

# *Informe de actividades-2000*

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

# CCP

## ***INFORME DE ACTIVIDADES — 2000***

### ***CONSEJO CONSULTIVO DE PRIVATIZACIONES***

<b>ÍNDICE</b>	<u>Página</u>
<b>CAPÍTULO I. Introducción .....</b>	<b>2</b>
<b>CAPÍTULO II. Las privatizaciones de empresas del sector público empresarial del Estado en 2000.....</b>	<b>5</b>
1. Evolución del Programa de privatizaciones en 2000.....	5
2. Los índices CCP.....	16
<b>CAPÍTULO III. Operaciones dictaminadas por el CCP en 2000 y Principales recomendaciones realizadas.....</b>	<b>24</b>
1. Operaciones dictaminadas por el CCP en 2000.....	24
2. Principales recomendaciones del CCP durante 2000.....	27
Anexo al capítulo III: Resumen de las recomendaciones del CCP desde su creación .....	34
<b>CAPÍTULO IV. Otras actividades desarrolladas por el CCP durante 2000.....</b>	<b>41</b>
<b>ANEXO I: Operaciones informadas en 2000</b>	
Privatización de CASA.....	45
Privatización de COPE .....	55
Privatización de Babcock & Wilcox.....	64
<b>ANEXO II: Glosario de términos relacionados con las privatizaciones .....</b>	<b>76</b>
<b>ANEXO III: Publicaciones recientes relacionadas con las privatizaciones .....</b>	<b>82</b>

# CCP

## *CAPÍTULO I*

### **INTRODUCCIÓN**

El Consejo Consultivo de Privatizaciones fue creado por 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 (o Programa de Privatizaciones). 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 reforzar el sistema de garantías de las operaciones de privatización en el cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

Esta labor se lleva a cabo a través de informes públicos en los que se analiza la adecuación de cada operación de privatización al cumplimiento de los principios citados. De igual modo atiende cualquier consulta que le sea planteada durante el proceso de privatizaciones.

En el citado Acuerdo del Consejo de Ministros, de fecha 28 de junio de 1996, se establece que el CCP estará compuesto por su Presidente y un máximo de ocho Consejeros.

# CCP

## COMPOSICIÓN DEL CONSEJO

Durante 2000 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 1999.

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)

# CCP

- **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 2000.**

#### **1. EVOLUCIÓN DEL PROGRAMA DE PRIVATIZACIONES EN 2000**

Desde que se aprobó el “Programa de Privatizaciones”, en junio de 1996, el ritmo de venta de empresas en el Sector Público Empresarial del Estado ha sido intenso.

Se han privatizado, total o parcialmente, casi 40 empresas lo que ha dado lugar a 43 operaciones de privatización (debido a que en el caso de diferentes empresas como Endesa, Aceralia, Iberia o Telefónica la privatización se ha realizado en varias fases). Sobre estas operaciones de privatización el CCP ha emitido casi 50 dictámenes.

Este proceso ha generado unos ingresos que se sitúan en el entorno de los cinco billones de pesetas, lo que suponía una media, hasta el año 1999, de casi el 2% del PIB. Como consecuencia, la presencia del sector público empresarial del Estado en la economía se ha visto notablemente reducida. Un indicador aproximado es el peso de las participaciones del Estado en empresas cotizadas en relación con el total de la

# CCP

capitalización bursátil del mercado español que se ha reducido del 11%, en 1996, a un 0,5% a finales del 2000.

En este intenso proceso de privatizaciones, el año 2000 ha significado un paréntesis. Hay que tener en cuenta que, durante ése año, se han celebrado unas elecciones generales. Adicionalmente, y con ocasión de la constitución del nuevo Gobierno, se ha realizado una reorganización ministerial que ha afectado especialmente al sector público empresarial del Estado. En concreto, la desaparición del Ministerio de Industria y Energía ha provocado que la SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales) haya pasado a depender del nuevo Ministerio de Hacienda. De este Ministerio, escindido del anterior Ministerio de Economía y Hacienda, depende también SEPPa.

Hacia el futuro, el Presidente de la SEPI ha anunciado, en el Congreso de los Diputados, sus planes de privatización. En concreto, ha declarado (Diario de Sesiones de la Comisión de Economía y Hacienda del Congreso de los Diputados del 9 de noviembre de 2000) que “... la SEPI se plantea... por una parte la privatización, una vez consolidados los proyectos empresariales, de todas las compañías operativas en el período 2001 a 2003, con excepción de HUNOSA y de la nueva empresa de construcción naval (Izar)... Quedará también pendiente el 10% de Red Eléctrica – según la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, no se puede enajenar – y se mantendrán también las participaciones en Enresa y en Infoinvest. En el resto, nuestro plan operativo prevé la correspondiente privatización de aquí al 2003”. Por otra parte, el Ministro de Hacienda, ha anunciado que en esta legislatura el ritmo del proceso privatizador no podrá alcanzar el del cuatrienio anterior.

A título puramente orientativo, se recuerdan las empresas que aún pertenecen a SEPI.

# CCP

<i>Empresas de SEPI (31-12-2000)</i>		
<i>EMPRESA</i>	<i>SECTOR</i>	<i>% PARTIC.</i>
<b>Andes Holding</b>	Gestión	42%
<b>Aresbank</b>	Banca	7,33%
<b>BWE</b>	Bienes de equipo	100%
<b>Conversión Aluminio</b>	Aluminio	100%
<b>EADS</b>	Aeroespacial	5,5%
<b>Ence</b>	Celulosa	51%
<b>Endesa</b>	Energía	2,95%
<b>Enresa</b>	Residuos	20%
<b>Ensa</b>	Bienes de equipo	100%
<b>Enusa</b>	Energía	60%
<b>HUNOSA</b>	Minería	100%
<b>Iberia</b>	Transporte aéreo	53,9%
<b>Imenosa</b>	Bienes de equipo	100%
<b>Infoinvest</b>	Gestión inmobiliaria	100%
<b>Iniexport</b>	Exportación	100%
<b>Izar</b>	Naval/Defensa	100%
<b>Musini</b>	Seguros	96,83%
<b>Presur</b>	Minería	100%
<b>REE</b>	Energía eléctrica	28,5%
<b>Santa Bárbara</b>	Defensa	100%
<b>Sodian</b>	Desarrollo Regional	60,29%
<b>Sodiar</b>	Desarrollo Regional	51%
<b>Sodicaman</b>	Desarrollo Regional	51%
<b>Sodiex</b>	Desarrollo Regional	61,2%
<b>TGI</b>	Ingeniería	100%

SEPPA no ha anunciado sus planes de privatización. Sea de forma independiente o integrada en SEPI, lo normal es que continúe la política de desinversiones, con los límites que el Gobierno estime oportunos.

A título puramente ilustrativo, se recuerdan algunas de las empresas pertenecientes a SEPPA.



# CCP

<i>Empresas de SEPPA (31/12/2000)</i>		
<i>EMPRESA</i>	<i>SECTOR</i>	<i>% PARTIC.</i>
<b>Agencia EFE</b>	Comunicación	100%
<b>Agesa</b>	Inmobiliaria	100%
<b>Aldeasa</b>	Distribución	5,06%
<b>Altadis</b>	Tabaco	1,80%
<b>Alycesa</b>	Alimentación	91%
<b>C. Segarra-Garrigues</b>	Recursos hídricos	100%
<b>Canal de Navarra</b>	Recursos hídricos	100%
<b>Cuencas Hidrográficas</b>	Recursos hídricos	100%
<b>Emgria</b>	Residuos	100%
<b>Enausa</b>	Autopistas	100%
<b>Enisa</b>	Pymes	70%
<b>Hidroguadiana</b>	Recursos hídricos	100%
<b>Holsa</b>	Olimpiada 1992	51%
<b>Improasa</b>	En liquidación	100%
<b>Paradores</b>	Turismo	100%
<b>S.E.Transform. Euro</b>	Gestión	100%
<b>Segipsa</b>	Gestión	100%
<b>Senasa</b>	Formación de pilotos	79%
<b>Transmediterránea</b>	Naviera	95%
<b>V. Centenario</b>	Gestión	100%

El Ministerio de Fomento ha manifestado que, en esta legislatura, no se plantea actuaciones de privatización en AENA (el anterior equipo ministerial tuvo en estudio la privatización de la gestión). Por otra parte dicho Ministerio ha manifestado que separará de Renfe la parte de infraestructuras y que se liberalizará el transporte ferroviario, sin proceder en esta legislatura a impulsar una política de privatizaciones en el sector.

A principios de 2001, el Ente Público Radiotelevisión Española ha quedado adscrito a la SEPI por cuestiones de gestión y saneamiento financiero, y no de privatización, según las declaraciones del Presidente de SEPI y el Ministro de Hacienda en el Congreso de los Diputados (Diario de Sesiones de la Comisión de Economía y

# CCP

Hacienda de 9 de octubre de 2000, y Pleno de 24 de octubre de 2000, respectivamente).

En este contexto, el año 2000 ha sido un año de transición en el que ha disminuido la intensidad de la política de privatizaciones, culminándose la privatización de Initec, CASA y COPE, y materializándose la primera y segunda fase de Iberia (se recuerda que el Consejo de Ministros aprobó la operación el 27 de diciembre de 1999). Asimismo, durante este año se ha avanzado en otros procesos de privatización como Babcock & Wilcox (sobre la cual el CCP emitió su dictamen aunque está pendiente de la autorización del Consejo de Ministros).

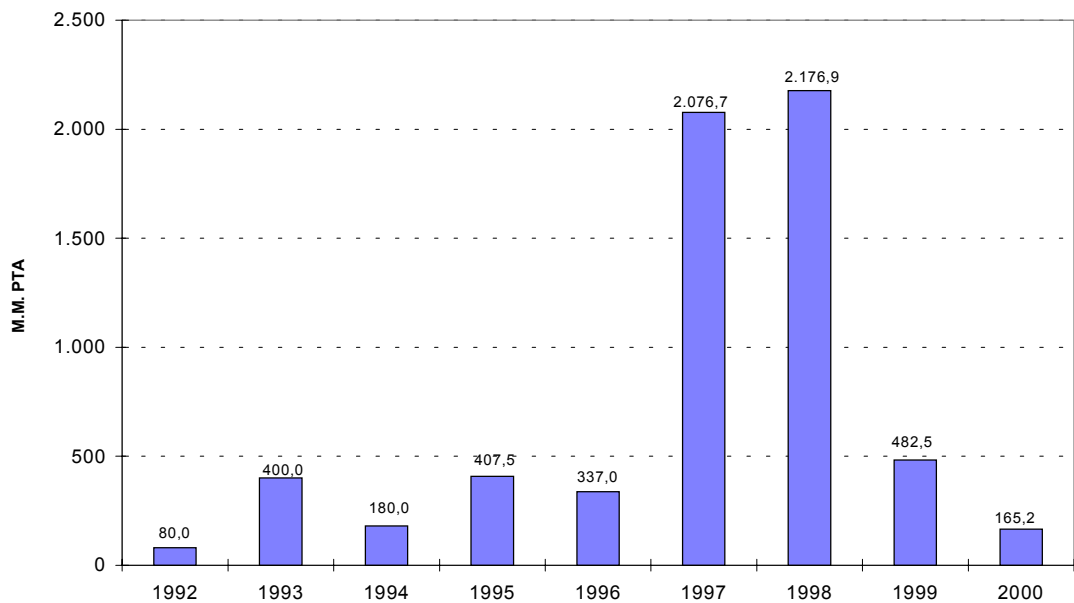
En el resto de este capítulo se ofrecerán los mismo datos que en los Informes de Actividades anteriores para dar continuidad a las series. La excepción sería los datos que se refieren exclusivamente a las OPVs, que no han sido incluidos debido a que durante el año 2000 no se ha realizado ninguna operación por este método.

