado su interés por participar en la privatización de ENATCAR”.

En opinión del CCP, si bien la convocatoria es amplia y permite una competencia efectiva, deberían ser respetados los criterios de selección establecidos. Los candidatos incluidos en la lista de preseleccionados deben basarse en una explicación lo más objetiva posible, apoyada exclusivamente en dichos criterios¹⁰.

1.2.- En relación con el contenido de la cartas de convocatoria para la elección de los asesores, el CCP ya ha expresado en otras ocasiones su recomendación de que figure en las mismas el orden de importancia de los criterios que serán tenidos en cuenta para la decisión final. Esa propuesta, que, a juicio del CCP, conferiría mayor transparencia a los concursos, no ha sido, hasta ahora, aplicada por el Agente Gestor.

¹⁰ En el actual expediente algunos candidatos se incluyen con argumentos como “ha ampliado notablemente su equipo de banca de inversión en los últimos meses” y “ha manifestado su deseo de participar en la privatización de ENATCAR” que no estaban incluidos en los criterios de preselección.

CCP

1.3.- De una manera resumida, el sistema utilizado por SEPI en esta operación para asignar los puntos en el criterio de los honorarios ha sido doble. En primer lugar, se ha calculado un valor de referencia para ENATCAR para, en función de este valor, obtener el dato de los honorarios de las diferentes ofertas (este paso intermedio se realiza para homogeneizar las ofertas económicas, debido a que los honorarios ofertados suelen tener diferentes conceptos, tales como una parte fija, una parte variable — que a su vez puede estar en función del precio finalmente obtenido de una manera proporcional o progresiva —, topes máximos, etc.). En segundo lugar, se ha asignado a la oferta más barata la máxima puntuación, a la más cara 5 puntos y al resto puntuaciones intermedias de una manera lineal. Sobre este sistema se realizan las siguientes observaciones.

a) En primer lugar, es un sistema que, una vez definido, es objetivo y por tanto se adapta a anteriores recomendaciones del CCP tendentes a que no se introdujeran grados de discrecionalidad en la forma de valorar el coste de los honorarios.

b) Adicionalmente, el CCP ha destacado en anteriores dictámenes que se deberían fijar con anterioridad a la recepción de las ofertas no únicamente la ponderación global de los diferentes criterios del baremo (uno de los cuales es el de los honorarios), sino también el sistema de asignación de puntos dentro de cada uno de los diferentes criterios. Tema especialmente relevante es el criterio de honorarios porque, con la utilización de distintos sistemas de asignación de puntos, una misma ponderación global puede originar importantes oscilaciones en las diferencias que obtienen los diversos candidatos. En esta operación, las características del sistema utilizado (como por ejemplo la puntuación mínima que se asigna a la oferta más cara o la manera de calcular el valor de referencia que servirá para homogeneizar las ofertas económicas) no se han definido con carácter previo.

Este problema se agudiza debido a la inexistencia de un criterio definido que se aplique de igual modo en las diferentes operaciones de privatización. Así, la puntuación mínima (cuya importancia reside en que determina las diferencias que podrán obtener los diferentes

CCP

candidatos en el criterio de honorarios) ha variado notablemente de una operación a otra sin criterio conocido que lo justifique.

c) Con el valor de referencia (inferior al precio finalmente obtenido) de la empresa a privatizar utilizado por SEPI para homogeneizar las ofertas, la entidad ganadora era la segunda de menor precio. Sin embargo, y debido al baremo propuesto por la entidad financiera ganadora (con porcentajes crecientes respecto del precio final) su oferta resultaba ser la segunda más cara.

Por ello, el CCP realiza recomendaciones en dos sentidos. Por un lado, y debido al importante papel que el valor de referencia para realizar el cálculo de homogeneizar las ofertas económicas puede jugar en el proceso de selección, se considera que el Agente Gestor debe explicitar y justificar el sistema utilizado para calcularlo¹¹.

En segundo lugar, y sin merma de la objetividad del sistema, se recomienda que se introduzcan las modificaciones necesarias para que el sistema utilizado para homogeneizar las ofertas tenga en cuenta elementos (como el grado de progresividad o la existencia de topes a la remuneración) que producen diferencias significativas en las remuneraciones relativas de los distintos candidatos cuando el precio finalmente obtenido difiera sensiblemente del valor de referencia. Cabe, por ejemplo, establecer ciertos valores de referencia, a partir del calculado por SEPI, y aplicar cada oferta al conjunto de esos valores, promediando después el resultado.

1.4.- Este Consejo se ha inclinado a lo largo de diversos dictámenes por la independencia entre el puesto del valorador y asesor. De esta manera, quedaría más asegurada la independencia de la valoración y se neutralizarían los potenciales conflictos de interés entre asesor y valorador (dado que el asesor recibe una parte de su remuneración en forma de comisión de éxito y, en determinadas ocasiones, podría tener interés en aumentar las

¹¹ Hay que tener en cuenta que como todavía no había sido elegido el asesor-valorador no se disponía del informe de valoración de la empresa.

CCP

probabilidades de que efectivamente se cierre la operación). Adicionalmente, se podría considerar que el asesor del vendedor, dada la importancia de sus funciones como se verá a lo largo de este dictamen, es parte del proceso y por lo tanto se encuentra en algún grado “internalizado”. Con esta recomendación el CCP estima que se cumpliría en mayor grado el apartado sexto 3 del Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 en el que se establece que las operaciones de privatización “se solicitarán informe o informes **externos**” de valoración. SEPI, tras analizar los pros y los contras de esta opción la desestimó para el presente proceso, al igual que en otras ocasiones.

Es cierto que, SEPI contaba con otro informe de valoración realizado en el año 1997 de ENATCAR por COOPERS & LYBRAND por encargo del Ministerio de Fomento, que podía servir de contraste con el realizado por el SANTANDER INVESTMENT, por lo que en este caso concreto se reduce la importancia de esta objeción. En todo caso, en términos generales, dada la diversidad de situaciones en las que el Agente Gestor ha unido las funciones de valorador y asesor interesado en la venta, el CCP reitera su preferencia por la separación de funciones o, al menos, que la valoración del asesor sea sometida a una “fairness opinion” de una entidad especializada independiente. Esta postura se basa — se insiste — tanto en evitar potenciales conflictos de interés como en el cumplimiento en mayor grado del mencionado Acuerdo del Consejo de Ministros.

1.5.- En sus dictámenes — aparte del supuesto analizado en el párrafo anterior — el CCP ha mostrado a menudo su preocupación por los potenciales conflictos de interés que pudieran aparecer en las diferentes fases de las operaciones de privatización.

Entre otros ejemplos, recordemos que uno de estos potenciales conflictos de interés se podía originar cuando coincidía en una misma entidad los papeles de Coordinador Global y accionista relevante de la empresa a privatizar. En este caso la postura del CCP no ha consistido en proponer la incompatibilidad de las dos figuras, sino en recomendar que se analizara con especial cuidado el potencial conflicto de interés y que se tomaran las medidas preventivas necesarias para reducir al mínimo las probabilidades de que el conflicto de interés pudiera activarse.

CCP

En la actual operación nos encontramos ante una nueva situación. Con el Asesor (SANTANDER INVESTMENT) ya elegido, y habiendo ya realizado parte de su trabajo, se produce la operación de la fusión de su matriz con el BCH, entidad esta última que tiene participaciones directas o indirectas en dos empresas que entraban a formar parte de dos consorcios que optaban a la compra de ENATCAR.

Tras analizar la nueva situación creada, y según la información remitida, SEPI adoptó diversas iniciativas con el objetivo de prevenir que se pudiera activar el posible conflicto de interés. Entre ellas, por un lado, solicitó al Asesor “garantías suficientes de independencia” — SANTANDER INVESTMENT envió una carta explícita al respecto — y, por otro, “ha ejercido siempre la toma de decisiones en cada una de las fases del proceso de privatización”, “habiendo reforzado especialmente su labor activa de supervisión sobre el trabajo desarrollado por el Banco Asesor”.

El CCP estima que estas actuaciones de SEPI reducen de forma importante, pero no eliminan por completo la posibilidad de que se pudiera haber activado un potencial conflicto de interés (es muy posible que si la mencionada fusión se hubiera producido con anterioridad a la elección del asesor — y de haber sabido que una empresa participada por la entidad financiera se fuera a presentar al concurso para la compra de la empresa — el Agente Gestor no hubiera seleccionado a este Asesor, a pesar de su calidad).

El CCP, tras larga deliberación, considera que este punto, dadas las medidas tomadas por SEPI, no le debe llevar a un dictamen desfavorable sobre esta operación, pero insiste en que se debe prestar especial atención a los potenciales conflictos de interés iniciales o sobrevenidos y articularse medidas preventivas para evitarlos (en lo referente a estos últimos se podría estudiar la posibilidad de establecer alguna cláusula en el contrato con el Asesor que prevea la aparición de conflictos de interés sobrevenidos, pudiendo llegarse a su sustitución).

CCP

2.- En relación al proceso de selección del comprador

2.1.- El CCP recomienda con carácter general que, en operaciones no realizadas a través de mercados de valores organizados, se complemente la labor publicitaria del asesor con anuncios en prensa, con el objeto de reforzar los principios de publicidad y concurrencia. En el actual proceso, la privatización de ENATCAR ha sido notoria, debido al interés informativo que ha suscitado a través de los medios de comunicación, aún sin una intervención activa por parte del Agente Gestor. El CCP considera que dado el conocimiento público de este proceso, la publicación en prensa del anuncio de venta no habría supuesto costes¹² importantes y hubiera reforzado los mencionados principios, especialmente en medios internacionales, donde la divulgación de la noticia ha sido, por fuerza, menor. Debe destacarse, sin embargo, el importante esfuerzo realizado en esta operación donde se ha contactado con 60 compañías potencialmente interesadas en ENATCAR pero se insiste en la necesidad de profundización de la justificación de los criterios de preselección.

2.2.- Posteriormente se presentaron 15 ofertas no vinculantes, de las cuales una fue retirada. SEPI permite acceder a la siguiente fase a todas las ofertas presentadas. Por tanto, los 14 grupos interesados restantes acudieron al “due dilligence” y tras el examen de la documentación fueron presentadas 12 ofertas vinculantes. Se considera acertada la decisión de permitir la presentación de ofertas vinculantes a todos los que habían presentado ofertas no vinculantes, ya que se adapta a las recomendaciones realizadas por el CCP en anteriores dictámenes para favorecer una mayor concurrencia. Además, dada la todavía escasa información de que disponían los candidatos para realizar las ofertas no vinculantes, éstas podían variar significativamente.

2.3.- Una vez realizado el estudio de las 12 ofertas vinculantes, 5 fueron eliminadas por ser claramente inferiores en precio. A continuación se seleccionaron 4 entre las 7 restantes sobre la base de los criterios preestablecidos para la valoración del plan industrial que conocían

CCP

los concursantes y sin considerar el precio de las ofertas (los 4 planes industriales seleccionados coincidieron con las ofertas económicas más elevadas). Este hecho, en opinión del Consejo, constituye una mejora en relación a la técnica de otras operaciones de privatización realizadas por el Agente Gestor en tres aspectos. En primer lugar, se separa el análisis del plan industrial del análisis del precio, con lo cual los evaluadores no se sienten influidos en sus decisiones por las ofertas económicas. En segundo lugar, se elaboraron con carácter previo los criterios que iban a servir para calificar los planes industriales, lo que incrementa la objetividad del proceso de selección. En tercer lugar, se comunicó a los concursantes los criterios (aunque sin orden jerárquico) con los que iban a ser valorados sus planes industriales, para que pudieran ajustar sus propuestas a los requerimientos de SEPI y existiera igualdad de oportunidades. Estas medidas se adaptan, en parte, a la recomendación realizada en anteriores dictámenes sobre los “Criterios Básicos” que en opinión del CCP deberían elaborarse en todas las operaciones de privatización. En todo caso, el CCP señala que en esta operación el Agente Gestor no ha explicado suficientemente la decisión de descartar las cinco ofertas inferiores en precio.

Adicionalmente, el CCP señala que el Agente Gestor no ha atendido su solicitud de contar con los informes en los que, por un lado la SEPI y por otro lado el Banco Asesor, eligen los tres mejores planes industriales en opinión de cada entidad (estos informes son importantes, porque a través de ellos se seleccionan los cuatro finalistas).

Por otra parte, el sistema (o los sistemas) utilizados para ir eliminando las ofertas vinculantes presentadas (primero, teniendo en cuenta exclusivamente el precio y, después, utilizando únicamente el Plan Industrial) no habían sido previstas con anterioridad al comienzo del proceso. Por eso, el CCP ha recomendado la elaboración, con carácter previo, de los mencionados “Criterios Básicos” en los que, entre otros puntos, se anticipen los métodos que se utilizarán para, en caso necesario, eliminar ofertas.