En relación con los ingresos por privatizaciones obtenidos en el año 2000 habría que tener en cuenta que una de las privatizaciones ejecutadas (en concreto la de CASA) se ha desarrollado mediante el intercambio de acciones. Es decir, por su participación en CASA, SEPI ha recibido acciones de la nueva EADS. Para calcular lo ingresado por CASA, tomamos en cuenta la valoración de las acciones que recibe SEPI al precio de la posterior salida a Bolsa de EADS y los ingresos correspondientes a la reducción de capital con devolución de aportaciones a los accionistas llevada a cabo por CASA justo antes de integrarse en EADS. A dicha cifra hay que añadir lo ingresado por la venta de la participación del Estado en COPE (los ingresos por las dos primera fases de la operación de Iberia se incluyen en el año 1999 – ver Informe de Actividades del CCP 1999 -). Con todo ello, los ingresos del 2000 ascenderían a 165.238 millones de pesetas lo que supone un 0,17% del PIB de dicho año (ver gráficos 1 y 2).

# CCP

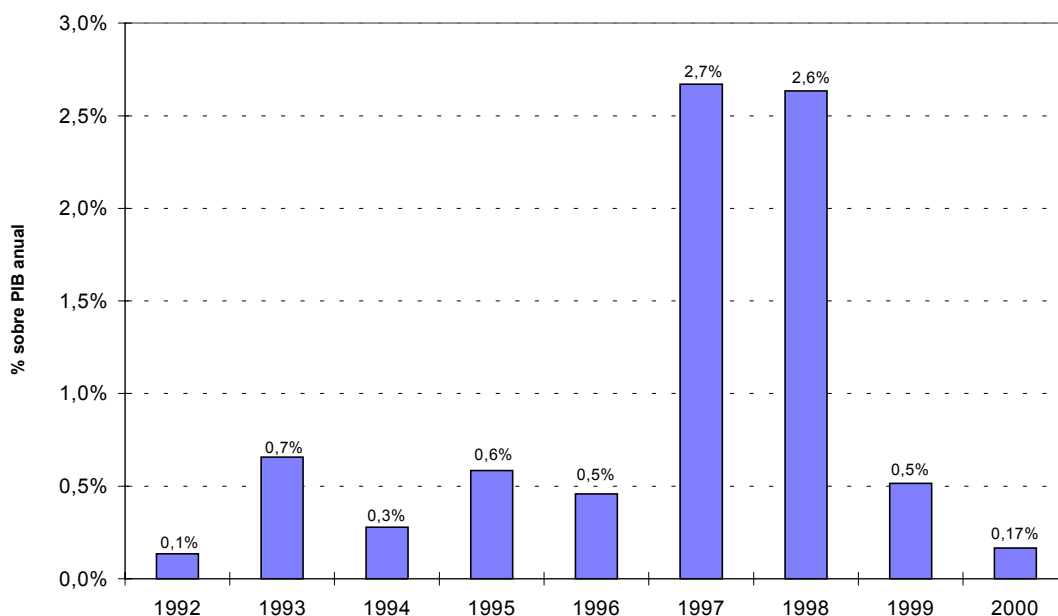
Con estos datos, la media del 1,9% del PIB que habían supuesto los ingresos por privatizaciones en los tres años naturales completos transcurridos desde la aprobación del Programa de Privatizaciones, disminuye hasta el 1,5% del PIB cuando incluimos el año 2000. Del mismo modo, de unos ingresos medios anuales de 1,6 billones de pesetas pasamos a una media de 1,2 billones al tomar en cuenta también este último año.

**Gráfico 1 – Ingresos por privatizaciones**



Notas: desde 1992 hasta 1996 se han incluido los ingresos a través de OPV. En 1997, 1998, 1999 y 2000 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, 1999 y 2000 se incluye el importe total de las privatizaciones

Aunque la cuantía de lo ingresado no sea muy elevada, las operaciones de privatizaciones dictaminadas por el CCP en el año tienen una especial trascendencia económica porque, por lo menos en dos casos (en el de CASA y en el de Babcock & Wilcox), implican una reestructuración de sectores tan importantes como el aeronáutico y el de bienes de equipo.

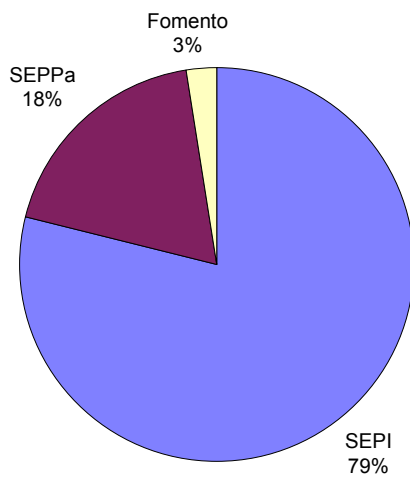
En relación con los Agentes Gestores, tanto SEPI como SEPPA han ejecutado, respectivamente, una operación de privatización a lo largo de 2000. En el gráfico 3 se puede observar la importancia que han tenido los diferentes Agentes Gestores en el

# CCP

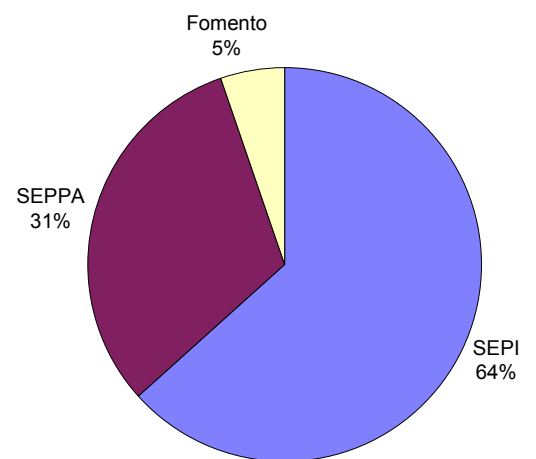
actual Programa de privatizaciones, tanto si lo medimos en el porcentaje de ingresos correspondiente a cada uno como si lo hacemos en relación con el número de empresas.

**Gráfico 3.- Privatizaciones correspondientes a los distintos Agentes Gestores hasta 2000**

*En número de empresas*



*En volumen de ingresos*

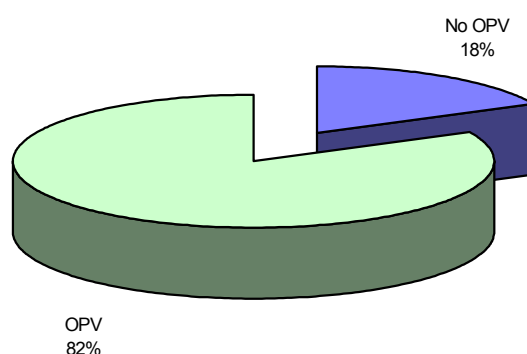


# CCP

Si nos fijamos en los métodos de privatización utilizados, también encontramos notables diferencias con respecto a años anteriores. El primero de los procesos de venta se realiza mediante fusión de la antigua empresa propiedad del estado, **CASA**, con otras compañías de Alemania y Francia, para la formación del primer grupo europeo en el sector aerospacial (EADS). En la privatización de **COPE** se sigue un proceso de venta directa negociada, consecuencia de las características estatutarias especiales de la empresa privatizada, que impedían al Agente Gestor una venta libre de los títulos. Por último, la operación de **Babcock & Wilcox**, puede clasificarse como concurso con convocatoria restringida y procedimiento negociado. Este último proceso sigue, como se ha mencionado, pendiente de aprobación por parte del Consejo de Ministros.

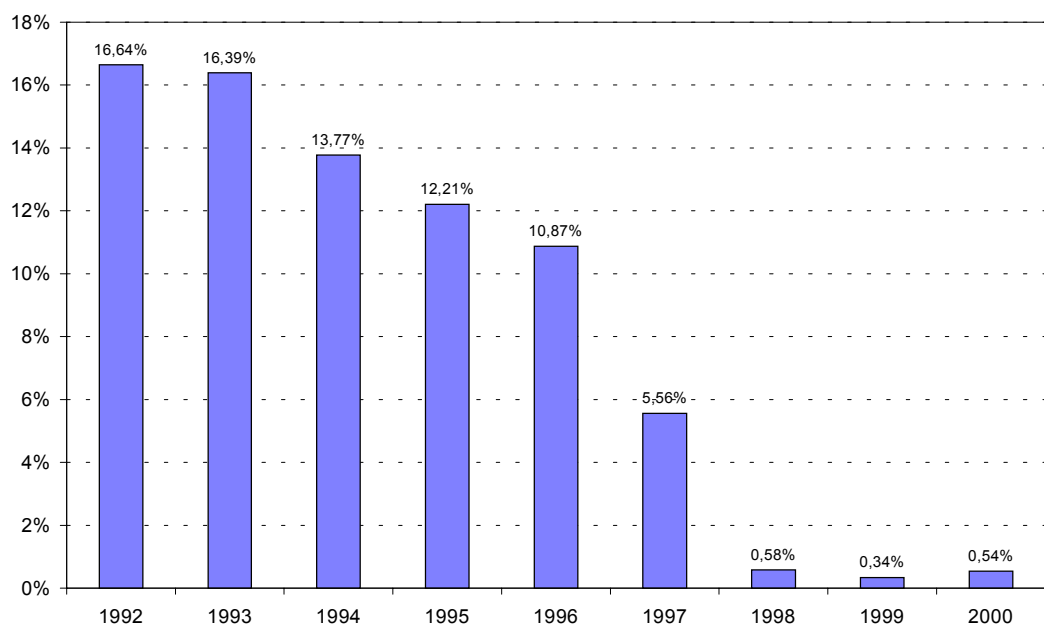
Hasta el momento, la OPV ha sido la técnica más importante para la desinversión pública, desde el punto de vista de los ingresos (82% del total de ingresos, véase gráfico 4). En el año 2000, sin embargo, no se ha desarrollado ninguna privatización mediante éste método ya que la OPV prevista sobre el 53,7% de Iberia, no se ha llevado finalmente a cabo en ese año.

**Gráfico 4- Ingresos mediante OPV frente a otros métodos de privatización entre 1996 y 2000**



Finalmente, en el gráfico 5 se puede observar como, a consecuencia del fuerte ritmo privatizador llevado a cabo, especialmente a partir de 1996, el porcentaje que la cartera de acciones del Estado en empresas cotizadas supone sobre el total de la capitalización del mercado bursátil español ha descendido notablemente. Así, mientras en 1995 suponía un 12,21% de la capitalización de la bolsa española, en el 2000, dicho porcentaje se sitúa en el 0,54%. Este proceso es especialmente intenso en los años 1997 y 1998.

**Gráfico 5 – Porcentaje de participación del estado en el mercado bursátil**



Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia

# CCP

En el gráfico se observa un ligero aumento del porcentaje estatal, que pasa de un 0,34% en 1999 a un 0,54% en el 2000. Dicho incremento no se debe, sin embargo, a una mayor presencia pública en la participación de empresas cotizadas, sino que es consecuencia de la salida a Bolsa de la recién formada EADS, en la que como se ha mencionado, SEPI posee un 5,48% del capital.

Por último, desde el punto de vista jurídico, habría que destacar la Sentencia del Tribunal Supremo (14 de octubre de 1999) por su relación con Proceso de Privatizaciones. En dicha Sentencia se aclara, entre otros términos, que la Ley General Presupuestaria faculta al Consejo de Ministros para decidir acerca de la privatización de empresas públicas, y que la privatización no debe significar, automáticamente, la pérdida de la “consideración de servicios esenciales de titularidad estatal”. (Un análisis de esta Sentencia se puede encontrar en el trabajo de Martínez Lafuente (1999) que se recoge en el anexo III).



# CCP

## 2. LOS ÍNDICES CCP.

Los índices CCP, publicados en el anterior Informe de actividades, se crearon con el fin de analizar la evolución que han seguido los títulos de las empresas privatizadas dentro del actual Programa de Privatizaciones. Al compararlo con otros índices del mercado bursátil, debe tenerse en cuenta las diversas limitaciones con las que se enfrenta este análisis. Entre ellas, no se toman en consideración, ni el factor riesgo, ni los riesgos sectoriales, ni otros factores como los cambios en la eficiencia debidos a los cambios en la propiedad, la dirección y los objetivos de la empresa.