¹² No se refiere sólo al coste financiero de la publicidad, sino a los costes, muchas veces aludidos por SEPI, de alteración en el funcionamiento normal de una empresa cuando se anuncia un proceso de

CCP

2.4.- Por último, entre los 4 finalistas se elige a la oferta ganadora tras un análisis de los planes industriales. La oferta ganadora contenía el mejor plan industrial según el equipo Banco Asesor- SEPI y la segunda mejor oferta económica (el plan industrial del candidato que había ofrecido más dinero quedó situado en cuarto lugar). De acuerdo con esta opinión el Consejo de Administración de SEPI adoptó su decisión definitiva.

Sobre esta decisión el Consejo estima que el Agente Gestor debe profundizar en su justificación y en la información aportada al CCP, motivando especialmente la decisión tomada. En concreto, en el expediente se incorporan unos resúmenes de los planes industriales realizados por el Asesor pero no se incluyen informes valorativos del propio Asesor (y tampoco de SEPI) sobre las ventajas e inconvenientes de los diferentes planes de los finalistas. Adicionalmente en el expediente se incluye la puntuación global que el equipo SEPI-Agente Gestor conceden a los cuatro finalistas y se destaca que el resultado sería el mismo utilizando tres ponderaciones diferentes. Sin embargo, no se incluyen dichas ponderaciones ni la puntuación obtenida por los cuatro candidatos en cada uno de los criterios por los que se han valorado los planes industriales. Tampoco se señala como se hubiera actuado en el caso de que la puntuación final hubiera sido diferente con los tres sistemas de ponderación.

El CCP quiere destacar, en general, las dificultades con las que tropieza para desarrollar su función cuando no dispone de la documentación que solicita, y que además fue utilizada por el Agente Gestor en su toma de decisiones.

2.5.- Por tanto, como resumen de este apartado, aceptando que se ha profundizado en diversos aspectos en la objetividad en el proceso de toma de decisiones, el CCP opina que debe realizarse un importante esfuerzo en tres direcciones: a) avanzar en la definición previa de las actuaciones a seguir por SEPI a lo largo del proceso, disminuyendo así el amplio grado de

privatización o de venta, en general.

CCP

discrecionalidad de la que dispone el Agente Gestor; b) profundizar de una manera significativa en la justificación de las decisiones tomadas a lo largo del proceso de selección del comprador; y c) aportar con suficiente antelación al CCP la documentación solicitada, especialmente cuando se ha empleado en el proceso de selección, para que el Consejo pueda cumplir adecuadamente las funciones que tiene encomendadas.

3.- En relación con el acuerdo concreto de venta y el tratamiento de las contingencias

3.1.- Respecto al tratamiento de las contingencias en el acuerdo de compraventa de ENATCAR, se considera que se han limitado de manera efectiva las posibles reclamaciones por parte del comprador, de tal manera que SEPI sólo resarcirá a ENATCAR del perjuicio económico de la falta de contabilización o de provisión de deudas fiscales y de Seguridad Social, así como de la ejecución de una sentencia concreta del Tribunal Supremo fallada en contra de ENATCAR.

3.2.- Por otra parte, el comprador garantiza mediante avales el cumplimiento de los siguientes compromisos incluidos en el plan industrial: Número de trabajadores; no transmisión a terceros de concesiones de explotación de líneas regulares; cesión de líneas nacionales, internacionales y agencias de viaje; renovación de la flota de autobuses; inversión en proyectos de diversificación; mantenimiento por debajo de un cierto ratio de apalancamiento financiero; y mantenimiento de la estabilidad accionarial. Se considera que se ha realizado un esfuerzo importante para garantizar los compromisos incluidos en el Plan Industrial.

4.- Otras consideraciones

Según consta en el expediente, SEPI ha recabado la opinión del Ministerio de Fomento como regulador del mercado de transporte de pasajeros por carretera y de la Secretaría de Estado de Economía por su posible efecto sobre la competencia. Al mismo tiempo en los Acuerdos adoptadas por el Consejo de Administración de SEPI se recuerda al comprador que

CCP

deberá tomar en cuenta la reciente modificación de la Ley 16/1989 de Defensa de la Competencia que exige que todo proyecto u operación de concentración de empresas que incurra en algunos de los casos previstos en su artículo 14.1, como ocurre en el presente supuesto, deberá ser notificado al Servicio de Defensa de la Competencia.

IV. CONCLUSIONES

Aun teniendo en cuenta las importantes observaciones formuladas en el apartado III, especialmente en los puntos 1.5, 2.3, 2.4 y 2.5, el CCP considera que en el proceso y en la propuesta de venta de ENATCAR, propiedad de SEPI, se han respetado en un grado suficiente los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia. Adicionalmente considera que el Agente Gestor debe profundizar de una manera importante en la línea de las actuaciones propuestas por el CCP, especialmente en los citados apartados.

Octubre, 1999

CCP

PRIVATIZACIÓN DE INITEC

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de la EMPRESA NACIONAL DE INGENIERÍA Y TECNOLOGÍA, S.A. (INITEC), propiedad de SEPI.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 14 de noviembre de 1997, acordó el inicio del proceso de venta, aprobando al mismo tiempo la lista de asesores a convocar y los criterios de ponderación para la selección. De las nueve entidades presentadas, cinco declinaron la invitación.

2.- Una vez analizadas las cuatro propuestas restantes, el Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 19 de diciembre de 1997, acordó designar a Santander Investment como Asesor de SEPI en la privatización de INITEC.

3.- El Asesor contactó con un total 68 potenciales compradores y envió los cuadernos de venta a las 29 empresas que habían devuelto firmado el acuerdo de confidencialidad, invitándoles a presentar oferta preliminar no vinculante.

4.- En junio de 1998 el Asesor entrega la valoración de INITEC.

CCP

5.- De las 11 ofertas no vinculantes recibidas, se seleccionaron 6 para la fase de “due dilligence”, que se desarrolló entre el 29 de septiembre y el 6 de noviembre de 1998. Posteriormente, se invitó a los candidatos a presentar antes del día 11 de enero de 1999 una oferta vinculante, fecha límite que fue luego ampliada hasta el 22 de enero de 1999. Finalmente, en esta última fecha, se recibió una única oferta vinculante presentada conjuntamente por Técnicas Reunidas, S.A. (Técnicas Reunidas) y Westinghouse Electric Company (Westinghouse).

6.- El 22 de abril de 1999, el Consejo de Administración de SEPI acuerda vender INITEC a Técnicas Reunidas y Westinghouse por 5.000 millones de pesetas.

7.- El 22 de julio de 1999, los únicos oferentes comunicaron a SEPI su intención de incorporar a Dragados Industrial, S.A. en el proyecto empresarial de INITEC, y específicamente para la gestión de la Gerencia de Energía.

8.- El Consejo de Administración de SEPI en su reunión de 29 de julio de 1999 modificó el acuerdo de privatización de INITEC con el fin de que Dragados Industrial pudiera entrar en el accionariado de INITEC.

9.- Con fecha de 16-9-99 el CCP recibe el expediente sobre la privatización de INITEC. El 8-10-99, el 14-10-99 y el 25-10-99 SEPI, previa solicitud del CCP, remite información adicional (el envío correspondiente a la última fecha se corresponde a una solicitud de información derivada de lo comentado en el siguiente párrafo).

10.- Con fechas 24-9-99, 28-9-99, 6-10-99, 25-10-99 y 29-10-99 el CCP recibe por escrito información remitida por representantes de los trabajadores de INITEC.

CCP

III. CONSIDERACIONES

1.- En relación a la selección y a las funciones del asesor-valorador

1.1.- Aunque el número de convocados para la selección de asesor se eleva a nueve, sólo se presentan cuatro ofertas, lo que implica un nivel de concurrencia que se sitúa en el límite inferior de las bandas establecidas por el documento “Norma sobre Privatizaciones” aprobado por los Agentes Gestores. Este hecho, repetido en otras operaciones de privatización, lleva al CCP a recomendar, una vez más, que se expliquen y justifiquen con mayor profundidad los criterios utilizados en la preselección de los candidatos, debido a que una adecuada preselección puede aumentar las probabilidades de que el porcentaje de presentados sea elevado. El CCP recomienda que se realicen convocatorias lo más amplias posibles y que se diseñen unos criterios de preselección mejor adaptados a cada caso, con el fin de incrementar el número de ofertas presentadas.

1.2.- A lo largo de sus dictámenes el CCP ha expresado la conveniencia de indicar, en las cartas de convocatoria a los asesores, el orden de importancia de los diferentes criterios en el baremo de selección. Esta recomendación no ha sido tomada en cuenta por SEPI en ninguno de los procesos de privatización llevados a cabo hasta la fecha.

1.3.- Este Consejo se ha inclinado a lo largo de diversos dictámenes por la independencia entre el puesto del valorador y asesor. De esta manera, quedaría más asegurada la independencia de la valoración y se neutralizarían los potenciales conflictos de interés entre asesor y valorador (dado que el asesor recibe una parte de su remuneración en forma de comisión de éxito y, en determinadas ocasiones, podría tener interés en aumentar las probabilidades de que efectivamente se cierre la operación). Adicionalmente, se podría considerar que el asesor del vendedor, dada la importancia de sus funciones, como se verá a lo largo de este dictamen, es parte del proceso y por lo tanto se encuentra en algún grado “internalizado”. Con esta recomendación el CCP estima que se cumpliría en mayor grado el apartado sexto 3 del Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 en el que se

CCP

establece que las operaciones de privatización “se solicitarán informe o informes **externos**” de valoración.

En términos generales, dada la diversidad de situaciones en las que el Agente Gestor ha unido las funciones de valorador y la de asesor, el CCP reitera su clara preferencia por la separación de funciones o, en todo caso, estima que la valoración del asesor debe ser sometida a una “fairness opinion” de una entidad especializada independiente. Como reiteradamente se ha manifestado en otros informes, esta postura se basa — se insiste — tanto en evitar potenciales conflictos de interés como en el cumplimiento en mayor grado del mencionado Acuerdo del Consejo de Ministros¹³.

1.4.- Aunque SEPI ha aprobado las ponderaciones globales de los criterios para la selección del asesor con anterioridad a la realización de la convocatoria de los asesores y, por lo tanto, antes de recibir las ofertas de los candidatos, sin embargo no ha establecido con carácter previo el sistema a utilizar para la asignación de puntos en cada uno de los criterios del baremo. Esto es importante, especialmente en el criterio de las comisiones/honorarios por su importante peso dentro del baremo, dado que con la utilización de distintos sistemas de asignación de puntos, una misma ponderación global puede originar importantes oscilaciones en las diferencias que obtienen los distintos candidatos, lo que puede afectar al resultado final. El Consejo ya había mostrado su preocupación, sobre todo en relación con el sistema para asignar los puntos.

Por ello, el Consejo viene señalando desde hace tiempo que, **con carácter previo** a la recepción de ofertas, deberían quedar definidos, además de la ponderación en el baremo, los siguientes aspectos:

¹³ Este punto (al igual que sucede con el 1.2 o el 1.5) es similar al contenido en el dictamen de ENATCAR, debido a que fueron operaciones que se tramitaron conjuntamente y que presentaban problemáticas parecidas en estos aspectos. En el caso de ENATCAR existía otra valoración de posible contraste (la realizada por Coopers a petición del Ministerio de Fomento), lo que no ocurre en este proceso privatizador.

CCP

- a) Los extremos del intervalo en el que se puntuarán las distintas ofertas, es decir, la puntuación máxima a recibir por la oferta más barata y la mínima a recibir por la oferta más cara.
- b) La fórmula que se aplicará para asignar puntos una vez definido el intervalo.
- c) El valor de la empresa, o en su caso el sistema que se utilizará para calcularlo, que se tomará como referencia para el cálculo de los honorarios de los asesores cuando éstos incluyan una comisión de éxito variable, en función del precio de venta de la empresa.

1.5.- En sus dictámenes — aparte del supuesto analizado en el punto 1.3 — el CCP ha mostrado a menudo su preocupación por los potenciales conflictos de interés que pudieran aparecer en las diferentes fases de las operaciones de privatización.

Entre otros ejemplos, recordemos que uno de estos potenciales conflictos de interés se podía originar cuando coincidía en una misma entidad la función de Coordinador Global con la de accionista relevante de la empresa a privatizar. En este caso la postura del CCP no ha consistido en proponer la incompatibilidad de las dos figuras, sino en recomendar que se analizara con especial cuidado el potencial conflicto de interés y que se adoptaran las medidas preventivas necesarias para reducir al mínimo las probabilidades de que el conflicto de interés pudiera activarse.

En la actual operación nos encontramos ante una nueva situación. Con el Asesor (Santander Investment) ya elegido, y habiendo ya realizado parte de su trabajo (ya había entregado el informe de valoración, se habían presentado las ofertas no vinculantes, se habían producido las exclusiones de los que se ocupa el punto 3.2 y se había realizado la fase de “due dilligence” con los 6 candidatos restantes) se produce la operación de la fusión de su matriz con el BCH, entidad esta última que participa en una de las dos empresas que forman parte del único consorcio que presenta una oferta vinculante.

Esta situación es parecida a la que se presentó en ENATCAR con la diferencia de que aquí sólo existe una única oferta vinculante. Ambas operaciones han sido tramitadas

CCP

conjuntamente por este Consejo por lo que las recomendaciones realizadas en el anterior informe de ENATCAR no han podido ser tenidas en cuenta por SEPI en la actual operación.

Tras analizar la nueva situación creada, y según la información remitida, SEPI adoptó diversas iniciativas con el objetivo de prevenir que se pudiera activar el posible conflicto de interés. Entre ellas, por un lado, solicitó al Asesor “garantías suficientes de independencia” — Santander Investment envió una carta explícita al respecto — y, por otro, “ha ejercido siempre la toma de decisiones en cada una de las fases del proceso de privatización”, “habiendo reforzado especialmente su labor activa de supervisión sobre el trabajo desarrollado por el Banco Asesor”.

El CCP estima que estas actuaciones de SEPI reducen de forma importante, pero no eliminan por completo la posibilidad de que se pudiera haber activado un potencial conflicto de interés. Es muy posible que si la mencionada fusión se hubiera producido con anterioridad a la elección del asesor — y de haber sabido que una empresa participada por la entidad financiera se fuera a presentar al concurso para la compra de la empresa — el Agente Gestor no hubiera seleccionado a este Asesor, a pesar de su calidad. (Hay que añadir también, en esta ocasión, la situación que se crea con la incorporación de Dragados Industrial, como se analiza en el punto 3.3.)

En todo caso, el CCP¹⁴ considera que este punto, dadas las medidas tomadas por SEPI, no le debe llevar a un dictamen desfavorable sobre esta operación, pero insiste en que se debe prestar especial atención a los potenciales conflictos de interés iniciales o sobrevenidos y articularse medidas preventivas para evitarlos (en lo referente a estas últimas se podría estudiar la posibilidad de establecer alguna cláusula en el contrato con el Asesor que prevea la aparición de conflictos de interés sobrevenidas, pudiendo llegarse a su sustitución).

CCP

2.- En relación al informe de valoración realizado por el asesor

2.1.- El CCP reitera la necesidad de actualizar los informes de valoración, importante elemento requerido por el Consejo de Ministros para garantizar la transparencia en los procesos de privatización. En el caso actual, transcurre más de un año entre la fecha de realización del informe de valoración (junio 1998) y la fecha de la firma del contrato de compraventa (julio 1999). Esta actualización es aún tanto más recomendable cuando que, durante este periodo de tiempo, se han publicado los estados contables de INITEC del ejercicio 1998 que distan, en gran medida, de las proyecciones realizadas por el Asesor para dicho ejercicio y que, necesariamente, influyen en el rango final de valoración determinado por el mismo. En este proceso privatizador el Agente Gestor había señalado que realizaría una actualización de la valoración, pero en caso de haberse llevado a cabo no obra en poder de este Consejo.

2.2.- Como en anteriores dictámenes realizados por el CCP, se recalca la importancia que tiene una clara justificación de las hipótesis tenidas en cuenta por el Asesor en la proyección de los flujos financieros de la empresa objeto de valoración, a fin de comprobar la razonabilidad de estas proyecciones. En particular, destaca que en el informe de valoración no figure el estado de la cartera de pedidos a fecha del informe. En este sentido, el CCP vuelve a señalar la ausencia en el informe de valoración de un análisis económico financiero, que consideramos enriquecería en gran medida la información proporcionada por el propio informe. Asimismo, la existencia de éste diagnóstico económico-financiero facilitaría la identificación de las causas de las desviaciones por las que se producen las discrepancias aludidas en el apartado 2.1. del presente dictamen.

2.3.- El informe de valoración plantea algunos interrogantes puesto que: 1) no se explica el rango de valoración final que figura en sus Conclusiones; 2) tampoco queda claro por qué, al utilizar el método de descuento de flujos de caja, se sustraen los anticipos de clientes sin

¹⁴ En el expediente anteriormente analizado por el CCP se reproducía, como se ha comentado, una situación similar a la analizada en este punto. Esta problemática dio lugar en aquella ocasión a una

CCP

modificar la tasa de descuento, tasa calculada a partir de una estructura financiera “óptima”, no explicitada, y referida a otras compañías del sector.

3.- En relación al proceso de selección del comprador.

3.1.- Se considera que en el proceso de selección del comprador se ha realizado un esfuerzo importante para fomentar la concurrencia, al contactar inicialmente con 64 potenciales compradores. En todo caso, el Consejo reitera su recomendación sobre la necesidad de profundizar en la justificación y explicación de los criterios utilizados para la preselección de candidatos, sobre todo en una operación como la actual en la que sólo se han llamado a algunas de las empresas pertenecientes a un mismo sector (la búsqueda de compradores se ha centrado en tres grandes grupos de compañías: empresas de ingeniería, constructoras y eléctricas, detectándose que dentro de estos grupos contactados no se había invitado a algunas empresas importantes).

3.2.- Tras contactar con los potenciales compradores fueron presentadas once ofertas preliminares. De ellas, SEPI apoyada en la recomendación del Asesor eliminó a cinco por su menor interés en función de dos criterios: a) “la baja cuantía económica de su oferta” y b) “el escaso tamaño, baja capacidad financiera y/o forma de pago”. Con ello quedaban seis potenciales compradores de la empresa para la presentación de ofertas vinculantes.

El Consejo considera que, debido a su efecto sobre la limitación de la competencia, estas exclusiones en una fase tan preliminar deberían tener un carácter absolutamente excepcional y cuando se produzcan tendrían que estar ampliamente explicados y justificados. La limitación en la realización de exclusiones permitiría, también, minimizar las probabilidades de que se origine la situación, nada recomendable desde el punto de vista de la competencia, de que se presente una única oferta en firme (como ha ocurrido en este caso).

larga deliberación con conclusiones aplicables a este nuevo proceso.

CCP

Adicionalmente, el CCP ha insistido en la necesidad de que cada operación cuente, de forma previa, con unos “Criterios Básicos”, conocidos por todos los oferentes, que contengan las normas por las que se regirá el proceso, y que establezcan procedimientos alternativos en el caso de que no se cumplan las previsiones iniciales respecto a determinados eventos (fechas, acontecimientos inesperados, etc.) con el fin de dar flexibilidad al proceso. En esos “Criterios Básicos” se podría apuntar la postura que adoptará el Agente Gestor ante posible eliminación de ofertas no vinculantes.

En la operación actual se estima que el Agente Gestor debería haber profundizado en las razones por las cuales se hacía necesario proceder a estas exclusiones. Hay que tener en cuenta lo limitado de la información con la que cuentan los candidatos para realizar esta oferta y, por tanto, las sensibles diferencias que pueden existir (como así ha ocurrido en otros procesos de privatización) con la posterior oferta vinculante que presente (para lo cual ya habrá accedido y analizado un mayor volumen de información sobre la empresa). Dadas las características de INITEC con cuatro gerencias diferenciadas, al eliminar candidatos se impide también el posible agrupamiento de ofertas en consorcios parecidos al del adjudicatario (en el cual participan dos de los candidatos que presentaron ofertas preliminares). Por todo ello, el Consejo estima que se debe tener especial cuidado en las operaciones de exclusión.

El CCP también ha destacado en varios de sus dictámenes la discrecionalidad que mantiene el Agente Gestor en el desarrollo de las operaciones de privatización y, por tanto, la acentuación de la necesidad de que sus decisiones cuenten con la adecuada explicación y justificación. Los mencionados “Criterios Básicos” también servirían para limitar, en algún grado, esa excesiva discrecionalidad y tratar de evitar que en operaciones similares se opte por soluciones distintas sin explicación aparente. Por ejemplo, simultáneamente al expediente de INITEC el CCP ha tramitado el expediente de ENATCAR, ambos del mismo Agente Gestor. En este último el número de ofertas no vinculantes presentadas fue incluso superior (15) a las 11 presentadas en INITEC y no se procedió a realizar ninguna exclusión en esta fase.

CCP

En este proceso, se observa que uno de los candidatos no ofreció un precio de venta en la fase de ofertas indicativas, a pesar de la insistencia de SEPI y del Asesor y se le permitió el acceso a la siguiente fase de ofertas vinculantes. Aunque esta decisión de no excluir a este candidato en esta fase está en la línea de la opinión del CCP sobre la menor importancia que se debe atribuir al contenido de las ofertas no vinculantes, puede ser contradictoria con la eliminación de algunas ofertas indicativas por el bajo precio ofrecido.

3.3.- Una de las razones que parece haber afectado a la participación en el proceso de venta de INITEC ha sido su configuración en torno a cuatro unidades de negocio con características muy diferentes. Ello ha originado que los potenciales compradores pudieran estar interesados sólo en alguna de ellas, pero no en todas. Este factor podría haber provocado que Técnicas Reunidas y Westinghouse presentaran conjuntamente su oferta y también podría ser la razón por la que Dragados Industrial declinara la invitación inicial de presentar una oferta no vinculante por INITEC.

Sin embargo, con posterioridad a la adjudicación, se anuncia la incorporación de Dragados Industrial en INITEC que, de participar en el capital, se haría cumpliendo los requisitos impuestos por SEPI (que se respetasen los compromisos asumidos y que su posible participación en el accionariado no superara la participación individual de Técnicas Reunidas ni la de Westinghouse). Esta posible incorporación al capital podría plantear, en cierto grado, un problema de transparencia por cuanto Dragados había decidido voluntariamente no participar en el proceso y sin embargo, se incorporaría al grupo adjudicatario.

4.- Otras consideraciones

En esta privatización es necesaria la aprobación del Plan Social con los trabajadores o alternativamente la adopción por parte del Comité de Seguimiento de INITEC de las medidas definitivas de reajuste de plantilla. Según la información suministrada por el Agente Gestor, se

CCP

mantienen las conversaciones con los representantes de los trabajadores sobre el Plan social y, asimismo, se ha remitido a este Consejo el acta de la Reunión del Comité de Seguimiento en el que se indica la voluntad de las partes de presentar un Expediente de Regulación de Empleo si no se alcanza un acuerdo previo con los representantes de los trabajadores. El CCP estima que en el momento de realizar su informe la operación se debe encontrar lo más ultimada posible, para poder tener en cuenta en su dictamen toda la información que afecte a las condiciones de la venta. En esta ocasión el Consejo tiene que emitir su informe sin conocer el resultado de las conversaciones y la vía finalmente adoptada por SEPI. Se solicita a SEPI que para siguientes operaciones realice un especial esfuerzo para que estas materias se encuentren cerradas en el momento de enviar el expediente al CCP.

IV. CONCLUSIONES

Sin perjuicio de las observaciones formuladas en el apartado III, especialmente en los puntos 1.5, 2.1, 2.3, 3.2 y 3.3, el CCP considera que en el proceso y en la propuesta de venta de INITEC, propiedad de SEPI, se han respetado, en grado suficiente, los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

Octubre, 1999

CCP

PRIVATIZACIÓN DE ASTANDER

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de la totalidad de las acciones representativas del capital social de ASTILLEROS DE SANTANDER S.A. (ASTANDER), propiedad de SEPI.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1.- El Consejo de la extinta Agencia Industrial del Estado (AIE), en su reunión de 30 de mayo de 1997 autorizó el inicio del proceso de privatización de ASTANDER. En la misma reunión se aprobó la lista de candidatos a asesor de la AIE en la operación.

2.- De los cuatro preseleccionados, tres declinaron la invitación¹⁵. El 30 de junio de 1997, la AIE designó a SBC Warburg como asesor de la operación.

3.- El asesor contactó con cinco potenciales compradores nacionales, recibándose interés positivo de dos de ellos. También contactó con doce grupos extranjeros, concluyendo la falta de interés de todos ellos.

4.- En octubre de 1997 uno de los dos interesados decidió retirarse del proceso al ser su interés complementario al de la adquisición de Hijos de J. Barreras, que se encontraba en proceso de privatización al mismo tiempo y en el cual no resultó finalmente adjudicatario.

CCP

5.- El 25 de noviembre de 1997, se alcanzó un acuerdo inicial entre la AIE e Italmar para la venta de ASTANDER y se firmó un protocolo de intenciones. No obstante, tras la firma del protocolo se mantuvieron diversas reuniones con los asesores de Italmar en las que se puso de manifiesto la intención de las partes de modificar determinados aspectos del mismo.