Además, los índices CCP tenían una limitación adicional que se refiere a la propia composición del índice. Así, debido a la filosofía de que fueran fácilmente comprensibles, utilizaban una ponderación similar para todos los valores que lo componían en cada momento. Para profundizar más en el análisis, en este Informe se han elaborado los denominados Índices CCP-ponderados. De ésta manera, a los anteriores índices CCP1 y CCP2, se añaden los índices CCP1-ponderado y CCP2-ponderado.

Recordemos que el **índice CCP1** representa la inversión de un *inversor institucional*, esto es, un fondo de inversión, un banco, una gran empresa... Los precios de adquisición que se aplican a estos inversores son los del tramo institucional de las OPVs. Dicho índice recoge, además, los dividendos repartidos que correspondan al número de títulos que se poseen en el momento del reparto, pero no los descuentos diferidos por el mantenimiento de los títulos, los bonos de fidelidad o los descuentos iniciales, únicamente aplicables al tramo minorista.

El **índice CCP2** representa al *inversor minorista* y, por tanto, a diferencia del

# CCP

anterior, incorpora los descuentos iniciales y diferidos, así como los bonos de fidelidad por el mantenimiento de los valores adquiridos. Para aquellas OPVs que no han tenido tramo minorista<sup>1</sup>, se supone que dicho inversor ha adquirido los títulos al precio institucional, es decir, a través de una gestora de patrimonios. En ambos índices, para facilitar los cálculos, no se incluyen las comisiones cobradas por los intermediarios financieros.

Para la elaboración de los dos índices, se parte de un capital inicial de 1 millón de pesetas, que inicialmente se invierte en su totalidad en la primera OPV incluida dentro del actual Programa de Privatizaciones, es decir, la de Gas Natural (9 de Diciembre de 1996)<sup>2</sup>. Posteriormente el capital inicial varía como consecuencia tanto de la cotización de los títulos como de los dividendos y demás incentivos repartidos. Cuando se produce una nueva OPV, la empresa se incluye en el índice, repartiendo el capital de tal manera que, en ése momento, todas las empresas incluidas tengan la misma ponderación<sup>3</sup>.

El nuevo **índice CCP-ponderado** tiene una estructura similar a la anterior en muchos aspectos, pero incluye alguna diferencia significativa. Así, este nuevo índice ha sido ponderado en función del volumen de la operación, es decir, de los ingresos brutos que ha supuesto cada una de las OPV desarrolladas. Por tanto, el capital invertido en cada uno de los valores será diferente y dependerá del volumen de su operación con respecto al total de ingresos obtenidos por el Estado desde 1996 por la venta de empresas.

Para facilitar la comparación con los índices CCP1 y CCP2, se ha mantenido la

---

<sup>1</sup> Hasta ahora esto sólo se ha producido en la OPV de Gas Natural y Aldeasa

<sup>2</sup> Esta fecha se toma como base de cada uno de los índices.

<sup>3</sup> Se ha supuesto, para facilitar el cálculo, que las carteras pueden incluir un número no entero de títulos.

# CCP

estructura de los mismos, diferenciándose entre inversores institucionales y minoristas. Por tanto, se ha construido un índice **CCP1-ponderado** (institucional) y **CCP2-ponderado** (minorista), cuyas características son análogas a las explicadas más arriba. De igual manera, se parte de una inversión inicial de un millón de pesetas.

En la siguiente tabla se recoge la rentabilidad anualizada de los índices CCP y CCP-ponderado, así como la del Ibex-35 y el índice de fondos de inversión de renta variable<sup>4</sup>, utilizados ambos como índices de referencia.

*Tabla 1: Rentabilidad de los índices de privatizaciones frente al Ibex-35*

## RENTABILIDAD ACUMULADA ANUALIZADA

<i>Fecha</i>	<i>Ibex-35</i>	<i>Fondos R.V.</i>	<i>CCP1 (instituc.)</i>	<i>CCP2 (minorista)</i>	<i>CCP1-pond. (instituc.)</i>	<i>CCP2-pond. (minorista)</i>
<b>Dic-97</b>	54,3%	42,5%	37,7%	43,0%	53,3%	62,1%
<b>Dic-98</b>	43,1%	39,4%	42,5%	47,5%	51,3%	58,4%
<b>Dic-99</b>	34,5%	35,4%	31,2%	35,7%	36,8%	41,1%
<b>Dic-00</b>	17,7%	19,9%	22,2%	24,3%	24,0%	27,0%

En la Tabla 1 podemos observar como, a finales de los años 1998 y 1999, el índice CCP-1 tenía una rentabilidad menor que el Ibex-35, mientras que, por el contrario, el índice CCP-2 obtenía una rentabilidad superior tanto al Ibex como al índice de fondos de renta variable. Este resultado varía a finales del año 2000 ya que, debido al

---

<sup>4</sup> Índice de fondos de inversión de renta variable española publicado mensualmente por el diario Expansión.

# CCP

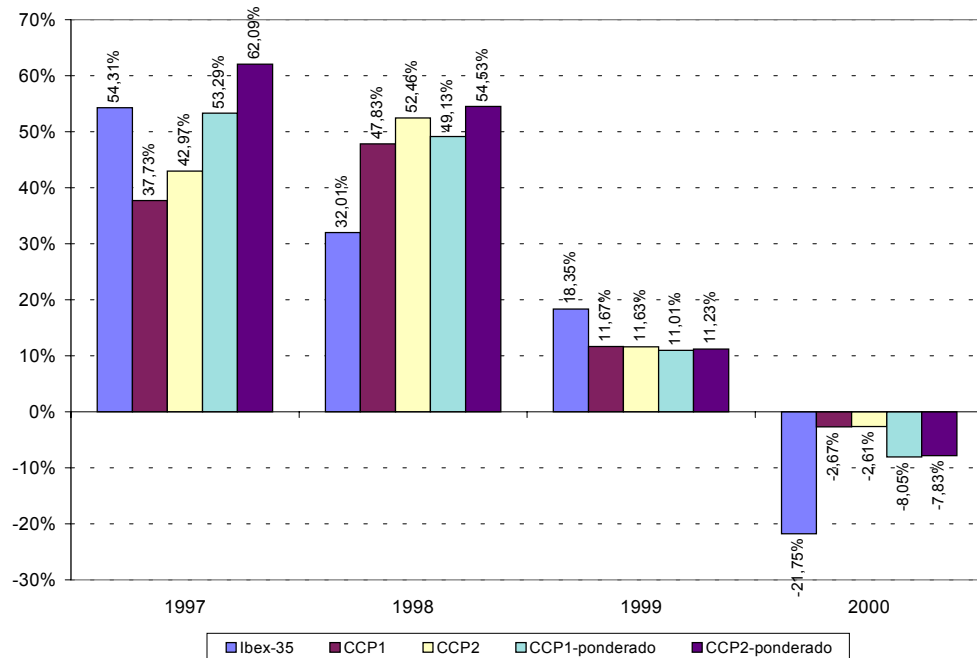
peor comportamiento relativo del mercado bursátil en general, los dos índices CCP pasan a tener una rentabilidad mayor que los otros índices de referencia (como el Ibex-35 o el Índice Expansión de Fondos de Renta Variable). En el caso de los índices CCP ponderados la rentabilidad siempre ha sido superior.

Por otra parte, observamos también que la rentabilidad obtenida por el inversor minorista es, en todos los casos, superior a la del inversor institucional. Esto es consecuencia de los descuentos e incentivos, que afectan únicamente al tramo minorista de las OPV.

La evolución de los índices de privatizaciones a lo largo de éstos cuatro años, así como la del Ibex-35, se puede observar fácilmente a partir de la rentabilidad anual obtenida por cada uno de ellos. Dicha rentabilidad queda recogida en el gráfico 6.

Entre 1997 y 1999, las rentabilidades de los índices CCP se han movido de acuerdo con la evolución del mercado bursátil, siendo especialmente destacables los elevados índices de rentabilidad alcanzados en los años 1997-1998.

**Gráfico 6: Rentabilidad anual del Ibex-35 y de los índices CCP**



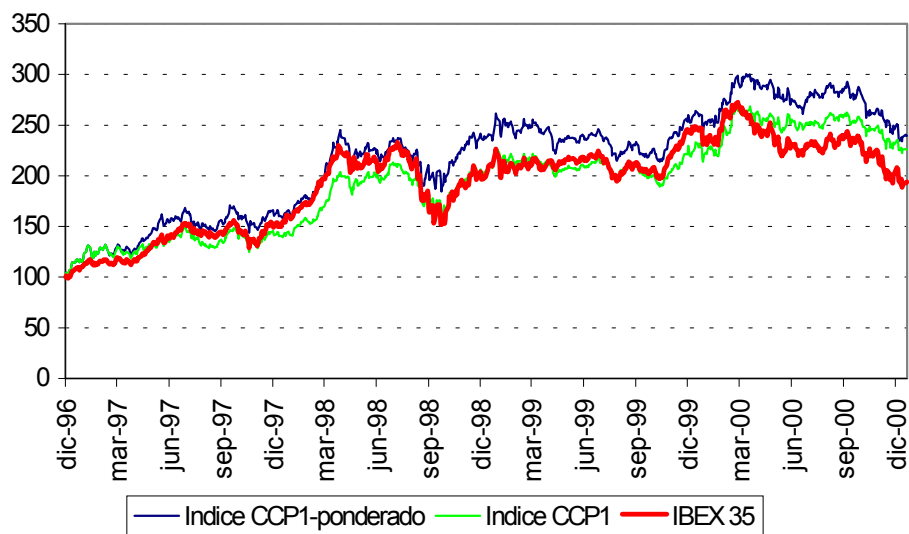
Pero sin duda, el aspecto más destacable del gráfico anterior es la rentabilidad obtenida por los distintos índices a lo largo del último año. Dichos resultados son consecuencia del comportamiento bursátil, lo cual queda claramente recogido en la evolución del Ibex-35, que ha pasado de una rentabilidad del 18,35% en 1999 a una rentabilidad del -21,75% en el año 2000. Esto ha afectado de forma significativa a los resultados de los índices de privatizaciones que, como cabía esperar, han obtenido rentabilidades inferiores a las de años anteriores, si bien su comportamiento ha sido mejor en todos los casos que el del índice del mercado. La razón de esta mejor rentabilidad de los índices CCP hay que buscarla en la composición de la cartera de privatizaciones, puesto que en ella se incluyen algunos de los valores del Ibex-35 que han seguido una evolución más positiva a lo largo del último año. En este sentido cabe destacar la evolución de Red Eléctrica, con una rentabilidad del 65,02% en el año 2000,

# CCP

Altadis (Tabacalera) con un 16,20%, BBVA (Argentaria) con un 13,23%, Indra, con un 1,46%, o Endesa, que a pesar de que su rentabilidad ha sido negativa (-7,91%), se sitúa por encima de la del Ibex-35.

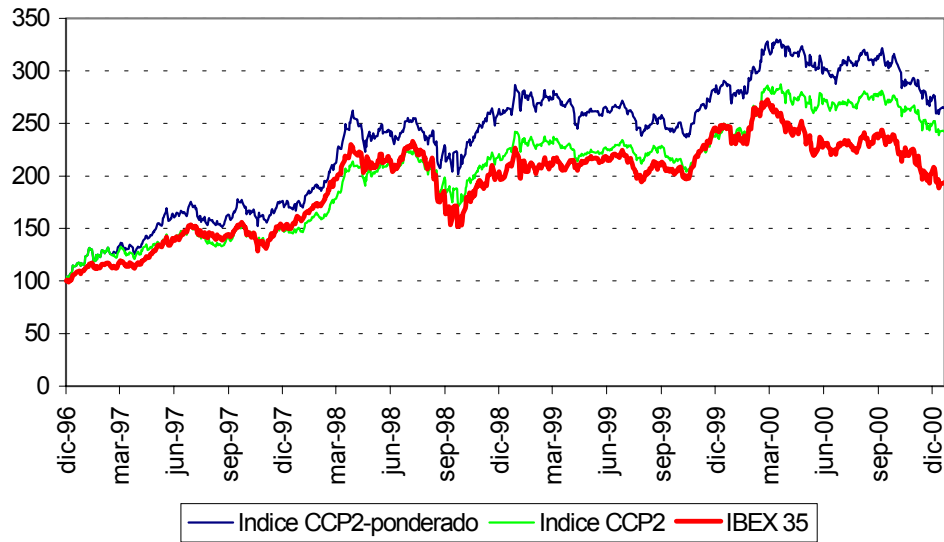
En los gráficos 7 y 8 puede observarse la evolución relativa de los índices CCP frente al Ibex-35. Como puede comprobarse en dichos gráficos, los índices CCP y el Ibex-35 muestran una fuerte correlación entre sí. Ello es debido a que el 90% de los valores incluidos en los índices CCP pertenecen al Ibex-35, y suponen un 59,23% del peso total del mismo.