6.- A mediados de 1998, ante la aparición de nuevas muestras de interés en la compra de ASTANDER, SEPI (que había absorbido a la AIE) reabrió el proceso formal de venta, dando entrada en el mismo a dos potenciales compradores. En septiembre de 1998 se recibieron las ofertas preliminares de dichos interesados.

7- En noviembre de 1998 se recibió una propuesta del Comité de Empresa de ASTANDER para la compra del 51% de su capital.

8.- Se remitieron los cuadernos de venta a los cuatro interesados, una vez que hubieron firmado los Acuerdos de Confidencialidad.

9.- En las semanas del 10 y 16 de noviembre de 1998 se inició el periodo de “data room”. El Comité de Empresa de ASTANDER declinó la asistencia al mismo. Como continuación al proceso de “data room” y en contestación a determinadas cuestiones surgidas en el mismo se elaboró un documento con información adicional que fue entregado a los oferentes el 27 de noviembre de 1998.

10.- Los cuatro interesados entregaron sus ofertas vinculantes antes del 7 de diciembre de 1998, plazo límite para la presentación de las mismas.

11.- A principios de 1999 el Asesor entregó a SEPI el informe de valoración definitivo de ASTANDER.

¹⁵ Deutsche Morgan Grenfell aludió posibles conflictos de interés, UBS y Credit Suisse First Boston señalaron el desconocimiento del sector de astilleros y construcción naval en España

CCP

12.- Una vez analizadas las ofertas SEPI decidió seleccionar a Italmar para la fase de negociación.

13 - El 14 de enero, SEPI se reunió con Italmar y llegó a un acuerdo de venta de ASTANDER por 300 millones de pesetas.

14.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 21 de octubre de 1999, acordó adjudicar las acciones de ASTANDER a Italmar por un precio de 300 millones de pesetas.

15.- El 26 de octubre de 1999 SEPI remite al CCP un avance del expediente de esta operación. El 28 de octubre el CCP recibe el expediente y la solicitud de dictamen. Con posterioridad, y a petición del CCP, la SEPI remite información adicional los días 2, 3 y 4 de noviembre (parte de esta información se corresponde a una solicitud del Consejo derivada de lo comentado en el siguiente párrafo).

16.- El 26 de octubre y el 2 de noviembre de 1999 se recibe información por escrito por parte de un representante de Lone Star.

III. CONSIDERACIONES

1.- En relación a la selección y a las funciones del asesor-valorador

El CCP se remite en este punto a lo expresado en el dictamen sobre la privatización de H.J. Barreras, realizado en diciembre de 1997, al haber sido común el proceso de selección del asesor.

CCP

2. En relación al informe de valoración del asesor.

2.1. En el Acta del Consejo de 30 de mayo de 1997 de la AIE se aprueba, entre otros acuerdos, el de proceder a la valoración de las empresas objeto de privatización por dos expertos independientes. Finalmente, este acuerdo no se lleva a término ya que el informe de valoración ha sido realizado por el propio Asesor.

El CCP, a lo largo de diversos dictámenes, se ha mostrado partidario de la separación entre las figuras de asesor y valorador o, alternativamente, de que la valoración del asesor sea sometida a una “fairness opinion” de una entidad especializada independiente. El Consejo considera que este es un requisito necesario para facilitar una valoración más objetiva de la empresa a privatizar, así como para evitar la posibilidad de que se activen potenciales conflictos de interés entre las funciones de asesor y la de valorador.

Ante el planteamiento de estas consideraciones por parte del CCP, SEPI ha solicitado a Arthur Andersen, “un informe como experto conocedor de la compañía, por su condición de Auditor, sobre la razonabilidad de la valoración económico-financiera de esta sociedad efectuada por el Asesor”. SEPI tiene previsto proporcionar este informe al Consejo Consultivo de Privatizaciones en el plazo de 15 días. El CCP valora muy positivamente esta acción de SEPI y recomienda que en futuras operaciones de privatización esta actuación se realice con anterioridad a la remisión del expediente al CCP.

2.2. El CCP ha recomendado en anteriores dictámenes la conveniencia de que el informe de valoración sea lo más actualizado posible. Sin embargo, en algunas operaciones anteriores de privatización, el Agente Gestor no se había mostrado partidario de realizar la actualización del informe de valoración. Este Consejo considera que dicha actualización debería aplicarse al menos cuando transcurre un periodo de tiempo elevado entre la valoración y el momento de la venta y/o cuando existe una divergencia sustancial entre las proyecciones utilizadas en el cálculo del valor de la empresa y los datos contables que vayan estando disponibles. En relación con la presente operación y según consta en el expediente “la valoración anterior se realizó con datos del POA/PM 1998-2002, recientemente, a los efectos

CCP

de actualización de dicha valoración ... se ha facilitado al asesor nuevos datos de base que incorporan las modificaciones desde las previsiones de dicho POA/PM al presente”. El CCP valora satisfactoriamente esta acción del Agente Gestor pero considera que estas actuaciones se deberían plasmar en una efectiva actualización del informe de valoración que se adjuntaría al expediente remitido al CCP.

2.3. El CCP ha defendido que el descuento de flujos de caja sea el método básico a utilizar para la valoración de cualquier Empresa y que, en aquellos casos en los que existan razones por las cuales no se pueda utilizar, estas se encuentren debidamente justificadas. No obstante, este Consejo considera que pueden producirse casos como el que nos ocupa, en los que no proceda la utilización de este método.

En opinión del Consejo, la valoración realizada aplicando el método de descuento de flujos de caja muestra algunas debilidades técnicas. El principal inconveniente que se encuentra es la dificultad existente para descontar flujos de caja negativos. La aplicación de una tasa de descuento sin correcciones a unos flujos de caja negativos puede llevar a la paradoja de que cuanto mayor sea la tasa de descuento aplicada, (por una mayor prima de riesgo) mejor es la valoración de la inversión (menos negativa es la valoración de la inversión).

En consecuencia este Consejo considera que habida cuenta de las especiales características de la Empresa que nos ocupa, el método más adecuado para la valoración de ASTANDER podría ser, en este caso, el de valor patrimonial neto.

3. En relación al proceso de selección del comprador.

3.1.- El proceso de preselección del comprador ha sido la suma de tres acciones diferentes. En primer lugar el Agente Gestor (AIE) acordó realizar la operación por el método “de venta directa por concurso, entre un grupo selecto de compradores potenciales”. Entre los objetivos que se deseaba salvaguardar se encontraba el “mantenimiento, dentro de un grado de publicidad suficiente para garantizar el conocimiento del proceso por las partes potencialmente interesadas, de la máxima confidencialidad con el fin de evitar interrupciones al proceso

CCP

productivo ordinario del astillero”. Para ello, “la selección de los candidatos se realizó determinando aquellos que pudieran manifestar un interés real en el astillero, en función de su capacidad financiera y de gestión o de sus contactos previos con la AIE”. Consecuentemente, se contactó con seis grupos, recibándose interés positivo por parte de dos, uno de los cuales se retiró del proceso por tener interés en la combinación de Astander-H.J. Barreras.

En segundo lugar, el asesor contactó con doce compañías internacionales, concluyendo que no existía interés fuera de España por ASTANDER.

En tercer lugar, a finales de 1998 se permitió el acceso de dos potenciales grupos compradores que habían mostrado su interés por la compañía, a lo que habría que añadir la oferta del Comité de Empresa de ASTANDER por el 51% de la misma.

El CCP opina que, aún teniendo en cuenta el objetivo de confidencialidad, el Agente Gestor debería haber realizado un esfuerzo adicional, desde un primer momento, para contactar con el mayor número posible de potenciales interesados en la compra de Astander y que dicho mayor esfuerzo no hubiera sido incompatible con un aceptable grado de confidencialidad. La posterior incorporación al proceso de dos potenciales grupos muestra que podía existir interés por Astander fuera del grupo de empresas inicialmente contactadas. Se recomienda, igualmente, que el Agente Gestor realice una búsqueda más activa de posibles compradores, teniendo en cuenta la insuficiencia del criterio de selección del "conocimiento previo por parte del Agente Gestor", uno de los empleados por la extinta AIE.

3.2.- El CCP considera que el proceso de privatización de Astander se ha dilatado en el tiempo, si bien es consciente de las dificultades que presenta una operación como la actual, derivada de la crisis que atraviesa el sector y de la absorción, en mitad del proceso, de la AIE por parte de SEPI, lo que pudo motivar un alargamiento adicional. El largo periodo del proceso de privatización es un factor que tiende a incrementar los costes, tanto desde el punto de vista del vendedor, como del comprador, especialmente si se tiene en cuenta la delicada situación financiera de la compañía a privatizar. Adicionalmente, un periodo de tiempo muy elevado puede desincentivar a posibles compradores de la empresa, reduciendo la competencia. Por

CCP

ello, el CCP recomienda que se adopten las medidas necesarias para evitar un alargamiento excesivo de los periodos de privatización.

3.3.- Tras la presentación de ofertas vinculantes SEPI selecciona a Italmar para la fase de negociación "en función de su interés real en el Astillero, capacidad financiera y de gestión demostrada y precio." La decisión final para la venta de Astander a Italmar ha sido justificada por SEPI por ser la que tiene el mejor plan industrial y el segundo mejor precio. Por otra parte, la experiencia obtenida mediante la compra, en 1989, al Instituto Nacional de Industria de otro astillero de características similares (Astican) otorga, según SEPI, una garantía adicional acerca de la viabilidad de su plan industrial, a lo que también contribuye que Lavinia, principal accionista de Italmar, "presenta asimismo en su accionariado al armador griego Laskaridis con potencial para servir de cliente estable de futuro de ASTANDER, otorgando al astillero una actividad continuada que permita cubrir en parte sus costes de estructura".

Nuevamente, se presenta una operación de venta en la cuál el plan industrial y las garantías del comprador se configuran como decisorias sobre el criterio del precio ofrecido. En opinión de SEPI, la oferta alternativa, que ofrecía un precio mayor, se considera, por dicho Agente Gestor, "poco realista" en función del contenido del plan industrial; "atendiendo a la experiencia previa del asesor en el sector naval y en procesos similares, se considera muy difícil la implementación real del plan propuesto"; SEPI hace mención también a la carencia de garantías suficientes en el precio de venta y a la falta de referencias y documentos solicitados al interesado. El CCP constata que esta es la postura del Agente Gestor. En todo caso, realiza, las siguiente observaciones:

a) El CCP ha destacado en anteriores dictámenes la importancia de que existan unos "Criterios Básicos" que rijan en cada proceso de privatización y la conveniencia de que dichos criterios sean conocidos por todos los interesados. En este caso esta recomendación no ha podido ser llevada a cabo desde el comienzo, aunque podría haber sido adoptada cuando se reinició el proceso en septiembre de 1999 con la incorporación de nuevos interesados en la compra de Astander.

CCP

b) No se había establecido con carácter previo la importancia de los criterios que serían utilizados posteriormente para el análisis de las propuestas. (Si existían unos objetivos genéricos que se pretendían alcanzar a través de la privatización, si bien este Consejo no tiene constancia de que fueran puestos en conocimiento de los interesados en la compra de Astander).

4.- En relación con el acuerdo concreto de venta y el tratamiento de las contingencias

4.1.- Aunque en el expediente remitido por SEPI a este Consejo, se indica que "el comprador se comprometió a dotar a la sociedad compradora de Astander (Italmar) de las garantías patrimoniales suficientes para salvaguardar los fines establecidos en el contrato acordado entre las partes", el contrato de compraventa no incluye una cláusula en tal sentido.

4.2.- El contrato de compraventa no incluye ninguna cláusula que mencione compromisos adicionales de los accionistas de Italmar, si bien SEPI cuenta con una "carta de patrocinio" de LAVINIA CORPORATION (accionista de control de Italmar) en la que "declara y manifiesta que conoce, acepta y da el más firme apoyo a los términos y contenido íntegro del Contrato de compraventa ...".

4.3.- El contrato de compraventa no limita cuantitativamente (aunque si temporalmente -un año-) la responsabilidad del vendedor en cuanto a las posibles contingencias. El CCP, a lo largo de sus dictámenes, ha indicado la conveniencia de que se limite en la medida de lo posible dicha responsabilidad.

CCP

IV CONCLUSIONES

Sin perjuicio de las observaciones formuladas en el apartado III, el CCP considera que en el proceso y en la propuesta de venta de ASTANDER, propiedad de SEPI, se han respetado, en grado suficiente, los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

Noviembre, 1999

CCP

PRIVATIZACIÓN DE LM COMPOSITES TOLEDO

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de la participación que en LM COMPOSITES TOLEDO S.A.(LMT) mantiene la EMPRESA NACIONAL SANTA BARBARA DE INDUSTRIAS MILITARES, S.A. (SANTA BÁRBARA), participada íntegramente por SEPI.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 19 de diciembre de 1997, autorizó la puesta en marcha del proceso de privatización de LMT¹⁶ que, con anterioridad, había sido estudiado por la Agencia Industrial del Estado.

2.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 27 de marzo de 1997, aprobó la lista de asesores a convocar, así como los criterios de ponderación para la selección final de un asesor. De las diez entidades convocadas, dos declinaron la invitación para participar en el proceso.

3.- Una vez consideradas las restantes ocho propuestas, el Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 24 de abril de 1998, autorizó la contratación de Pool Gest como asesor en la privatización de LMT¹⁷.

¹⁶ En esta reunión el Consejo de Administración de SEPI autoriza simultáneamente el inicio del proceso de privatización de INTERNACIONAL DE COMPOSITES, S.A. (ICSA) y de AERONÁUTICA Y AUTOMOCION, S.A. (AYA), también participadas por SANTA BÁRBARA. En un principio, SEPI consideró la privatización de las tres participadas por SANTA BÁRBARA como un único proceso de privatización.

CCP

4.- El Asesor contactó con catorce potenciales compradores del conjunto ICSA/AYA/LMT y con veintitrés posibles compradores únicamente de LMT, de los que cinco mostraron interés. De estas ofertas, tres se centraban en el conjunto ICSA/AYA/LMT, mientras que las otras dos solo lo hacían en LMT.

5.- Debido a la oposición de LM GLASFIBER A/S (LMG), titular del 50% de las acciones de LMT, a entregar datos sobre LMT, así como a las restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones que presentaban los acuerdos de colaboración que se habían firmado entre LMG y SANTA BÁRBARA, SEPI decide separar a LMT del proceso de privatización de las otras dos filiales de SANTA BÁRBARA a mediados de mayo de 1998.

6.- A finales de 1998, una vez aclarada la imposibilidad de desarrollar un proceso normalizado de privatización, se reinicia el proceso con LMG como único comprador potencial.

7.- El 5 enero de 1999, LMG hace una primera oferta por LMT de 578 millones de pesetas.

8.- El 17 de marzo de 1999, el Asesor entrega a SEPI el informe de valoración de LMT.

9.- Después de un proceso de negociación en el que participan SEPI, Pool Gest y LMG, el 26 de marzo LMG eleva su oferta hasta los 875 millones de pesetas.

10.- En su reunión de 14 de mayo de 1999, el Consejo de Administración de SEPI acordó vender las acciones representativas del cincuenta por ciento del capital de LMT a LMG por 875 millones de pesetas.

¹⁷ Pool Gest es contratado como asesor de la privatización de ICSA, AYA y LMT que todavía se consideraba que podía realizarse en un mismo proceso.

CCP

III. CONSIDERACIONES

1.- En relación a la selección y a las funciones del asesor-valorador

El CCP se remite en este punto a lo expresado en el informe sobre la privatización de ICSA-AYA, realizado en mayo de 1999, ya que al plantearse en un primer momento conjuntamente la venta de las tres empresas, el proceso de elección del asesor fue común.

2.- En relación al informe de valoración realizado por el asesor

2.1.- El informe de valoración inicial realizado por el Asesor mostraba, en opinión del CCP, algunas debilidades, especialmente en relación a la explicación de los supuestos utilizados en su elaboración. A solicitud del CCP, el Agente Gestor requirió la elaboración de un nuevo informe de valoración en el que figurasen, debidamente justificados, los diferentes supuestos e hipótesis utilizados, lo que es valorado positivamente por este Consejo. Este nuevo informe, entregado al CCP, profundiza en mayor medida en la explicación de dichos supuestos, pero no incorpora un diagnóstico económico financiero de la empresa a privatizar e incurre en ciertas carencias metodológicas que podrían afectar a la valoración.

2.2.- En esta operación, el informe de valoración es entregado por el asesor en una fecha posterior a la recepción de la primera oferta realizada por el comprador. El CCP considera que este informe debería realizarse y entregarse antes de recibir las ofertas (aunque más tarde se actualice), porque llevarlo a cabo tras conocer el contenido de las ofertas acentúa el posible conflicto de interés derivado de la combinación de funciones de valorador y asesor.

CCP

3.- En relación al proceso de selección del comprador.

En el presente proceso de privatización han existido elementos que han impedido una concurrencia efectiva y que han dificultado la publicidad. Estos elementos se refieren a cláusulas incluidas en el Acuerdo de Colaboración entre LMG y SANTA BÁRBARA de fecha 7 de noviembre de 1994 así como en los Estatutos sociales de LMT:

a) Los actuales accionistas de LM COMPOSITES TOLEDO, S.A. (SANTA BÁRBARA y LMG al 50%) tienen reconocido estatutariamente un derecho preferente de adquisición de acciones en el caso de venta de las mismas a un tercero, y por un precio fijado por el auditor de cuentas de la sociedad en caso de desacuerdo entre los socios. En el presente proceso LMG, a través de una carta remitida a SANTA BÁRBARA de fecha 6 de julio de 1998, indicó su propósito de servirse de dicho derecho preferente, por lo que las acciones debían ofrecerse en primer lugar a los accionistas de LMT. La existencia de esta cláusula estatutaria, que obviamente limita cualquier posibilidad de concurrencia en la venta de las acciones poseídas por SANTA BARBARA, es muy anterior a la aprobación del Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996, donde se regulan las bases del actual Programa de Privatizaciones.

b) Aunque los actuales socios de LMT poseen la misma participación en el capital de la empresa y cada uno está facultado, según los estatutos, para nombrar dos vocales en el Consejo de Administración, también se prevé que el cargo de Presidente -al que corresponde un voto dirimente en caso de empate- debe recaer en uno de los consejeros designados por LMG. Ello supone que LMG tiene reconocido estatutariamente el control efectivo de la gestión y administración de la sociedad, a través del voto de calidad del Presidente. Amparándose en estas facultades estatutarias, LMG ha impedido que SEPI divulgara información sensible sobre la empresa, con lo que ha imposibilitado la elaboración de auténticos cuadernos de venta y, con ello, la realización del proceso de privatización en unas condiciones efectivas de concurrencia. Así, en la carta de LMG a SANTA BÁRBARA aludida en el párrafo anterior, se recuerda a SEPI que LMG nunca ha permitido que se proporcione a terceras personas información interna de LMT.

CCP

c) Adicionalmente, y en conexión con dicho régimen estatutario, el Acuerdo de Colaboración mencionado incluye, en primer lugar, el compromiso de las partes de mantener su participación durante un plazo de diez años, transcurrido el cual se reconoce el derecho a denunciarlo por cualquiera de las partes con una antelación mínima de dos años. En segundo lugar, el Acuerdo exige el consentimiento de la otra parte para cualquier cambio de titularidad de las acciones. Y, en tercer lugar, se incluye también la prohibición de transferencia de tecnología facilitada por LMG a terceros (de hecho la participación de SANTA BARBARA era meramente financiera, por lo que toda la tecnología empleada por LMT ha sido aportada por aquella empresa); es claro que esta limitación, al impedir el acceso de cualquier tercero a la tecnología y a los procesos de fabricación, suponía otro obstáculo o desincentivo para la apertura de un proceso efectivo de competencia.

A pesar de estos condicionantes, SEPI, según ha informado al CCP, ha tratado de adaptar este proceso a los principios de transparencia, libre competencia y publicidad. Para ello se ha intentado realizar un proceso de venta normalizado, con independencia de las limitaciones preexistentes, nombrando un Asesor, realizando una valoración y llegando a remitir un dossier a los posibles interesados, con información pública sobre la empresa. Posteriormente, la negativa explícita de LMG a que se publicara la información sobre la empresa paralizó el proceso ya emprendido. A partir de ese momento, SEPI, tras analizar las diferentes alternativas y coincidiendo con la opinión del Asesor del proceso, inició la negociación exclusiva con LMG para la venta de la participación de SANTA BÁRBARA en LMT.

A la vista de la situación expuesta, el CCP considera que en el presente caso se encuentran justificadas tanto la falta de competencia efectiva en el proceso de privatización como la resolución de este a través de negociaciones directas con el único candidato posible, por los fuertes e insoslayables condicionantes estatutarios y contractuales a que estaba sometido el Agente Gestor. Desde esta perspectiva, debe valorarse favorablemente que el Agente Gestor haya intentado realizar un proceso concursal, dando los primeros pasos en dicha dirección.

CCP

4.- En relación al acuerdo de venta

4.1. El CCP considera positiva la limitación de las contingencias recogida en el contrato de compraventa de las acciones, en virtud de la cual el comprador no podrá efectuar reclamación alguna al vendedor por hechos, actos, negocios o contratos anteriores a la formalización de la operación de venta. Se trata de una limitación lógica e inexcusable, pues el comprador, en tanto que socio encargado de la gestión de la empresa, es plenamente conocedor de la realidad de la misma.

4.2.- El comprador garantiza mediante una cláusula penal de 450 millones de pesetas el cumplimiento de sus compromisos en materia laboral (con el mantenimiento de la plantilla de 35 personas durante cinco años); la tenencia de la mayoría de las acciones durante cinco años y el mantenimiento de los fondos propios de LMT y de su filial LM Galicia. En general, el CCP valora satisfactoriamente estas garantías. No obstante, el compromiso de mantenimiento de la cifra de fondos propios en LM Galicia puede resultar algo laxo, en opinión del CCP, debido a que la cifra de fondos propios en el último ejercicio terminado es muy superior a la garantizada en el contrato de compraventa.

Asimismo, en opinión del CCP, habría resultado conveniente incluir en el contrato alguna cláusula que reconociera el derecho de SEPI a percibir parte de las eventuales plusvalías que pudiera obtener LMG por la venta parcial de su participación en LMT durante un periodo de tiempo determinado.

CCP

IV. CONCLUSIONES

El CCP considera, en atención a los vínculos contractuales y estatutarios a que está sometida la participación de SANTA BÁRBARA en LMT, que en el presente proceso no ha sido posible la aplicación efectiva de los principios de publicidad y concurrencia. En todo caso, a pesar de las dificultades encontradas, el CCP considera que el Agente Gestor ha realizado un esfuerzo para adaptar este proceso, en la medida de lo posible, a lo establecido en el Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996, por lo que se estima justificado el procedimiento seguido.

Noviembre, 1999

CCP

PRIVATIZACIÓN DE TGI

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de todas las acciones representativas del capital social de Tecnología y Gestión de la Innovación (TGI), propiedad de SEPI.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1.- El 26 de octubre de 1998, el Consejo de Administración de SEPI aprobó la lista de entidades convocadas a participar en el proceso de selección del asesor de la operación, así como los criterios de ponderación aplicables para la designación del mismo. La lista preliminar de candidatos la componían ocho entidades, de las que seis presentaron propuesta de colaboración.

2.- El Consejo de Administración de SEPI, el 2 de diciembre de 1998, autorizó la contratación de AB Asesores como asesor en la privatización de TGI.

3.- El Asesor contactó con 36 potenciales compradores. Se envió el Cuaderno de Venta a 19 entidades, una vez que estas hubieron firmado la preceptiva carta de confidencialidad. De forma simultánea, se comunicó la información que debía contener la oferta no vinculante, fijándose como plazo límite para su presentación el día 21 de mayo de 1999.

4.- El 4 de mayo de 1999 el Asesor entregó a SEPI el informe de valoración de TGI.

CCP

5.- Sólo dos candidatos presentaron ofertas no vinculantes, asistiendo a las sesiones de “data room” y de presentación de la compañía en el periodo comprendido entre el 25 de mayo y el 4 de junio.

6.- El Grupo Doxa presentó la única oferta vinculante antes del 25 de junio de 1999, fecha límite para la admisión de las mismas. Con fecha 26 de julio se recibió una oferta preliminar por parte del equipo directivo, que se desestimó al estar fuera de plazo.

7.- El Consejo de Administración de SEPI, en reunión de 1 de octubre de 1999, acordó vender las acciones representativas del total del capital social de TGI a Doxa Consultores por 60 millones de pesetas.

III. CONSIDERACIONES

1.- En relación con la selección y funciones del asesor-valorador.

1.1.- En esta operación las funciones de valorador y asesor coinciden en la misma entidad. El CCP ha insistido, en anteriores dictámenes, en la conveniencia de asignar las dos funciones a entidades distintas. De esta manera, quedaría más asegurada la objetividad en el proceso de valoración y se neutralizarían los potenciales conflictos de interés que puede suscitar la coincidencia en una sola entidad de las figuras de asesor y valorador.

El CCP considera que el reducido tamaño de la operación que nos ocupa condiciona el cumplimiento de dicha recomendación, si bien este Consejo también ha señalado como posible alternativa de menor coste, el sometimiento del informe de valoración del asesor a la “fairness opinion” de una entidad especializada independiente, como ya realizó SEPI en el proceso de privatización de Astander.