**Gráfico 7: Evolución de los índices CCP1 y CCP1-ponderado (tramo institucional) en comparación con el Ibex-35**



# CCP

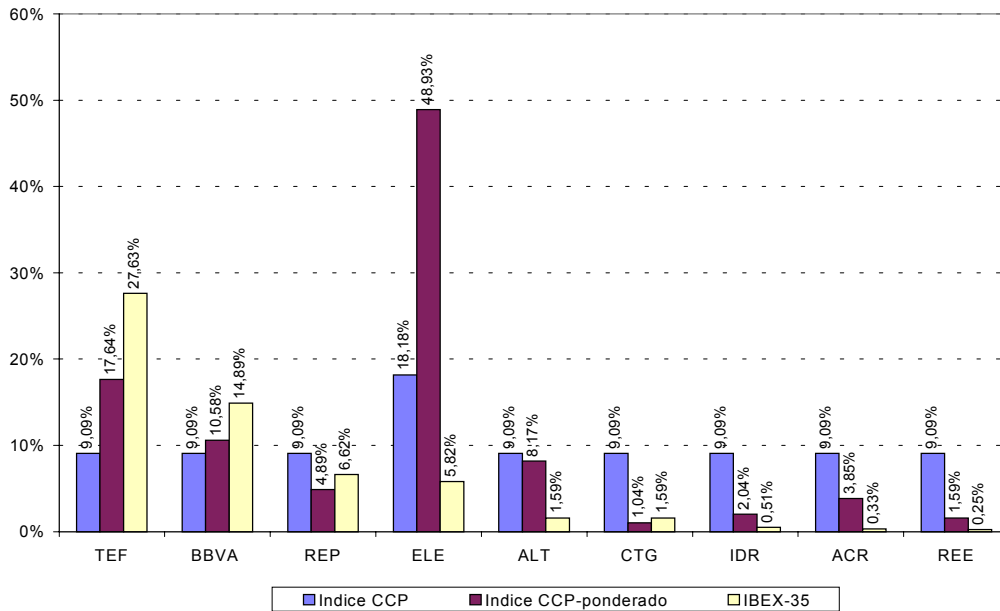
**Gráfico 8: Evolución del índice CCP2 y CCP2-ponderado en comparación el Ibex -35**



Otro aspecto destacable a partir de la comparación de los índices CCP y CCP-ponderado, es el mayor nivel de rentabilidad de éste último con respecto al primero. Esto se justifica, nuevamente, por el diferente peso de los títulos incluidos en la cartera. En el índice CCP-ponderado, determinados valores cuya evolución a lo largo del último año ha sido bastante positiva tienen un peso mayor que en el índice CCP sin ponderar<sup>5</sup>. Así, podemos destacar a Telefónica que supone un 9,09% en el primer índice y un 17,64% en el nuevo, o Endesa, que tiene un peso de 18,18% en el índice CCP y de 48,93% en el índice CCP-ponderado. Los cambios en el peso de los títulos en cada uno de los índices y, por tanto, su influencia en la rentabilidad final de la cartera quedan reflejados en el gráfico 9.

<sup>5</sup> La elaboración de otras carteras, con diferentes combinaciones de títulos, podría determinar resultados distintos de los aquí mostrados.

**Gráfico 9: Ponderación de los valores en los índices**



Por último, es importante destacar que, si bien como se decía al principio, estos índices se crearon como índices de privatizaciones, cuya finalidad era hacer un seguimiento de los valores de algunas de las más importantes privatizaciones desarrolladas a partir de 1996, la posterior evolución del mercado, los importantes procesos de fusiones y adquisiciones que han afectado a gran parte de las empresas privatizadas incluidas en la cartera, especialmente a lo largo del último año, o los cambios tanto organizativos como estratégicos que se han producido dentro de las mismas, han hecho que dichos índices sean cada vez menos unos índices “puros” de privatizaciones para convertirse en índices de seguimiento o rentabilidad de determinados valores. El proceso de globalización e internacionalización en el que se encuentra inmersa la economía española, y por tanto, gran parte de las principales empresas españolas, hace pensar que las fusiones y adquisiciones, así como los cambios organizativos y estratégicos de las propias empresas, pueden continuar, acentuándose con ello el cambio en la naturaleza de los índices.



# CCP

## *CAPÍTULO III*

### **OPERACIONES DICTAMINADAS POR EL CCP EN 2000 Y PRINCIPALES RECOMENDACIONES REALIZADAS**

#### **1. OPERACIONES DICTAMINADAS POR EL CCP EN 2000**

Los dictámenes emitidos por el CCP en el año 2000 han sido los siguientes:

- Construcciones Aeronáuticas (CASA)
- Cadena de Ondas Populares Españolas (COPE)
- Babcock & Wilcox Española.

En el momento en que se redacta esta memoria (diciembre de 2000) queda por ejecutar la operación de Babcock & Wilcox, pendiente de su aprobación por el Consejo de Ministros.

Dadas sus características y los objetivos perseguidos los procesos de privatización de estas tres empresas han seguido sistemas diferentes:

# CCP

## **CASA**

En la operación de **CASA** el método de privatización utilizado fue el de la fusión, para la creación, junto a la alemana **DASA** y la francesa **Aerospatiale**, de la compañía **EADS**. En este caso el objetivo del Agente Gestor en esta operación era integrar a **CASA** en un grupo industrial con proyección de futuro y que ofreciera garantías para el adecuado desenvolvimiento de **CASA** en un sector de alta tecnología como el aeronáutico y espacial. Al mismo tiempo se intentaba consolidar el liderazgo de **CASA** en determinados componentes.

**EADS** es una sociedad anónima cuyas acciones se negocian en los mercados de París, Madrid y Frankfurt. Los principales accionistas de **EADS** son Daimler Chrysler (32%), el Estado Francés (16%), Lagardère (11,1%), SEPI (5,4%) y BNP y AXA (3,9% conjuntamente). El “free float” de la compañía es el 31,6% del capital.

Por lo tanto, esta operación no implica ingresos para SEPI sino que cambia su participación en **CASA** por acciones de la nueva **EADS**.

## ***COPE***

El procedimiento de venta de la participación del Estado en **COPE** ha sido el de venta directa negociada, debido a las limitaciones estatutarias a la libre transmisión de las acciones.

La participación del Estado en **COPE** provenía de la aplicación del Plan Técnico Nacional de la Radiodifusión Sonora que se encontraba regulado por el RD 2648/1978 de 27 de octubre por el que se asignaban ciertas frecuencias a la existencia de una

# CCP

participación mínima del Estado en el capital de las sociedades de radiodifusión. Como consecuencia de esta legislación el Estado tuvo participaciones en empresas de radiodifusión que a partir del año 1982 fue vendiendo, una vez que quedó derogada dicha ley. La última de las empresas en las que el Estado tenía participación como consecuencia de dicha Ley era COPE. Aunque el porcentaje inicial del Estado en COPE alcanzó el 25%, al no suscribir el Estado posteriores ampliaciones de capital no liberadas ésta quedó reducida hasta el 2,42% en el momento de la privatización.

Los estatutos de la sociedad limitaban la posibilidad de que las acciones en venta pudieran ser vendidas libremente en el mercado. Las limitaciones implicaban la necesidad de autorización del Consejo de Administración de COPE, que la podía denegar si el adquirente propuesto no le parecía compatible con los fines de la Sociedad. Estas limitaciones a la transmisión de las acciones condicionaron el proceso de privatización al afectar también a la enajenación de las acciones propiedad del Estado.

## ***BABCOCK & WILCOX***

El procedimiento de venta de Babcock & Wilcox podría catalogarse como de concurso con convocatoria restringida y procedimiento negociado.

El proceso de privatización de Babcock & Wilcox fue iniciado por SEPI en noviembre de 1997. Tras la elección del asesor se contactó con 17 compañías que podrían estar interesadas en la compra de la empresa. Se presentaron cuatro ofertas no vinculantes para la compra de la empresa. Tras la revisión de las ofertas preliminares SEPI decidió entablar negociaciones con una de ellas para concretar los aspectos esenciales de su oferta. Sin embargo, las negociaciones quedaron interrumpidas por la

# CCP

negativa situación financiera interna de la empresa compradora. En diciembre de 1998 SEPI volvió a reabrir el proceso. Finalmente fueron presentadas dos ofertas, entre las que SEPI seleccionó la representada por la firma Babcock Borsig.

## **2. PRINCIPALES RECOMENDACIONES DEL CCP DURANTE 2000**

En este apartado se han seleccionado algunas de las recomendaciones realizadas por el CCP y su relación con las operaciones dictaminadas durante el año actual.

### **1.- Posibles conflictos de intereses entre valorador y asesor en operaciones no realizadas a través de OPV**

Ya es conocida la recomendación del CCP de 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 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.

El objetivo sería intentar evitar la aparición de potenciales conflictos de interés entre los que valoran y los que asesoran al Agente Gestor de la operación. Una posible circunstancia que puede activar dichos conflictos tiene lugar cuando los asesores reciben una remuneración vinculada al éxito de la operación (a que la empresa efectivamente se venda). Si la venta no se produce, el asesor recibe únicamente la parte

# CCP

de los honorarios que no está vinculada a la prima de éxito. En estas circunstancias, el asesor podría estar interesado en proponer una valoración baja de la empresa, con el fin de facilitar la operación.

En las operaciones realizadas durante el año 2000 la situación ha sido diferente. En el caso de la COPE se eligió una entidad financiera con el único objetivo de elaborar un informe de valoración con lo que no existían posibilidades de que apareciera el mencionado conflicto de interés. En los otros dos casos no existió una fairness opinión sobre el informe de valoración realizado.

A lo largo del año 2000 el CCP ha intercambiado impresiones con los Agentes Gestores sobre diferentes temas y en lo que se refiere a lo tratado en este punto los Agentes Gestores se han mostrado sensibles a la recomendación de que en futuras operaciones se recurra más frecuentemente a la solicitud de una fairness opinión sobre la valoración realizada por el asesor.

## **2.- Actualización de los informes de valoración y solicitud de un nuevo informe que afectara únicamente a los activos y pasivos incluidos en la venta de Babcock & Wilcox.**

El CCP ha recomendado que se procediera a la actualización de la valoración cuando entre la fecha de su realización y el momento de la venta hubiera transcurrido un período de tiempo largo.

Este hecho tuvo lugar en el caso de Babcock & Wilcox, donde el Agente Gestor procedió a encargar una valoración actualizada.

Por otra parte, para proceder a la venta de esta empresa se creó una empresa

# CCP

nueva “Newco” a la que se aportaban determinados elementos de Babcock & Wilcox (activos materiales, contratos de licencia y patentes, parte de la plantilla, etc). Por ello el CCP consideró que, además de las valoraciones existentes sobre el conjunto de Babcock & Wilcox, era necesario contar con una valoración de la empresa que realmente se vendía, es decir de “Newco”. El Agente Gestor aceptó esta recomendación y encargó la elaboración de dicho informe de valoración, remitiéndolo al CCP con anterioridad a la emisión de su dictamen.

### **3.- Conveniencia de realizar valoraciones sobre las empresa que son objeto de intercambio accionarial**

El CCP ya había recomendado la conveniencia de contar con informes de valoración realizados por entidades independientes de las empresas de las que se reciben acciones en operaciones que se realizan total o parcialmente mediante intercambio accionarial.

En las operaciones realizadas durante el año 2000 esta problemática se planteaba en la privatización de CASA, en la que SEPI recibía a cambio acciones de EADS. En este caso debido a que la valoración de EADS no estaba disponible, ya que ni siquiera estaba constituida la empresa, se contó con las valoraciones de las otras empresas que la integrarían, es decir DASA y Aerospatiale MATRA.

### **4.- Recomendaciones en relación con los informes de valoración**

El CCP ha indicado a través de diversos dictámenes su preferencia por que con carácter general el descuento de flujos de caja sea el método a utilizar y que, en aquellos

# CCP

casos en los que existan razones por las cuales no se pueda utilizar, estas se encuentren debidamente justificadas.

Una de esas circunstancias se daba en la operación de Babcock & Wilcox donde la existencia de flujos de caja negativos unido a la expectativa de que bajo la esfera pública no existieran posibilidades de modificar la situación, parecían justificar la no idoneidad del método de descuento de flujos de caja. En este caso SEPI justificó este hecho y acompañó la opinión del asesor en este sentido.

## **5.- Preselección y selección de asesores.**

Otra recomendación que se ha realizado a lo largo de los dictámenes del CCP y, en concreto, en los realizados durante 2000, ha sido la conveniencia de justificar suficientemente los criterios tenidos en cuenta a la hora de realizar la preselección de asesores. Los Agentes Gestores han realizado esfuerzos hacia una mejor justificación de los criterios tenidos en cuenta para preseleccionar a los candidatos, aunque en opinión del CCP existe un claro margen de mejora.

Por otra parte, con el fin de asegurar una adecuada competencia efectiva entre los distintos candidatos al puesto de asesor y dado que, normalmente, se producen diversas renuncias a la presentación de ofertas, el CCP ha recomendado realizar convocatorias lo más amplias posibles. Para ello, en opinión del Consejo sería conveniente que el número de candidatos que, efectivamente, concurren supere la banda establecida por los Agentes Gestores en el Documento Norma sobre Privatizaciones (entre 4 y 10) o al menos se sitúe en la parte superior del rango establecido por los Agentes Gestores.

En las tres convocatorias de asesores realizadas, el CCP ha considerado que el

# CCP

número de convocados (7, 6 y 6 respectivamente en cada una de las operaciones) podría haber sido algo más elevado. Esta recomendación se refuerza por el hecho de que han existido un porcentaje elevado de renunciaciones con lo que el número de ofertas presentadas ha sido reducido (3, 5 y 2 respectivamente).

## **6.- Recomendaciones sobre los sistemas utilizados para asignar puntos según el criterio de los honorarios.**

El CCP, desde sus primeros dictámenes, ha indicado la conveniencia de otorgar de gran importancia al criterio de los honorarios en los procesos para seleccionar asesores: en primer lugar, porque el precio es el criterio de selección más objetivo (en principio no requiere interpretación) y, en segundo término, al dotar a este criterio de una mayor importancia relativa se tiende a incrementar la competencia entre los distintos candidatos (aunque, como es lógico, la competencia también existe en otros elementos de la oferta que no son el precio).

En los procesos analizados por el CCP en 2000 se advierte un ligero incremento en relación con la media de los años anteriores, lo que es coherente con las recomendaciones del CCP.

Por otra parte, el CCP también ha atribuido importancia al sistema utilizado para asignar los puntos en este criterio. En concreto, en la operación de COPE insistió en que este sistema, así como las ponderaciones, se fijaran con anterioridad a la recepción de las ofertas.

## **7.- Recomendaciones en relación con las distintas fases del proceso de venta.**

En los procesos de venta, y antes de la presentación de ofertas vinculantes, suele existir una fase preliminar en la que los candidatos presentan ofertas no vinculantes. En



# CCP

esta fase preliminar la información de la que disponen los candidatos es más limitada que en la siguiente fase.

El CCP ha mostrado su preocupación con la eliminación de candidaturas en esta etapa de presentación de ofertas no vinculantes sobre todo por los efectos que pueden originar en la disminución de la competencia en las siguientes fases. Además, no es infrecuente que existan diferencias sensibles entre el contenido de la oferta preliminar y el de la oferta vinculante presentada por un mismo candidato. Así, en alguno de los anteriores procesos de privatización, candidatos que habían inicialmente presentado ofertas preliminares escasamente atractivas llegaron, con posterioridad, a realizar ofertas vinculantes muy satisfactorias. Además, no sólo habría que tener en cuenta la posible mejora de la propia oferta sino el efecto indirecto que una mayor concurrencia ocasiona sobre los demás candidatos que, normalmente, induce a la presentación de mejores ofertas.

Por otra parte, en muchos casos, precisamente el carácter no vinculante de estas ofertas puede ocasionar que los candidatos se comporten de una manera estratégica, realizando ofertas sesgadas, lo que supone una dificultad adicional al uso de las ofertas preliminares como base de negociación para alcanzar un acuerdo de compraventa.

Por todo ello, en la operación de Babcock & Wilcox el CCP insistió en la recomendación de que las exclusiones en esta fase preliminar deberían estar muy restringidas y tener un carácter excepcional. Además en el caso de que se produzcan deberían quedar ampliamente explicadas y justificadas. Asimismo, las causas de exclusión deberían estar previstas en los “Criterios Básicos” por los que se debería regir la operación (o en su defecto en las cartas que se envían a los candidatos en las que se les explica el proceso a seguir).

# CCP

## **8.- Contingencias**

El CCP a lo largo de sus dictámenes ha llamado la atención sobre los problemas que emanan del tratamiento de las contingencias que son acordadas en el contrato de compraventa. La posición del Consejo ha sido la de recomendar que las posibles reclamaciones por parte del comprador hacia el vendedor queden lo más definidas posible, tanto en términos de riesgo máximo a asumir por el vendedor como en el horizonte temporal en el cual se pueden reclamar. Estas recomendaciones se han vuelto a recordar en el dictamen de Babcock & Wilcox.

Por el lado de los compromisos que asume el comprador, la recomendación del CCP ha sido la de solicitar un esfuerzo de supervisión activa al Agente Gestor en la vigilancia de dichos compromisos.

# CCP

## **ANEXO AL CAPÍTULO III: RESUMEN DE LAS RECOMENDACIONES DEL CCP DESDE SU CREACIÓN**

En el Informe de Actividades del CCP del año 1999 se realizaba un balance de cuatro años de la política de privatizaciones en el que se realizaba un breve repaso de algunas de las recomendaciones que el CCP ha ido planteando desde su creación. Por su interés para comprender la labor del CCP recogemos aquí un resumen de estas recomendaciones que se agrupaban 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, 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. A

# CCP

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 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.

# CCP

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 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–.

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

# CCP

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.

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). Sobre este punto, como se comentó en el apartado III.2, durante el año 2000 se ha producido una aproximación de las posturas.

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

# CCP

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 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). Véase también lo dicho en el apartado III.2 de este Informe.

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–.



# CCP

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

# CCP

## *CAPÍTULO IV*

### **OTRAS ACTIVIDADES DESARROLLADAS POR EL CCP DURANTE 2000.**

En el capítulo III se ha resumido la actividad realizada por el CCP en cumplimiento de la función establecida en el apartado 9.1.a del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de Junio de 1996. En dicho apartado se establecía que el CCP debería dictaminar sobre si cada uno de los procesos de privatización y las propuestas concretas de venta se acomodan a los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia. En este apartado se mencionaran otras actividades que el CCP también ha realizado a lo largo del año. En buena parte suponen una continuación de la labor realizada en años anteriores.

- En el mencionado Acuerdo también se establece (en el apartado 9.1.b) que el CCP informará sobre cuantas cuestiones le sean planteadas durante el proceso de privatizaciones. Durante el año 2000 el CCP ha atendido a diversas consultas de los Agentes de Privatización sobre procesos de privatización en marcha.

# CCP

- Adicionalmente, el CCP ha mantenido diversas reuniones con los Agentes Gestores en las que se ha expuesto la postura del Consejo acerca de determinados aspectos aplicables a distintas operaciones de privatización, con un carácter diferente a las que se celebran con ocasión de la problemática de cada operación concreta. El CCP tiene una opinión favorable sobre la utilidad de ambos tipos de reuniones.
- Por otra parte, y durante el año 2000, el CCP ha seguido manteniendo reuniones con entidades financieras participantes en los procesos de privatización. Esta actividad la viene realizando desde 1997 y el objetivo es intercambiar opiniones sobre los procesos de venta de empresas y desde el punto de vista del Consejo son de gran utilidad porque le permite estar al día de las novedades e innovaciones que se van introduciendo en los procesos de venta tanto en nuestro país como en el extranjero. Aunque estas reuniones empezaron por las grandes entidades financieras, a lo largo de este año se ha puesto mayor énfasis en las entidades de menor tamaño –y en asesores no necesariamente financieros–, que quizás son menos conocidas pero que también han tenido un papel muy activo en el proceso de privatizaciones español.
- Tal y como se recogía en el Informe de Actividades del año anterior, diversos miembros del Consejo están desarrollando trabajos de investigación sobre el campo de las privatizaciones. Aunque esta no sea una tarea del Consejo como tal, sino de sus miembros a título personal, lo cierto es que de esta manera, al conocimiento práctico derivado del trabajo en el CCP, se ha ido acumulando el trabajo teórico consecuencia de las tareas de

# CCP

investigación. Al mismo tiempo habría que añadir que los conocimientos teóricos han ayudado en la elaboración de los dictámenes<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup> Durante el año 2000 se han culminado alguna de las tesis sobre privatizaciones dirigidas por miembros del Consejo y se ha publicado y presentado el número monográfico sobre privatizaciones de la revista Economía Industrial al que se hacía referencia en el Informe de Actividades del año pasado. Este número ha sido coordinado por el Presidente del CCP y han participado varios de los miembros del Consejo. Asimismo, se han publicado diversos trabajos como artículos de revista o capítulos de libros colectivos.

# CCP

## *ÍNDICE DE LOS ANEXOS*

	<u>Página</u>
ANEXO I: Operaciones informadas en 2000 .....	45
Privatización de CASA .....	45
Privatización de COPE .....	55
Privatización de BABCOCK & WILCOX .....	64
 ANEXO II:	
Glosario de términos relacionados con las privatizaciones.....	76
 ANEXO III:	
Publicaciones recientes relacionadas con las privatizaciones.....	82

# CCP

## PRIVATIZACIÓN DE CASA

### 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 aportación de la totalidad de las acciones que constituyen la participación de SEPI en Construcciones Aeronáuticas, S.A. (CASA) - 99,2853% - para la integración del negocio de dicha Compañía y de European Aeronautic Defence and Space Company (EADS).

### II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

1.- Con anterioridad al inicio formal del proceso de privatización de CASA, SEPI mantuvo desde enero de 1997 contactos con los socios de Airbus para la constitución de Airbus SCE (que, en su caso, supondría su transformación en una sociedad anónima desde su actual situación como Grupo de Interés Económico). Para ello se realizó un concurso para la selección de un asesor para la operación. Como consecuencia se seleccionó a UBS (que posteriormente integraría a Warburg Dillon Read) para dicha función. En este contexto se inician contactos para privatizar CASA.

2.- El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 26 de febrero de 1999, acordó iniciar el proceso formal de privatización, aprobando la lista de asesores a convocar y la ponderación de los criterios para la selección final de un asesor, dado que el mandato anteriormente firmado con Warburg Dillon Read fue realizado para una finalidad diferente (principalmente la constitución de Airbus SCE y asesoramiento

# CCP

estratégico).

3.- De las seis entidades convocadas, cuatro declinaron la invitación para presentar una propuesta de colaboración. Una vez analizadas las propuestas restantes, el Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 22 de marzo de 1999, autorizó la contratación de Warburg Dillon Read como asesor de SEPI en la privatización de CASA.

4.- En abril de 1999, el Asesor presentó a SEPI el informe de valoración de CASA.

5.- Entre abril y mayo se ultiman las negociaciones con los cuatro candidatos preseleccionados: Aerospatale-Matra (ASM), British Aerospace (BAe), Daimler Chrysler Aerospace (DASA), y Alenia.

6.- A finales del mes de mayo de 1999, después de analizar las cuatro ofertas presentadas, SEPI tomó la decisión de seleccionar la propuesta de DASA “por cuanto presentaba un Plan Industrial sólido, ofrecía la oportunidad de liderar la tecnología de fibra de carbono en Europa, permitía la posibilidad de participar en el proceso de reconfiguración europea desde una mejor plataforma y contenía una mejor valoración económica”.