CCP

1.2.- El CCP ha expresado en anteriores dictámenes la conveniencia de indicar, en las cartas de convocatoria a los asesores, el orden de importancia de los diferentes criterios en el baremo de selección. Esta recomendación no ha sido tenida en cuenta por el Agente Gestor en este proceso.

1.3.- El CCP considera positivo que el Agente Gestor, al igual que en otras operaciones anteriores, haya aprobado las ponderaciones globales de los criterios para la selección del asesor con carácter previo a la realización del proceso de convocatoria y, por lo tanto, antes de recibir las ofertas de los candidatos. No obstante, no ha establecido también con anterioridad el sistema a utilizar para la asignación de puntos en cada uno de los criterios del baremo.

El CCP considera que la fijación previa del sistema de asignación de puntos por el criterio de los honorarios incrementaría el grado de transparencia del proceso de elección del asesor. De otro modo, una decisión posterior del mecanismo de asignación de puntuaciones puede producir oscilaciones en las diferencias obtenidas por los candidatos ante una misma ponderación global y por lo tanto afectar al resultado del proceso de selección.

1.4.- En las cartas enviadas a los asesores preseleccionados, como ha ocurrido en otros procesos de privatización anteriores, SEPI solicita que “a título meramente orientativo” incluyan una valoración preliminar de las sociedades y que describan “también la metodología aplicada en su realización”.

En este caso, SEPI ha tenido en cuenta solamente los métodos de valoración que han propuesto los candidatos, no los rangos de valoración asignados a la compañía, procedimiento que este Consejo considera adecuado y que se corresponde con anteriores recomendaciones del CCP.

CCP

2.- En relación al informe de valoración realizado por el asesor

El CCP considera que se han explicado, con mayor amplitud, los supuestos utilizados en la elaboración de la valoración. No obstante, existen ciertos aspectos de la misma con margen de mejora, entre ellos:

- a) El informe de valoración no es suficientemente explicativo respecto al cálculo del valor residual de TGI.

- b) La tasa de descuento incluye una prima de riesgo que refleja la posible huida del capital humano. Asimismo, se ha deducido del valor final calculado el coste de fidelización de los directivos, dada la importancia que el mantenimiento de éstos tiene en la etapa inicial de una compraventa de estas características. No parece justificada esta doble penalización a través de dos vías diferentes (prima de riesgo y ajuste final) por un único concepto.

3.- En relación al proceso de selección del comprador.

3.1.- En la presente operación el asesor ha contactado con 36 potenciales compradores para la venta de la empresa. El Consejo considera que el número de candidatos puede ser suficiente para producir una competencia efectiva entre los interesados. Sin embargo, se observa que entre las empresas contactadas no figuran algunas entidades indicadas por el asesor en su propuesta de servicios. El CCP ha indicado en anteriores ocasiones la importancia de justificar y explicar los criterios de preselección de candidatos cuando no se recurre a la convocatoria universal para la selección del comprador. El Agente Gestor ha comunicado verbalmente al CCP que se habían producido contactos previos que mostraban la falta de interés en participar por parte de estas entidades, si bien este punto concreto no se encuentra documentado en el expediente.

CCP

Visto con posterioridad, se estima que hubiera sido recomendable una profundización en la labor activa de búsqueda de potenciales compradores con el objeto de reforzar el cumplimiento del principio de concurrencia.

3.2.- El Consejo Consultivo de Privatizaciones valora satisfactoriamente que el asesor haya dado su opinión tanto sobre las dos ofertas preliminares como sobre la única oferta vinculante presentada.

3.3.- En la actual operación se ha presentado una oferta (por el equipo directivo) fuera de plazo y, por tanto, con posterioridad a que fuera entregada la única oferta vinculante. Además, el equipo directivo no había participado en el proceso de venta desde el principio y la primera noticia sobre su interés en participar, según señala SEPI, se produce con posterioridad a que hubiera finalizado el plazo para presentar las ofertas vinculantes.

3.4.- A pesar de que se ha contactado con 36 potenciales interesados y 19 habían mostrado interés, remitiéndoles el cuaderno de venta, sólo se presentan dos ofertas, que finalmente se reducen a una única oferta vinculante. El Consejo considera que se deben analizar las posibles causas de este hecho e intentar solucionar las que se puedan deber al diseño de la operación. Por ejemplo, en algunas de las contestaciones de los potenciales interesados que finalmente no presentaron ofertas se indicaba la falta de tiempo para preparar sus propuestas. Aunque esta explicación aparece con distinto grado de justificación en otros procesos privatizadores, en este caso, dado el resultado obtenido, puede resultar válida. Por ello, se estima que en el momento de diseñar los plazos para las distintas fases de la operación, éstos deberían ser lo suficientemente amplios al objeto de no desincentivar la concurrencia.

3.5.- Algunos de los puntos mencionados anteriormente, como el que se refiere a la oferta presentada fuera de plazo por un candidato que no había participado en las fases del proceso de selección, o el hecho de que algunos de los interesados no llegaron a presentar oferta, alegando la brevedad del plazo, refuerzan la recomendación del Consejo de que en cada operación específica se elaboren con carácter previo, unos “Criterios Básicos” por los que se regirá el proceso de venta. Estos “Criterios Básicos” contarían con una adecuada publicidad

CCP

para que fueran conocidos, en las mismas condiciones, por todos los potenciales compradores. (En todo caso, debe hacerse constar que los plazos — dejando aparte el problema de su posible brevedad — quedan claros en las cartas remitidas a los candidatos).

4. En relación al contrato de compraventa.

Respecto al tratamiento de las contingencias en el acuerdo de compraventa de TGI, el CCP considera que se han limitado las posibles reclamaciones por parte del comprador. La responsabilidad máxima de SEPI ante posibles reclamaciones del comprador es de 20 millones de pesetas, cifra que se eleva hasta el precio definitivo de la compraventa en caso de contingencias que se deriven de la actuación dolosa del personal de TGI.

El CCP considera satisfactorio los compromisos asumidos por el comprador en el contrato de compraventa y que dichos compromisos sean garantizados mediante una cláusula penal de 50 millones de pesetas.

IV. CONCLUSIONES

Sin perjuicio de las observaciones formuladas en el apartado III, el CCP considera que el proceso y la propuesta de venta de Tecnología y Gestión de la Innovación, S.A. (TGI), propiedad de SEPI, se han adaptado a los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

Diciembre, 1999

CCP

PRIVATIZACIÓN DE IBERIA

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre: a) la primera fase de la operación en la que se seleccionan los “socios industriales”; b) la segunda fase de la operación en la que se seleccionan los “socios institucionales”; c) la tercera fase de la operación en la que se realiza la OPV; que suponen, respectivamente, la enajenación del 10%, 30% y 53,7% del capital de IBERIA, LÍNEAS AÉREAS DE ESPAÑA, S.A., propiedad de SEPI¹⁸.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1.- Primera fase: elección de “socios industriales”.

1.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 4 de octubre de 1996, determinó la lista preliminar de candidatos a convocar y la ponderación de los criterios de selección en la designación de los asesores financieros de SEPI para el establecimiento de la alianza estratégica de IBERIA.

2.- Se preseleccionaron a once candidatos pero sólo se presentaron ocho ofertas, ya que dos declinaron la invitación y otros dos presentaron oferta conjunta. De las ocho propuestas presentadas sólo siete fueron consideradas (una fue excluida por estimarse que podía incurrir en conflicto de interés).

¹⁸ El resto del capital está en manos de los empleados de IBERIA.

CCP

3.- Después de analizar las siete propuestas, el Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 8 de noviembre de 1996, acordó la designación de la oferta conjunta de Merrill Lynch y BT Wolfensohn (posteriormente Bankers Trust) como asesores financieros para la alianza estratégica de IBERIA.

4.- El 23 de diciembre de 1996 los asesores presentan a SEPI una valoración preliminar de IBERIA.

5.- Los asesores contactaron y analizaron a cinco potenciales candidatos americanos e igual número de europeos para la elección de los socios estratégicos más convenientes para IBERIA.

6.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 2 de julio de 1997, después de analizar las actuaciones llevadas a cabo por IBERIA, los Bancos Asesores y la propia SEPI, autorizó la firma de sendos Acuerdos de Intenciones (MOU) entre SEPI, IBERIA y British Airways (BA), de una parte, y con American Airlines de otra a efectos del establecimiento de una alianza estratégica con IBERIA.

7.- El 28 de enero de 1998, con el fin de llegar a un acuerdo de toma de participación de British Airways y American Airlines en IBERIA, se constituye un Comité de Valoración, formado por representantes de IBERIA, American Airlines y British Airways y de los bancos asesores de SEPI y de los socios.

8.- La primera semana de mayo de 1998 los bancos asesores de SEPI presentaron sus conclusiones preliminares de valoración, así como sus recomendaciones respecto a la postura inicial de negociación y las estrategias a desarrollar en esta. En noviembre de 1998 los asesores entregan a SEPI una actualización de la valoración de IBERIA.

9.- El 12 de febrero de 1999 se suscribió un Acuerdo Marco entre British Airways, American Airlines, Iberia y SEPI por el que NEWCO, compañía participada en un 90% por

CCP

British Airways y en un 10% por American Airlines, adquiere el compromiso de tomar un 10% del capital de IBERIA por “un precio máximo de 58.000 millones de pesetas. Este compromiso estaba sujeto a ajustes a la baja respecto a los terrenos de La Muñoza, en lo que no estuvieran dedicados al negocio del transporte aéreo -y que serían objeto de tasación por un valorador independiente- y respecto a la valoración de la participación de IBERIA (29,9 por ciento) en CRS AMADEUS. En dichos acuerdos se establecía asimismo que BA/AA no pagarían por su participación del 10 por ciento, en todo caso, mayor precio que el que resultara de la OPV cuando la misma tuviera lugar”.

10.- En mayo de 1999 los asesores presentan a SEPI una nueva actualización de la valoración de IBERIA.

11.- El día 15 de diciembre de 1999 “se suscribió el contrato de compraventa de acciones de IBERIA, en virtud del cual los Socios Industriales adquirirían acciones representativas de un 10% del capital social de la Compañía, por el precio de 45.435.000.000 pesetas, una vez efectuados los ajustes indicados” en el anterior punto 9 “y que solamente podrá ser modificado, en su caso, si el precio de colocación institucional en la OPV es inferior al mismo”. La formalización de dicho contrato de compraventa está sujeta, entre otras condiciones, a su aprobación por el Consejo de Ministros, previo dictamen del Consejo Consultivo de Privatizaciones.

2.- Segunda fase: selección de “socios institucionales”.

1.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 26 de febrero de 1999, autorizó el inicio del proceso para dar entrada a socios institucionales que adquirirían individualmente entre un 3% y un 10% del capital de la Compañía y hasta un máximo conjunto del 30%. Este proceso se considera una continuación de las alianzas anteriormente descritas, por lo que permanecen como asesores de SEPI los mismos que efectuaron su trabajo de selección de socios estratégicos.

CCP

2.- El precio mínimo sería de 580.000 millones de pesetas por el valor total de la Compañía, al que “se le aplicarían los mismos ajustes que a BA/AA, si bien tales ajustes, en este supuesto, podrían ser tanto positivos como negativos, no teniendo los hipotéticos inversores un precio en función de las resultas de la OPV”.

3- El 4 de marzo de 1999 se envió a veintiún posibles inversores, que habían mostrado interés en ofertar, una carta de confidencialidad que fue firmada por diecisiete de ellos. A partir del 5 de marzo se les hizo llegar el Cuaderno de Venta, acompañado de una carta con las condiciones de la oferta y los criterios de valoración de las ofertas.

4.- Se mantuvieron reuniones de presentación de IBERIA con catorce posibles inversores con el fin de aclarar posibles dudas sobre la oferta y el Cuaderno de Venta, estableciéndose como fecha límite para la recepción de ofertas el 26 de marzo de 1999. Finalmente se recibieron ocho ofertas en firme.

5.- De las ocho ofertas en firme presentadas se rechazaron tres porque no se consideraron aceptables algunas de las condiciones que incluían.

6- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 28 de abril de 1999, acordó aprobar el procedimiento seguido para la enajenación del 30% del capital de IBERIA, procediendo a la adjudicación de un 10% de tales acciones a favor de Caja Madrid, de un 7,3% al Banco Bilbao Vizcaya S.A., de un 6,7% a Logista Aeroportuaria S.A., de un 3% a El Corte Inglés S.A., y de un 3% a Ahorro Corporación S.A., todos ellos por un precio de 580.000 millones de pesetas para la totalidad de la compañía, aplicando los ajustes referenciados para los Socios Industriales.

7.- El día 15 de diciembre de 1999 se suscribieron los contratos de compraventa con los socios institucionales por los que se vende el 30% de IBERIA por 136.305.000 pesetas. La formalización de dichos contratos de compraventa esta sujeta, entre otras condiciones, a la aprobación del Consejo de Ministros previo dictamen del Consejo Consultivo de Privatizaciones

CCP

8.- Con esta misma fecha se suscribió el “Acuerdo de Accionistas” de IBERIA entre los Socios Industriales e Institucionales.

3.- Tercera fase: OPV

1.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 2 de diciembre de 1998, aprobó la lista de candidatos a convocar para dirigir la venta del 53,7% del capital de IBERIA participado por SEPI a través de una oferta pública inicial. Asimismo se aprobó la ponderación de los criterios para la evaluación de las propuestas recibidas por los asesores preseleccionados. La lista estaba constituida por seis entidades bancarias españolas y por nueve internacionales.

2.- El 4 de diciembre de 1998 se envió a los candidatos preseleccionados las cartas de convocatoria para la elección de coordinadores globales de la operación. Las catorce (dos de ellas se fusionaron) entidades preseleccionadas presentaron propuestas de colaboración.

3.- Debido al tiempo transcurrido desde que se iniciara el proceso de selección de Coordinadores, el 6 de abril de 1999 se solicitó a las entidades participantes que si lo consideraban necesario actualizaran sus propuestas iniciales de diciembre de 1998.

4.- Con fechas 8 y 9 de abril se reciben las actualizaciones de las propuestas de colaboración.

5.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 28 de abril de 1999 , decidió nombrar como Coordinadores Globales a BSCH y Merrill Lynch.

6.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 29 de julio de 1999, acordó iniciar el procedimiento de enajenación del 53,7% del capital de IBERIA, incluyendo un 5,37% destinado a “greenshoe”, más las acciones que ha suscrito la SEPI en la ampliación de capital aprobada en la Junta General de Accionistas de IBERIA de 12 de junio de 1999.

CCP

7.- En esta misma reunión, SEPI aprobó la lista preliminar de candidatos para la selección de un valorador independiente — que no podrá formar parte del Sindicato de la Oferta — para tener una referencia externa del valor de la compañía a la hora de negociar el precio de la colocación. Se convocó a cuatro entidades, una de las cuales no presentó propuesta.

8.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 21 de octubre de 1999, acordó designar a Alpha Corporate como valorador independiente.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP SOBRE LA 1ª FASE DEL PROCESO: SELECCIÓN DE LOS “SOCIOS INDUSTRIALES”.

1.- En relación con la selección y funciones del asesor-valorador para esta fase.

1.1.- El proceso de selección del asesor financiero para esta fase se inicia (el 4 de octubre de 1996) con anterioridad a que el CCP hubiera emitido su primer dictamen. Por tanto, no se pudo tener en cuenta la opinión del CCP sobre los procesos de selección de asesores.

Por ejemplo, destaca el escaso peso atribuido al criterio de los honorarios. Desde sus primeros dictámenes el CCP recomendó que se aumentara la ponderación de este criterio, como ha ido sucediendo a lo largo del proceso de privatizaciones (incluida las posteriores selecciones de asesores en la misma operación de Iberia). Otro ejemplo de una recomendación que no pudo ser seguida y que se ha aplicado con posterioridad se refiere a que no se solicite a los candidatos una prevaloración de la empresa a vender o que, en todo caso (si se considerara que puede tener alguna utilidad, como por ejemplo el realizar comparaciones entre los honorarios solicitados), no se utilice como criterio de selección.

1.2.- Se considera acertada la decisión de SEPI de excluir a uno de los aspirantes a asesor seleccionados debido a que actuaba como asesor de uno de los posibles candidatos a socio estratégico de Iberia, a pesar de que el aspirante a asesor estimaba que esta condición no implicaba un conflicto de interés.

CCP

1.3.- Por otra parte, la SEPI estima que no hay conflicto de interés en los casos de Merrill Lynch—elegido también coordinador global de la OPV de IBERIA— y Banker Trust (que finalmente presentan una propuesta conjunta y ganan el concurso) por el hecho de su participación en Andes Holding.

En la actualidad, Andes Holding (en la que SEPI participa junto con Merrill Lynch y Bankers Trust) tiene un 80% de Interinvest, que es el accionista de control de Aerolíneas Argentinas. Iberia y American Airlines tienen el resto del capital (un 10% cada uno) de Interinvest. Adicionalmente, en esta época IBERIA ya tenía el mandato de la UE de vender las líneas sudamericanas que controlaba, principalmente Aerolíneas Argentinas y Austral. Este proceso fue paralelo a la búsqueda de socios estratégicos en la propia IBERIA. De hecho uno de los puntos esgrimidos a favor de American Airlines por el asesor es que al mismo tiempo estaba interesado en entrar en Aerolíneas, como así ocurrió.

Por otro lado, estos candidatos (en su propuesta de colaboración) “hacen manifestación expresa de la inexistencia de conflicto de interés en el asesoramiento de esta operación, a pesar de su participación en Andes Holding. En este sentido, y para evitar cualquier interpretación de causa de conflicto de interés, ambas instituciones se comprometen a renunciar a cualquier ganancia económica que pudiera derivarse de su participación en el indicado holding, con motivo de la venta de las participaciones de Aerolíneas Argentinas, Ladeco y Austral”.

2. En relación al sistema elegido para la selección de los socios industriales

La selección de los socios industriales se ha realizado con criterios diferentes al precio, ya que éste se ha negociado con posterioridad.

En la búsqueda de socios estratégicos, la aplicación de un sistema de selección que no tuviera en cuenta el parámetro precio no ha impedido la existencia de un proceso concurrencial basado en la puntuación de una serie de criterios de carácter estratégico, cualitativo y

CCP

económico. Aunque, aparentemente, estos criterios son menos objetivos que el precio, se considera que se ha realizado un esfuerzo para objetivizarlos. Asimismo, en el expediente se adjunta un extenso informe del asesor en el que se recoge el trabajo realizado para la selección.

Así, por un lado, se planteó la búsqueda de un socio para la constitución de una alianza transatlántica. Para ello, el asesor evaluó cinco compañías aéreas norteamericanas en función de diez parámetros que se han puntuado individualmente para cada uno de los candidatos. Finalmente, la compañía American Airlines obtuvo la mayor puntuación.

Por otro lado, se procedió a la búsqueda de un socio para la constitución de una alianza europea. Para ello se analizaron cinco compañías europeas que fueron evaluadas en función de doce parámetros distintos (el baremo también fue diseñado por el asesor). En este caso British Airways obtuvo la puntuación más alta.

Finalmente, los asesores estudiaron las alianzas tripartitas más probables, así como los beneficios económicos que podían suponer para IBERIA. Como resultado de dicho estudio, se obtiene que la unión American-Airlines-British Airways-Iberia era la más atractiva desde el punto de vista cualitativo frente a otras alianzas tripartitas.

Teniendo en cuenta lo anterior, el CCP considera que la decisión de elegir a American Airlines y British Airways como socios estratégicos de Iberia encuentra apoyo en la documentación remitida y que, además, se ha realizado un esfuerzo en su justificación.

Por otra parte, en este proceso de selección, la empresa en vías de privatización ha desempeñado un importante papel. Este hecho, que puede suponer una excepción al principio de separación entre propiedad y gestión indicado en el Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996, parece que está justificado dado que en esta primera fase lo importante no era la venta de una participación accionarial, sino integrar Iberia en una alianza internacional, lo cual podía ocurrir sin que se produjera la entrada en el accionariado (de hecho muchos de los aspectos de la alianza con BA/AA han entrado en vigor antes de la entrada en el capital de Iberia de estas entidades). En cualquier caso, el Agente Gestor debe jugar, en un proceso de

CCP

estas características, un papel si cabe más activo para evitar que potenciales conflictos entre los intereses de los gestores de la compañía y los intereses del accionista pudieran activarse.

3.- En relación con el sistema para fijar el precio de los socios industriales.

El punto más débil del sistema de selección comentado en el apartado 2 anterior reside en que al elegir a los socios industriales sin tener en cuenta consideraciones de precio, éste se tendrá que fijar en una negociación bilateral posterior sin que exista la competencia que implica el mercado.

Efectivamente, después de la firma del Acuerdo de intenciones (MOU) con AA/BA, se crea (el 28 de enero de 1998) un Comité de Valoración compuesto por todas las partes y por sus bancos asesores. En este Comité se pusieron de manifiesto, según expresa SEPI, “diferencias muy significativas en las horquillas de valoración”, como por otra parte es normal que ocurra en una negociación de estas características. Asimismo, y según se desprende del expediente de SEPI, el papel jugado en estas negociaciones por parte del asesor (y valorador) de SEPI ha sido muy activo e importante.

Por ello, en este tipo de situaciones, en que no hay competencia de precios en el mercado y en la que existe una negociación bilateral, el CCP considera que el Agente Gestor, para dar transparencia a la operación, debe contar con un informe de valoración externo con anterioridad al inicio de las negociaciones y de la formulación de las primeras ofertas de precios. En esta operación SEPI contaba con un primer trabajo de valoración realizado por el asesor fechado el 23 de diciembre de 1996.

Por otra parte, el CCP ha recomendado la conveniencia de separar las figuras de valorador y asesor o - al menos - de contar con una “fairness opinion” de la valoración del

CCP

asesor¹⁹. El objeto de esta recomendación es intentar asegurar que el proceso contara con una verdadera valoración externa eliminando o reduciendo los potenciales conflictos de interés entre asesor y valorador (dado que el asesor recibe una parte de su remuneración en forma de comisión de éxito y, podría estar teóricamente interesado en una valoración - o en una modificación de la misma - que “facilitaran” la venta, aunque desde este Consejo se ha insistido en la diferencia entre precio de mercado y valoración).

Adicionalmente, se podría considerar que el asesor del vendedor, dada la importancia de sus funciones en la operación, es parte del proceso y por tanto se encuentra en algún grado internalizado. Con su recomendación el CCP estima que se cumpliría en mayor grado el apartado sexto 3 del Acuerdo de Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 en el que se establece que en las operaciones de privatización “se solicitarán informe o informes externos” de valoración.

Dadas las características del proceso actual, la gran dimensión de la empresa y, sobre todo, la ausencia de referencias de mercado, se considera que esta recomendación es especialmente aplicable.

Con motivo de esta operación, el CCP quiere recordar que se deben separar los dos procesos: la elaboración de un informe de valoración, de un lado, y la fijación del precio que se derive del proceso de negociación, de otro, llevado a cabo este último en el Comité de Valoración. El asesor, después del citado informe realizado en diciembre de 1996, ha procedido a realizar diversas actualizaciones de la valoración. En ellas, según se desprende del expediente remitido, pueden haber influido, entre otras causas, las discusiones y acuerdos alcanzados en el Comité de Valoración. El Consejo insiste en que la valoración independiente no es vinculante y el precio alcanzado en la negociación puede ser diferente, pero al mismo tiempo recuerda que para reforzar el principio de transparencia, las negociaciones sobre el precio no deben influir en la valoración externa o independiente que tiene que existir en todo proceso de privatización (según el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996).

¹⁹ En esta operación ha existido una consulta -entre otros puntos- sobre el valor a Arthur Andersen, aunque no sea realmente una “fairness opinion”.

CCP

Finalmente, como resultado de las negociaciones del Comité de Valoración, se alcanzó un acuerdo en torno al precio, sujeto a los ajustes que se recogen en el punto 9 del apartado II.1 de este dictamen. Entre ellos, se recoge que el precio se ajustará a la baja si el precio institucional de la OPV es menor. Se estima que, debido a la mencionada ausencia de ofertas alternativas sobre el precio de Iberia, hubiera sido positivo que el ajuste del precio pagado por los socios industriales en función del resultado de la OPV tuviera lugar en las dos direcciones²⁰.

4. En relación al contenido de los informes de valoración.

4.1. El Consejo, a lo largo de sus dictámenes, se ha mostrado partidario de que el método del descuento de flujos de caja sea considerado básico para la valoración de cualquier empresa y que, en aquellos casos en que existan razones por las cuales no se pueda utilizar, éstas se encuentren debidamente justificadas. Asimismo, también ha considerado la utilización de otros métodos, como el de múltiplos de compañías comparables, principalmente como contraste. En el caso que nos ocupa, el método de descuentos de flujos se empleó como complementario en las primeras dos valoraciones preliminares (de diciembre de 1996 y de mayo de 1998) presentadas por los asesores y no se ha utilizado en las actualizaciones posteriores de las valoraciones.

Según se desprende del expediente en las primeras reuniones del Comité de Valoración (integrado por representantes de SEPI, Iberia, British Airways, American Airlines, y los bancos asesores de todos ellos) se acuerda que el método de valoración a utilizar para la valoración del negocio del transporte aéreo de Iberia fuera la aplicación de múltiplos bursátiles de compañías comparables cotizadas. Asimismo se intercambiaría información suficiente para la elaboración de un modelo de descuento de flujos de caja que serviría de complemento de valoración. El

²⁰ Es, en este caso, el precio real de referencia del mercado y existen razones contrapuestas para que un socio industrial pague más o menos que dicho precio. En último grado, la recomendación sería ponderar con detalle dichas razones y, en su caso, corregir en un porcentaje este precio a consecuencia del análisis realizado.