7.- El 11 de junio de 1999, se firmó un Acuerdo de Intenciones (Memorandum of Understanding) entre DCX<sup>7</sup> y SEPI para la integración DASA/CASA y en junio/septiembre se desarrolló dicho MOU a fin de preparar el Acuerdo Final.

8.- El 14 de octubre de 1999 se produjo el anuncio del Acuerdo

---

<sup>7</sup> DCX significa Daimler-Chrysler, propietario de DASA.

# CCP

DCX/Lagardère/Sogeca<sup>8</sup> sobre la fusión de DASA y ASM. SEPI decidió adherirse a este acuerdo utilizando como base de negociación los acuerdos que estaban a punto de firmarse con DASA. Por ello, en ese mismo mes se llevó a cabo la adaptación del acuerdo DCX/SEPI al nuevo marco EADS, con la firma de un Acuerdo Confidencialidad/Exclusividad entre las partes que conlleva la creación de EADS en Holanda por aportación de las acciones de DASA New/ASM Bis/CASA<sup>9</sup>. Para ello “SEPI aportaría todas sus acciones que constituyen su participación en CASA (99,2863%) correspondiéndole una participación inicial en EADS que podría variar entre el 6 y el 6,3% en función del cash-out de DASA. Posteriormente se llevaría a cabo una ampliación de capital (“primary IPO”) de 2.000 millones de euros y venta de las acciones viejas (“secondary IPO”) tras lo cual SEPI tendría una participación de entre el 5,4% y el 5,6% en EADS”

**9.-** El Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 26 de noviembre de 1999, aprobó la integración del negocio de CASA y de EADS.

**10.-** El 2 de diciembre de 1999 se firmó el Acuerdo de Integración de los Negocios de EADS y CASA.

---

<sup>8</sup> Lagardère y Sogeca son los principales accionistas de Aerospatiale-Matra (ASM)

<sup>9</sup> Es decir, la parte de los negocios originales de DASA, ASM y CASA que son aportados a EADS, dado que en algunos casos no se aporta la totalidad de la empresa y/o hay retirada de caja previa a la



# CCP

## III. CONSIDERACIONES

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

1.1.- Inicialmente se había elegido a una entidad financiera para que ejerciera un asesoramiento de carácter estratégico sobre CASA, especialmente en la transformación de AIRBUS en una Sociedad Anónima (SCE).

Para ello, se realizó una amplia preselección convocando a doce candidatos. La entidad ganadora desarrolló su trabajo durante dos años. En febrero de 1999 se decide abrir formalmente el proceso de privatización y se toma la decisión de abrir un nuevo concurso para seleccionar a la entidad asesora en la privatización.

Se considera acertada esta decisión de SEPI porque, aunque la entidad financiera que ya venía participando en el asesoramiento cuenta con indudables ventajas, la participación en un concurso incentiva a mejorar las condiciones que hubiera ofrecido si se hubiera negociado directamente con él el nuevo mandato, aunque quizás hubiera sido recomendable que en este nuevo concurso el número de convocados (seis) se aproximara al del primer concurso, especialmente a la vista de lo mencionado en el apartado II.3.

1.2.- En esta operación la entidad financiera que actúa como asesor es al mismo tiempo la encargada de realizar la valoración. El Consejo recuerda que ha recomendado que o bien estas sean entidades diferentes o bien que, al menos, exista una “fairness opinion” de la valoración del asesor, por lo que se remite a lo argumentado en anteriores dictámenes.

---

integración.

# CCP

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

El CCP considera satisfactorios los avances observados en el contenido del informe de valoración realizado por el asesor respecto al de informes emitidos en otros procesos de privatización precedentes. En este sentido cabe destacar los siguientes puntos:

— El empleo del método de descuento de flujos de caja entre los utilizados para realizar la valoración.

— El análisis por parte del asesor de la razonabilidad de los supuestos en los que se basan las proyecciones financieras realizadas por la dirección de la compañía.

— La realización de un análisis de sensibilidad de la valoración ante variaciones de las hipótesis tenidas en cuenta para la valoración de descuento de flujos de caja.

El CCP entiende, de todos modos, que el tratamiento de los anticipos de clientes puede ser objeto de discusión.

## **3.- En relación con la elección del diseño de privatización de CASA.**

El proceso de privatización que nos ocupa tiene una serie de particularidades que han condicionado su propio desarrollo: en especial, que CASA pase a ser privada porque se integra en un grupo mucho mayor y en el que SEPI pasa a detentar una participación minoritaria de acuerdo con los objetivos manifestados por el propio Agente Gestor y que “consistían en el aseguramiento de una adecuada participación de

# CCP

la compañía a largo plazo en el sector europeo aerospacial y de defensa; en el reforzamiento consiguiente de su posición tecnológica, comercial y de captación de negocio en nuevos programas; y en la asignación a CASA de responsabilidades dentro de la consolidación de la industria en sus áreas de excelencia (transporte militar, fibra de carbono, etc.).”

A la vista de dichos objetivos, SEPI plantea tres posibles alternativas de venta: salida a Bolsa, participación minoritaria de un socio europeo y posterior salida a Bolsa, e integración con una o varias compañías líderes europeas.

Finalmente, tras analizar las ventajas e inconvenientes de cada una de dichas alternativas en función de las características de la compañía y del sector al que pertenece, el agente gestor considera que la integración de CASA en una o varias compañías líderes europeas es “el esquema más adecuado para alcanzar los objetivos”.

Además, y de acuerdo a las recomendaciones del CCP, sobre esta decisión existe un informe de la entidad asesora.

En función de la información proporcionada por SEPI, el CCP considera que el Agente Gestor ha razonado suficientemente la elección del diseño de la operación y valora favorablemente la inclusión en el expediente del informe del asesor sobre este tema.

#### **4.- En relación con el proceso de elección del socio para la integración con CASA.**

Tras la evaluación de las ofertas recibidas por SEPI el Agente Gestor decide seleccionar la oferta de DASA basándose en las siguientes razones:

# CCP

1) DASA presenta un Plan Industrial sólido, reforzándose ambas empresas en los programas importantes (AIRBUS, EFA) y especialmente en las áreas de especialización de DASA.

2) Ofrece, diferencialmente, la oportunidad de liderar la tecnología de fibra de carbono en Europa.

3) Permite a SEPI la posibilidad de participar en el proceso de configuración europea desde una mejor plataforma, siguiendo de cerca el cumplimiento del Plan Industrial.

4) Mejor valoración económica.

Sobre esta decisión (y también en la línea de las recomendaciones del CCP) el asesor ha emitido un informe en el que valora todas las ofertas presentadas con unas conclusiones similares a las de SEPI.

A la vista de la información facilitada, el CCP considera que SEPI ha justificado suficientemente la decisión inicial de seleccionar a DASA para llevar a cabo un proceso de integración.

## **5.- En relación con la negociación del acuerdo de integración de CASA en EADS**

El proceso de negociaciones al que se hace referencia en el punto anterior dio lugar a la firma de un acuerdo de intenciones (MOU) entre SEPI y DCX por el que se establecían las bases para un acuerdo final de integración de los negocios de CASA y

# CCP

DASA, así como una banda de participación de SEPI en la futura nueva compañía. Antes de que se firmara el acuerdo definitivo, DCX firmó con Lagardère y Sogepa un acuerdo para la fusión de DASA y ASM para la creación de EADS.

Ante esta nueva situación, SEPI optó por adherirse al acuerdo DCX/Lagardère/Sogepa, utilizando como base la negociación de los acuerdos que estaban a punto de firmarse con DASA. Finalmente, el 2 de diciembre de 1999 se firmó el Acuerdo de Integración de los Negocios de EADS y CASA.

Respecto al acuerdo finalmente negociado para la integración en EADS el asesor señala que “de acuerdo con las manifestaciones realizadas tanto por Lagardère como por Daimler Chrysler, el acuerdo contempla la incorporación de CASA a EADS, en la medida de lo posible, en condiciones similares a las ya negociadas entre SEPI y DASA, tanto desde un punto de vista de valor como de plan industrial y participación de SEPI/CASA en los órganos de gobierno y gestión de la nueva compañía”.

En función de la documentación y de las conversaciones mantenidas con representantes de SEPI, el CCP considera adecuada la opción del agente gestor de negociar la integración del negocio de CASA en EADS sobre la base del acuerdo de intenciones firmado previamente con el accionista de DASA.

## **6.- Valoración de las participaciones de los negocios aportados por Aerospatiale-Matra y DASA y de las participaciones de EADS.**

En esta operación SEPI entrega sus acciones de CASA y recibe a cambio acciones de EADS. En otras operaciones parecidas anteriores, el CCP había recomendado que, al igual que existía una valoración externa de las acciones que se vendían, era recomendable que se realizara otra de la empresa de la cual se recibían las

# CCP

acciones, lo que en este caso implicaría la valoración de las dos empresas que junto con CASA integran EADS.

En esta operación se valoraron a partir del método de descuento de flujos de caja los negocios de DASA y Aerospatale-Matra. Para la valoración de DASA, el asesor de SEPI contó con las proyecciones financieras proporcionadas por DASA, tras la firma del acuerdo de intenciones (MOU) SEPI-DCX. Sin embargo, para la valoración de Aerospatale-Matra los datos internos utilizados por el asesor fueron más limitados aunque se contara con la negociación de sus acciones en los mercados bursátiles.

Finalmente, los valores dados a los negocios de Aerospatale-Matra y DASA que se derivan de las negociaciones, que se materializan en las ecuaciones de canje de acciones de CASA por acciones de EADS, se sitúan en el entorno de los rangos de valoración estimados por el asesor de SEPI.

## **7.- En relación a otros puntos incluidos en el acuerdo de integración.**

Entre los objetivos perseguidos por el agente gestor en el proceso de privatización se encuentra el de asegurar la posición competitiva a largo plazo de CASA en un contexto de consolidación del sector a escala europeo. Para ello negoció un Plan Industrial que supone una inversión de 61.729 millones de euros, un gasto en I+D de 114.972 millones y un aumento de plantilla de 85 trabajadores.

En este sentido el Acuerdo de Integración de los Negocios de EADS y de CASA establece que EADS se compromete por un periodo de tres años a partir de la fecha de formalización de la transmisión de CASA a asegurar la ejecución del Plan Industrial.

Asimismo, con el fin de asegurar el cumplimiento de dicho plan, en el Acuerdo

# CCP

de Participación firmado por los integrantes de EADS se establece que cualesquiera decisiones relativas a cambios de entidad en el Plan Industrial y su ejecución requerirán el consentimiento de SEPI. Por otra parte EADS deberá facilitar a SEPI informes semestrales sobre la situación de la ejecución del Plan Industrial.

A la vista de lo mencionado anteriormente se considera que dentro de las complejidades de una negociación de este tipo se ha realizado un esfuerzo para garantizar los compromisos incluidos en el plan industrial.

## **IV. CONCLUSIONES**

El CCP considera que en el proceso y en la propuesta concreta de privatización de la participación de SEPI en Construcciones Aeronáuticas, S.A. (CASA) mediante su integración en EADS se han cumplido los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

# CCP

## **PRIVATIZACIÓN DE COPE**

### **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 Patrimoniales (SEPPa) sobre la privatización de las acciones que constituyen la participación del Estado en Radio Popular S.A.- Cadena de Ondas Populares Españolas (COPE) que representa una participación del 2,42% en el capital social.

### **II. ANTECEDENTES DE LA PARTICIPACIÓN DEL ESTADO Y DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE DESINVERSIÓN**

1.- El Estado a través de su Dirección General de Patrimonio (DGPE) ha mantenido hasta tiempos recientes participaciones minoritarias en el capital de diversas sociedades de radiodifusión. El motivo de dicha participación se encuentra principalmente en el R.D. 2648/1978 de 27 de octubre por el que se aprobó el Plan Técnico Nacional de la Radiodifusión Sonora, en el que se condicionaba la asignación de ciertas frecuencias a las emisoras privadas a la existencia de una participación mínima del Estado del 25% en el capital de las sociedades.