CCP

CCP, de acuerdo con lo comentado en el apartado 3 anterior, insiste en que el proceso negociador del precio y el proceso de elaboración del informe externo de valoración deben ser independientes.

4.2. En opinión del Consejo, las valoraciones preliminares y las posteriores actualizaciones deberían ser más autoexplicativas. En concreto son reseñables las siguientes debilidades de los informes de valoración:

- a) No incluyen los supuestos en los que se basan para la proyección de los estados financieros de IBERIA y se limitan a recoger las proyecciones presentadas en los planes de la compañía.
- b) No se explica cómo se calculan los sucesivos rangos de valoración.
- c) No se individualizan (salvo en el informe de valoración de mayo de 1998) las valoraciones de Amadeus y “La Muñoza”.

IV. CONSIDERACIONES DEL CCP SOBRE LA 2ª FASE DEL PROCESO: SELECCIÓN DE LOS “SOCIOS INSTITUCIONALES”.

1.- En relación con la selección del asesor-valorador.

SEPI decide seguir contando con los asesores elegidos para la primera parte de la operación “por entender que esta fase es una mera continuación de la anterior, por ser los mismos los parámetros de la valoración y posible discusión con los socios institucionales hipotéticos, y, por último, porque una y otra fase tienden a la dotación de un núcleo estable de accionistas para la Compañía una vez privatizada”.

Aunque pueda estar justificado el mantenimiento de los asesores por el conocimiento acumulado en la fase anterior, esta opción no estaba contemplada en las cartas convocatoria

CCP

para la primera fase²¹ ni en las actas del Consejo de SEPI²². Sin embargo, se podría interpretar que esta posibilidad si pudiera estar considerada en la redacción de la carta de mandato firmada por el asesor. El CCP estima razonable la decisión de SEPI, pero considera que debería contemplarse desde el principio con claridad el alcance de la convocatoria de los concursos, para que los candidatos puedan tenerlo en cuenta a la hora de presentar sus ofertas.

2.-. En relación al proceso de selección de los socios institucionales.

2.1.- En esta fase, según SEPI, “se otorga la oportunidad de participar en el proceso a todos los inversores que mostraron interés en Iberia y que cumplían los requisitos de solvencia financiera, dimensión y encaje estratégico definidos por SEPI y sus asesores”. Para ello, el día 4 de marzo se reparte una nota de prensa anunciando la venta, el plazo y un resumen de las condiciones, la cual sale recogida en prensa nacional e internacional durante los días siguientes. Sin embargo, los medios no recogen la nota en su integridad y la expresión de algunos matices puede haber originado alguna confusión entre los potenciales inversores. Por ello, el CCP vuelve a recomendar, que en casos como este, además de repartir la nota de prensa, el Agente Gestor inserte anuncios (con lo que se garantizaría que la información completa llegue a los potenciales compradores). Asimismo, esta labor debería complementarse con una función activa por parte del asesor en la búsqueda de compradores.

2.2.- El Consejo de SEPI acuerda iniciar formalmente el procedimiento de oferta a posibles inversores institucionales el 26 de febrero. En el acta de ese mismo Consejo ya se pone de manifiesto “que han expresado un serio interés” cuatro candidatos y que otros seis “han expresado su interés” (entre estos se encuentran cinco de los ocho que presentan ofertas). A continuación se envía la carta de confidencialidad a veintiún posibles inversores, carta que fue firmada por diecisiete de ellos y a los que a partir del 5 de marzo se les hizo llegar el Cuaderno

²¹ En la que se invitaba a los candidatos “a presentar una propuesta de colaboración en la búsqueda de un socio estratégico para IBERIA”.

CCP

de Venta. La nota de prensa citada en el punto anterior se hizo pública el 4 de marzo y en ella se establecía el 26 de marzo como última fecha para la presentación de ofertas. Las reuniones aclaratorias con los candidatos tuvieron lugar entre el 15 y el 25 de marzo.

Se considera que estos plazos han sido muy ajustados (sobre todo para los inversores que no habían tenido contactos previos), debido a la complejidad de preparar una oferta de este tipo y a que algunos candidatos se vieron obligados a tener las reuniones aclaratorias el día anterior del vencimiento del plazo. Por ello, el CCP recomienda que, con objeto de fortalecer la concurrencia, se establezcan plazos más amplios.

2.3.- El CCP valora positivamente el hecho de que, junto con el Cuaderno de Venta de IBERIA y las condiciones de la oferta, se comunicaran a las diecisiete entidades que firmaron la Carta de confidencialidad los criterios que se tendrían en cuenta para la valoración de las ofertas. Esta actuación ha sido reiteradamente recomendada por el CCP en sus anteriores dictámenes.

2.4.- Finalmente, se presentaron ocho ofertas de las cuales se eliminaron tres por no considerarse aceptables algunas de las condiciones que incluían. El CCP, tras el estudio de dichas ofertas, considera justificada la decisión adoptada por el Agente Gestor.

2.5.- El sistema elegido para la asignación de las acciones en función de los cuatro criterios elegidos (precio ofrecido, porcentaje del capital dispuesto a invertir, plazo mínimo de participación y capacidad para la formación de un grupo estable de accionistas) se encuentra suficientemente explicado, constituyendo un sistema objetivo y reglado, así como el sistema para la fijación del precio, que será igual para todos los inversores institucionales y será equivalente al mínimo ofertado entre aquellas ofertas que sean seleccionadas hasta cubrir el porcentaje final del capital de Iberia que se venda.

²² En las que se recoge que “el Consejo acuerda, por unanimidad, la designación de Merrill Lynch y de BT Wolfenshon como asesores financieros para la alianza estratégica de Iberia”.

CCP

Se reconoce el esfuerzo realizado por SEPI para objetivizar el sistema utilizado en la adjudicación de acciones en esta fase. No obstante, y aunque los criterios a tener en cuenta estaban fijados con anterioridad a la recepción de las ofertas, el procedimiento seguido y la ponderación de esos criterios se fijaron “tras la evaluación de las ofertas”. El CCP ha recomendado con insistencia que también este tipo de sistemas de selección se establezca con anterioridad a la recepción de las ofertas de los candidatos.

V.- CONSIDERACIONES DEL CCP SOBRE LA 3ª FASE DEL PROCESO: OPV.

1.- En relación a la elección de los Coordinadores Globales.

1.1.- Aunque el inicio de la elección de Coordinador Global es anterior al comienzo del proceso de selección de socios institucionales, la decisión final sobre ambos temas es tomada en el mismo Consejo de Administración de SEPI. El Agente Gestor, en el concurso para elegir Coordinador Global, establece que si algunas de las entidades fuera seleccionada como socio institucional de Iberia “sería considerado un conflicto de intereses para la coordinación global”.

En otras operaciones con similares características (hay que recordar que el precio que pagan los socios institucionales de Iberia no está vinculado al precio de la OPV, lo que sí podía haber supuesto una característica diferencial en relación con otros procesos), el CCP no ha recomendado que se hiciera incompatible la condición de accionista relevante con la de Coordinador Global, sino que ha propuesto que se adoptaran una serie de medidas relacionadas con posibles conflictos de interés cuyo objetivo fuera minimizar las posibilidades de que dichos conflictos se pudieran activar. Por ello, en relación a este punto, el Agente Gestor va más allá de las recomendaciones del CCP, aunque en ocasiones anteriores no hubiera aplicado en su integridad la lista de medidas propuestas por este Consejo.

1.2.- Debido a la coincidencia en el tiempo de los dos concursos citados (el de los socios institucionales y el de Coordinador Global), tres entidades financieras estaban

CCP

compitiendo simultáneamente en dos procesos diferentes, sin poder resultar elegidas en ambos como consecuencia de la incompatibilidad comentada en el apartado 1.1 anterior.

El CCP considera que se debería intentar evitar este tipo de situaciones realizando de una manera sucesiva y no simultánea los diferentes concursos²³.

1.3.- En relación con la adjudicación de puntos en los diferentes criterios del baremo, se considera que se ha realizado un esfuerzo para realizarla atendiendo a criterios objetivos. La excepción a lo anterior ocurre paradójicamente con el criterio “a priori” mas objetivo, es decir el de las comisiones.

En concreto, en el criterio de las comisiones no sólo se valora la comisión ofrecida por cada uno de los participantes sino también otros elementos de sus ofertas más difíciles de cuantificar. El efecto es doble: menor objetividad a la hora de asignar los puntos y disminución de la importancia relativa en la ponderación del baremo.

Por ello, el Consejo recomienda que se cambie este sistema por otro que sólo tome en consideración (en la asignación de puntos en el criterio de las comisiones) el importe de la comisión ofrecida, valorándose el resto de los conceptos en otros apartados del baremo.

1.4.- En esta ocasión el Agente Gestor ha introducido un umbral mínimo al nivel de comisiones en el concurso para la selección de Coordinadores Globales. El CCP considera que, en el caso de que se decida utilizar este criterio, debería aprobarse antes de haber recibido las ofertas.

²³ Se estima que, incluso con el anterior calendario de realizar la OPV en el último cuatrimestre del año 1999, no hubiera planteado problemas de tiempo retrasar la apertura del concurso para Coordinador Global hasta el 28-4-99, cuando se produce la adjudicación de los socios institucionales (hay que recordar que en operaciones anteriores, la elección de Coordinador global ha necesitado menos de mes y medio).

CCP

2.- Consideraciones sobre la elección de un asesor-valorador independiente para la OPV.

2.1.- El CCP ha recomendado la existencia en las OPVs de la figura de un asesor, independiente de los Coordinadores Globales y que no ocupe un puesto destacado en el Sindicato colocador de las acciones. Entre las funciones de este asesor estaría la de elaborar una valoración independiente de la realizada por los “colocadores” y la de actuar como “contrapeso” de los Coordinadores Globales, asistiendo al Agente Gestor, por ejemplo, en las negociaciones para fijar el precio de la oferta y en la asignación de las acciones en los tramos institucionales.

En la operación de IBERIA, SEPI estima que es necesario un informe de valoración realizado por un valorador independiente de los Coordinadores Globales y “que no sea o pueda ser miembro del Sindicato de la Oferta, para tener una referencia externa del valor de la compañía a la hora de negociar el precio de la colocación”. El Consejo valora positivamente esta decisión de SEPI, que es coherente con las recomendaciones antes citadas del CCP.

El CCP considera positiva la asistencia del valorador independiente en la fase de negociación del precio, si bien sería también útil la existencia de un asesor independiente que apoye a los Agentes Gestores en el resto de las fases de la OPV.

2.2.- Para la selección del valorador independiente el Agente Gestor ha preseleccionado a cuatro entidades. Aunque este número se sitúa en el límite inferior de la banda establecida por los Agentes Gestores en el documento “Norma sobre Privatizaciones”, el CCP considera que el número de convocados debería ser sensiblemente mayor para promover la concurrencia y para prevenir situaciones en que uno o varios candidatos o no presenten propuesta (como ha ocurrido en esta ocasión) o planteen una propuesta conjunta, lo que reduciría aun más el número de participantes.

CCP

2.3.- El CCP había solicitado a SEPI en sus últimos dictámenes sobre OPV iniciales la necesidad de que se adoptaran las medidas necesarias para que, tanto la selección del valorador como, sobre todo, el informe de valoración (aunque se trate de un avance sujeto a modificaciones), se hubieran realizado con anterioridad a la emisión del dictamen correspondiente por parte de este Consejo. En este caso, el proceso de selección del asesor se encuentra concluido, pero no su trabajo de valoración.

3.- Consideraciones sobre el papel del CCP en las OPVs.

En el expediente remitido al CCP no se incluye una fecha para la realización de la OPV y tampoco una previsión. El CCP solicita al Agente Gestor que le remita a este Consejo según vaya estando disponible la información referente a las fases posteriores a la OPV.

VI.- OTRAS CONSIDERACIONES GENERALES

El CCP quiere destacar la colaboración prestada por SEPI en relación con esta operación. Así, el Agente Gestor ha tenido informado a este Consejo de la evolución de las fases intermedias y, con anterioridad al envío oficial del expediente, ha remitido amplia información sobre diferentes aspectos de la operación. Asimismo, ante peticiones adicionales de información realizadas por el CCP, ha realizado un importante esfuerzo por atenderlas.

CCP

VII.- CONCLUSIONES

Aún teniendo en cuenta que la OPV se encuentra en una fase muy preliminar, y sin perjuicio de las observaciones formuladas en el presente informe, el CCP considera que en la operación de privatización de Iberia, Líneas Aéreas de España, S.A., se han respetado suficientemente los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

Diciembre, 1999