2.- En 1982 se modificó el sistema establecido por el Plan Técnico Nacional suprimiéndose el requisito de la participación del Estado. En consecuencia, el Estado fue enajenando de forma directa dichas participaciones excepto la de COPE, tal como se afirma en el expediente remitido a este Consejo. “En los supuestos de Radio Huesca,



# CCP

Cultural Radio Española, y Radiodifusión Intercontinental, la venta directa se justificó en los derechos de adquisición preferente previstos en los estatutos societarios. Las otras participaciones en radioemisoras, no estando afectadas por derechos de adquisición preferente en el momento de la venta, fueron vendidas directamente, ya fuera a favor de la propia sociedad, como el caso de Radio España, o a favor de un accionista, caso de SER a PRISA y Radio Zaragoza a Compañía Aragonesa de Radiodifusión.”

3.- En el caso de COPE existen importantes limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones. En concreto, los Estatutos de COPE establecen que la transmisión de acciones exigirá el previo consentimiento de la Sociedad, expresado a través del Consejo de Administración, que podrá denegar la transmisión que se proyecte cuando considere que, a su juicio, el adquirente propuesto pueda impedir u obstaculizar el cumplimiento de los fines sociales. En este caso, el Consejo de Administración tiene que ofrecer otro adquirente (admitiéndose que sea la propia sociedad para autocartera), que ha de adquirir las acciones por su “valor real” en el momento en que se le solicite la autorización, según la valoración del auditor de cuentas de la sociedad.

4.- La participación inicial del Estado en COPE se ha reducido desde un porcentaje inicial en el capital del 25% hasta el actual 2,42% como consecuencia de no haber suscrito la DGPE diversas ampliaciones de capital de la compañía que suponían coste de adquisición para el accionista, habiéndose suscrito sólo las emitidas liberadas.

5.- El 31 de enero de 2000 el Presidente de la Cadena COPE en un escrito dirigido al Director General de Patrimonio del Estado manifestó su intención de remitir en un plazo breve de tiempo una oferta de compra de las acciones propiedad del Estado, al valor real de las acciones que determinara su auditor de cuentas. En dicho escrito también se expresó la intención de COPE de ejercitar los derechos de adquisición preferente previstos en su favor en caso de transmisión de la participación del Estado.

# CCP

**6.-** El 2 de febrero de 2000 SEPPa realizó una convocatoria para la selección de un valorador externo entre seis entidades. De los seis candidatos preseleccionados cinco remitieron oferta. El 11 de febrero se presentó al Consejo de Administración de SEPPa la lista de entidades preseleccionadas, la metodología de selección del valorador y el baremo para su selección. El Consejo aprobó las decisiones adoptadas y la designación de la firma GBS Finanzas como valorador externo de COPE.

**7.-** El 24 de febrero de 2000 COPE remitió a SEPPa el informe de valoración de las acciones de la compañía que son propiedad del Estado, realizado por su auditor.

**8.-** El 9 de marzo de 2000 el asesor de SEPPa, GBS Finanzas, presentó su informe de valoración de la participación del Estado en COPE con un resultado mucho más elevado que el planteado por el Auditor.

**9.-** El 15 de marzo de 2000 el Consejo de Administración de SEPPa aprobó aceptar el ofrecimiento de COPE para la adquisición de la participación estatal en la sociedad por un precio comprendido en una horquilla cuyo límite inferior fuera el precio de las últimas transacciones significativas de acciones de la sociedad (las cuáles eran muy superiores a la valoración del auditor) y el extremo superior el valor recomendado por el asesor externo, GBS Finanzas –aún más elevado–. Asimismo, se establece como condición que COPE acepte no enajenar sus acciones en el plazo de seis meses o, en su caso, se garantice una participación en las plusvalías en eventuales compraventas realizadas en dicho plazo. Se consideran sujetas a dicha cláusula todas aquellas transmisiones o negocios jurídicos de la compañía en los que COPE participara o bien tuviera conocimiento en virtud de lo dispuesto en los estatutos, durante el plazo de seis meses.

**10.-** El 10 de abril de 2000 el Consejo de Administración de SEPPa aprobó los términos del contrato de compraventa de la participación del Estado en COPE que

# CCP

incluía como precio de la transacción el límite superior de la banda citada en el párrafo anterior así como el resto de las condiciones propuestas.

**11.-** El 13 de abril se celebró el contrato de compraventa entre SEPPa y COPE, sujeto a la autorización de la Secretaría General de Comunicaciones y del Consejo de Ministros. El precio de venta fijado para la participación de SEPPa en COPE es de 627.840.000 pesetas.

### **III. CONSIDERACIONES**

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

**1.1.-** En anteriores dictámenes emitidos, el CCP había estimado que al suponer la preselección un primer límite a la concurrencia resulta esencial que 1) se justifiquen suficientemente los criterios de preselección y que 2) el número de entidades convocadas resulte suficiente para generar una competencia efectiva. En la actual operación han sido invitadas seis firmas, cinco de las cuales han presentado oferta. En opinión del CCP, con el fin de que la retirada de alguno de los presentados ocasione una escasa concurrencia, el número de convocados podría ser algo más elevado y situarse en la banda alta del rango establecido por los Agentes Gestores (4-10) en el documento “Norma sobre Privatizaciones”.

**1.2.-** El CCP ha venido recomendando prácticamente desde su primer dictamen que la ponderación del criterio de honorarios tenga una importancia significativa en el baremo, dado que ello supone un incremento de la objetividad en la selección y de la competencia. Se considera que en la actual operación la importancia de este criterio en el baremo es suficientemente significativa (dobla a la ponderación de la anterior operación en la que SEPPa eligió únicamente a un valorador).

# CCP

**1.3.-** Igual de importante que la ponderación del criterio de honorarios es el establecimiento del sistema para asignar los puntos por este criterio una vez que dicha ponderación está fijada. Este Consejo había recomendado que ambos aspectos se fijaran con anterioridad a la recepción de las ofertas debido a los cambios que se podrían generar en el resultado ante cambios bruscos de estos criterios. En la actual operación, aunque el peso del criterio de honorarios se ha incrementado de manera notable en relación con la anterior, el sistema para asignar dichos puntos se ha mantenido y –por diversas circunstancias– no se aprobaron formalmente las ponderaciones antes de la recepción de las ofertas.

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

El CCP considera satisfactorios los avances observados en el contenido del informe de valoración realizado por el asesor respecto al de informes emitidos en otros procesos de privatización precedentes. En la valoración de COPE realizada por el asesor de SEPPa se han aplicado algunas de las recomendaciones que este Consejo ha venido repitiendo en anteriores dictámenes. Entre ellas deben destacarse las siguientes:

— El empleo del sistema de descuento de flujos de caja como método principal para realizar la valoración y la utilización de otros métodos de valoración como el de transacciones comparables a efectos de contraste.

— Las modificaciones introducidas en las proyecciones financieras proporcionadas por la dirección de la compañía en función del análisis realizado por parte del asesor sobre la razonabilidad de los supuestos en los que se basan dichas proyecciones.

# CCP

- La justificación de las tasas de descuento utilizadas.
- La realización por parte del valorador de un diagnóstico previo de COPE.

Como aspectos opinables de la valoración, el CCP destaca que el asesor debería haber profundizado en mayor medida en el efecto neto que puede ocasionar la consecución de una licencia de radio digital por parte de COPE. En las proyecciones utilizadas por el asesor, este efecto neto es negativo en el conjunto de los siete años que se han utilizado para realizar la valoración. Existe asimismo dificultad para justificar que el valor residual de COPE utilizado para valorar los años siguientes tampoco se vea corregido por el efecto (positivo) de la concesión de las licencias de radio digital.

### **3.- En relación con el sistema utilizado para enajenar la participación del Estado en COPE**

El CCP, a quién corresponde velar por el cumplimiento de los principios de concurrencia, publicidad y transparencia en las operaciones de privatización, ha considerado en anteriores dictámenes que la venta de una participación accionarial pública a través de un procedimiento de adjudicación directa puede resultar coherente, en situaciones excepcionales, con los principios del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, por el que se establecen las bases del programa de modernización del sector público empresarial del Estado.

Con todo, y en atención al carácter marcadamente excepcional de este procedimiento, el CCP ha estimado que la adjudicación directa solo puede justificarse cuando, por las particulares características de la participación accionarial o de la empresa afectadas, no sea posible ni razonable articular un procedimiento competitivo y de mercado, abierto a la posible concurrencia de cualquier empresa interesada. En

# CCP

estos casos, al Agente gestor le corresponde un deber de motivación especialmente reforzado, en el sentido de justificar de forma clara y suficiente las razones por las que no es previsible el interés de otras empresas. El CCP ha destacado en anteriores dictámenes que a) la adjudicación directa debe ser un proceso muy excepcional y b) que debe estar debidamente justificada, centrándose el dictamen de este Consejo en la existencia y motivación de esta justificación.

Por otra parte, aunque la necesidad de recabar una valoración externa de la participación o empresa privatizada sea exigible en cualquier privatización, es claro que la misma reviste una especial relevancia en operaciones como ésta, para fortalecer el principio de transparencia y evitar que la ausencia de mecanismos de mercado pueda comprometer la obtención de un precio de venta razonable y adecuado. En todo caso, estos factores deberían complementarse considerando también la propia relevancia económica de la participación privatizada, en los supuestos en que la realización de un proceso competitivo abierto puede resultar desproporcionada o excesivamente onerosa en atención a la escasa entidad de las acciones puestas en venta.

En este proceso, el CCP considera que el Agente gestor ha justificado debidamente el cumplimiento de dichas condiciones. De un lado, se trata de una participación que solamente representa el 2,42% del capital de Radio Popular S.A. (COPE), que procede del antiguo régimen administrativo al que estaban sometidas determinadas sociedades de radiodifusión (R.D. 2648/1978, de 27 de octubre). De otro lado, los estatutos de la sociedad –a los que lógicamente está sometida la SEPPa, en su condición de accionista– consagran un régimen restrictivo para la transmisión de las acciones, que hace altamente improbable la posible formulación de ofertas por parte de terceros. (De hecho, el Consejo de Administración de Radio Popular, S.A., que de acuerdo con este régimen estatutario puede impedir cualquier transmisión a terceros presentando un adquirente para las acciones u ofreciéndose a adquirirlas por cuenta de la propia sociedad, había manifestado en el presente caso –según comunicación escrita

# CCP

remitida a la SEPPa y que consta en el expediente– su propósito de servirse de dichas facultades para evitar la posible entrada de nuevos accionistas.) Desde esta perspectiva, y al igual que en las demás privatizaciones informadas por este Consejo que se resolvieron a través del mecanismo de la adjudicación directa (referidas en su mayoría a participaciones accionariales minoritarias sometidas a un derecho estatutario de tanteo o de adquisición preferente del socio mayoritario y con manifestación expresa de éste de la voluntad de servirse del mismo), se considera que la falta de concurrencia se encuentra debidamente justificada en el presente caso por las singulares y muy especiales características de la operación.

#### **4.- En relación con algunas cláusulas del Contrato de compraventa.**

El CCP había recomendado que, especialmente en operaciones en las que no hubiera sido posible obtener diferentes ofertas en el mercado, se estableciera una cláusula por la cual durante un período de tiempo determinado el comprador se comprometiera a rembolsar al vendedor la diferencia en precios que obtuviera en una eventual reventa de las acciones compradas.

EL CCP valora satisfactoriamente, no sólo la inclusión de este tipo de cláusula en el actual contrato, sino su extensión a operaciones de venta de acciones de la COPE realizadas por otros accionistas diferentes del comprador que se pudieran realizar a un precio superior al de esta operación, aunque quizás el plazo para el cual se establece este compromiso debería haber sido algo mayor.

#### **5.- Otras consideraciones.**

Al igual que en algunas de las últimas operaciones de privatización, el CCP quiere destacar la colaboración prestada por SEPPa a lo largo no sólo de la tramitación

# CCP

de este expediente sino además desde los momentos en que esta operación se estaba diseñando. En general, el CCP considera que a lo largo de la ejecución del actual Programa de Privatizaciones la experiencia acumulada ha ido permitiendo un perfeccionamiento en las diferentes etapas de las relaciones con los Agentes Gestores.

## IV. CONCLUSIONES

En función de las limitaciones estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones de COPE, en el presente proceso no ha sido posible la aplicación efectiva del principio de concurrencia para la selección del comprador. Sin embargo, el CCP considera que el Agente Gestor ha justificado debidamente la utilización del procedimiento de adjudicación directa.

Adicionalmente, el CCP considera que SEPPa ha realizado un esfuerzo para ajustar este proceso, en la medida de lo posible, a lo establecido en el Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996, especialmente en lo relativo al cumplimiento del principio de transparencia.



# CCP

## **PRIVATIZACIÓN DE BABCOCK & WILCOX**

### **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 privatización de Babcock & Wilcox Española S.A. (BWE) a través de la constitución por esta Compañía de una sociedad anónima (NEWCO) cuyas acciones serían enajenadas en su totalidad a Babcock & Borsig Aktiengesellschaft (Babcock Borsig) o a su filial a constituir en España Babcock Borsig Power España, S.A.

### **II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO**

1.- El 14 de noviembre de 1997 el Consejo de Administración de SEPI aprobó la relación de siete entidades preseleccionadas para el puesto de asesor en la privatización de BWE, la ponderación de los criterios y el baremo para la selección final.

2.- De las siete entidades invitadas sólo se recibieron tres ofertas. Tras el análisis de dichas propuestas, el 19 de diciembre de 1997 el Consejo de Administración de SEPI acordó la contratación de Norgestión como asesor para la operación de privatización de la participación de SEPI en BWE. El 15 de enero de 1998 se firmó el mandato de asesoramiento entre Norgestión y SEPI.

3.- Hasta el 28 de enero de 1998 se invitó formalmente a 17 compañías del

# CCP

sector de bienes de equipo a participar en el proceso de privatización. De ellas, siete mostraron interés mediante comunicación fehaciente. El 10 de febrero de 1998 se envió una carta explicando el proceso a seguir y un modelo de Carta de confidencialidad que fue devuelta por cinco empresas. El 25 y 26 de febrero de 1998 se mantuvieron reuniones de trabajo entre estas empresas y SEPI.

4.- Dentro del plazo señalado (hasta el 12 de marzo de 1998) cuatro de los cinco candidatos presentaron ofertas preliminares para la compra de BWE.

5.- Con fecha 25 de marzo de 1998 y 16 de abril de 1998 el asesor presentó los informes de valoración de BWE y de Babcock Montajes respectivamente.

6.- El 27 de marzo de 1998 el Consejo de Administración de SEPI acordó considerar la preoferta de Kvaerner y no tomar en consideración el resto de las propuestas presentadas por considerar que la primera era más favorable. Se requirió, no obstante, la firma de un Memorándum de Entendimiento que recogiera los términos de dicha preoferta. El 2 de abril de 1998 se firmó el Acuerdo de Intenciones (MOU) entre SEPI y Kvaerner.

7.- Entre los meses de abril y julio de 1998 se realizó el proceso de "Due Dilligence". No obstante, durante el proceso negociador se produjeron dificultades motivadas por diferentes factores, entre ellos, la difícil situación interna de Kvaerner. Por ello, en noviembre de 1998 SEPI decidió dar por finalizada la exclusividad en la negociación que mantenía con Kvaerner y reabrir el proceso de privatización.

8.- El 2 de diciembre de 1998 el Consejo de Administración de SEPI acordó formalmente reabrir el proceso de privatización, dando por resuelto el Memorandum de Entendimiento suscrito entre Kvaerner y SEPI e invitar a presentar ofertas a las entidades que concurrieron al proceso de privatización y a otras que mostraran interés

# CCP

por el mismo.

**9.-** El 9 de diciembre de 1998 SEPI firmó un nuevo contrato de asesoramiento con Norgestión. Posteriormente se remitieron invitaciones, a las entidades que anteriormente habían sido contactadas, para participar en el proceso de venta, recibiendo tres muestras de interés.

**10.-** Entre enero de 1999 y el 5 de febrero de 1999 se produjo el análisis de la información, la visita a las instalaciones de BWE y el Due Dilligence por parte de los tres interesados. Posteriormente, entre el 25 de febrero y el 9 de marzo de 1999 tuvo lugar una segunda ronda de visitas, análisis de la información y reunión con el Equipo directivo de BWE. Se estableció la fecha del 19 de marzo de 1999 para la presentación de ofertas vinculantes (plazo posteriormente ampliado al 22 de marzo de 1999).

**11.-** A la vista de las deficiencias que planteaban las ofertas y comunicaciones presentadas el 22 de marzo de 1999, se decidió una ampliación de plazo para la mejora de las propuestas, inicialmente hasta el 30 de abril de 1999 y, posteriormente, hasta el 7 de mayo de 1999.

**12.-** El 7 de mayo de 1999 se presentaron dos ofertas. SEPI inició las conversaciones con los dos oferentes para concretar los planes industriales y los términos de las ofertas. El 14 de octubre de 1999 se iniciaron conversaciones en exclusividad con uno de los candidatos durante un periodo de 60 días. Finalizado dicho periodo se reabrieron las conversaciones con ambos candidatos.

**13.-** El 4 de febrero de 2000 el Consejo de Administración de SEPI acordó autorizar la creación de una nueva sociedad (Newco) a la que se aportarían determinados elementos de BWE (activos materiales, contratos de licencia y patentes, parte de la plantilla, etc). Se aprobó, asimismo, la venta de Newco a Babcock Borsig (o a su filial a

# CCP

constituir en España) por un precio de 45 millones de euros.

**14.-** El 9 de febrero de 2000 se firmó el contrato de compraventa de acciones de Newco entre SEPI, BWE y Babcock Borsig.

**15.-** Tras la petición del CCP, SEPI encarga al asesor una valoración de la empresa que finalmente es vendida, es decir de Newco. Este informe es entregado el 17 de julio de 2000.

### **III. CONSIDERACIONES DEL CCP**

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

**1.1.-** Al inicio de este proceso, los Agentes Gestores se inclinaron por utilizar el método de la convocatoria limitada en la selección del asesor. El CCP ha remarcado en sus dictámenes que cuando se utiliza este método es conveniente que los criterios de preselección sean suficientemente justificados y explicitados por parte del Agente Gestor y que el número de entidades convocadas resulte suficiente para generar competencia efectiva.

En relación con este inicio del proceso se considera, por una parte, que la justificación del sistema de preselección podría haber sido más detallado y que, por otra, el número de entidades que participaron en el concurso para la elección del asesor fue reducido (7), aunque se sitúa dentro de la banda establecida por los Agentes Gestores (entre 4 y 10) en el documento “Norma sobre Privatizaciones”.

**1.2.-** En este inicio del proceso — al que se refiere los apartados 1 a 7 del epígrafe II — la entidad financiera que actúa como asesor fue al mismo tiempo la

# CCP

encargada de realizar la valoración. El Consejo ha recomendado que o bien estas sean entidades diferentes o bien que, exista una “fairness opinion” de la valoración del asesor. En esta operación no se ha empleado ninguna de estas opciones.

Esta recomendación se basa en la posible existencia de conflictos de interés que pueden surgir cuando coinciden los papeles de asesor y valorador en una misma entidad. Adicionalmente, en esta operación el primer informe de valoración se entregó después de que se hubieran presentado las ofertas preliminares de los candidatos a la compra de BWE. En opinión de este Consejo este hecho puede aumentar el posible conflicto de interés mencionado anteriormente. Por ello, el CCP recomienda que en todas las operaciones de privatización el informe externo de valoración se realice y se entregue al Agente Gestor con anterioridad a la recepción de las ofertas de compra (con independencia que se pueda proceder a su actualización con posterioridad). No obstante hay que resaltar que la no culminación de la operación en esta primera fase ha minimizado las consecuencias de este hecho.

**1.3.-** El proceso de privatización volvió a reiniciarse (como se expone en el epígrafe II a partir del apartado 8). Cuando el CCP examinó este expediente consideró que era necesario contar con una valoración externa de la empresa que finalmente se iba a enajenar, es decir de Newco, ya que ello contribuiría a incrementar la transparencia del proceso (véase los apartados 13 a 15 del apartado II). El Consejo valora positivamente la receptividad de SEPI ante esta solicitud, que tras solicitar plazos y presupuestos a otras entidades especializadas, por razones de economía, esta valoración se encargó al asesor de la operación. Aunque el CCP comprende dicha razón, sigue vigente el conflicto de interés citado en el apartado anterior.

**1.4.-** La designación de Norgestión como asesor de SEPI en la privatización de BWE es realizada a través de la aplicación de un baremo preestablecido. En dicho baremo el criterio individual más importante es el de los honorarios. La mayor

# CCP

importancia dada a los honorarios está en consonancia con las recomendaciones reiteradamente formuladas por el CCP ya que el criterio de los honorarios es: 1) el criterio más objetivo de selección 2) contribuye a fomentar la competencia vía precios.

Posteriormente SEPI decide renovar el contrato de colaboración con el asesor para la privatización de BWE, una vez que se reinicia el proceso de privatización en diciembre de 1998. Esta decisión parece razonable a la vista del conocimiento de la empresa, de los potenciales compradores y del mismo proceso de venta que ya había acumulado el asesor, además del ahorro de tiempo que supone frente a la opción alternativa de convocar un nuevo concurso. Sin embargo, considerando que el argumento económico fue el principal motivo de diferenciación y dado que la renegociación implica una importante alteración en las condiciones del contrato inicial, el Consejo considera que, en lo posible, este tipo de contingencias, así como otras que pudieran dar lugar a una renegociación del contrato, deberían estar tratadas de una manera más clara desde el comienzo para que fuera del dominio de todos los participantes en el concurso inicial.

## **2.- En relación con los informes de valoración de BWE realizados por el asesor.**

**2.1.-** El CCP considera satisfactoriamente el hecho de que se haya separado la valoración de Babcock & Wilcox Española S.A. de Babcock Montajes S.A. por ser dos unidades de negocio diferenciadas, en lugar de tratarlas como una única unidad económica, desde el punto de vista de su evolución, perspectivas y resultados.

**2.2.-** En anteriores dictámenes, el CCP ha estimado la conveniencia de actualizar en lo posible las valoraciones efectuadas, especialmente si transcurre, como sucede en el presente caso, un periodo prolongado entre la valoración y la venta de la empresa, así como cuando existan desviaciones entre las previsiones tenidas en cuenta en la

# CCP

valoración y la posterior evolución de la empresa. En el presente proceso, SEPI ha encargado valoraciones en diferentes plazos lo que se estima positivamente desde el punto de vista de su puesta al día.

**2.3.-** Con relación a los métodos utilizados el CCP ha defendido con carácter general que el descuento de flujos de caja sea el método básico a utilizar y que, en aquellos casos en los que existan razones por las cuales no se pueda utilizar, estas se encuentren debidamente justificadas.

Este método es el utilizado para realizar la primera de las valoraciones. Sin embargo, debido a la negativa evolución experimentada por la compañía en las siguientes valoraciones se cambia el método y el asesor de SEPI realiza un cálculo del valor liquidativo.

El Consejo considera que el asesor y SEPI han justificado la no utilización del método del descuento de flujos de caja para la valoración actualizada de BWE, dada la existencia de flujos negativos. Por otra parte, el CCP toma nota de que según la opinión de SEPI, Newco sólo es viable mediante la integración de dichos activos en una estructura empresarial con tecnologías y mercados adecuados.

### **3.- En relación con la primera fase de venta de BWE.**

**3.1.-** Esta fase, de acuerdo con el Agente Gestor, se extiende hasta octubre-noviembre de 1998, cuando se ponen de manifiesto importantes dificultades internas del candidato con el que se estaba ultimando el acuerdo de venta y se decide cerrar las negociaciones exclusivas y reiniciar el proceso de venta.

Durante esta fase se invitó formalmente a 17 compañías del sector de todo el

# CCP

mundo a participar en el proceso. Dadas las especiales dificultades de la actual operación y las características de la empresa, el CCP considera que la convocatoria realizada es suficientemente amplia.

**3.2.-** A continuación, el Agente Gestor envió a los candidatos que habían dado muestras de interés, una carta explicando las próximas etapas a seguir hasta la presentación de las ofertas preliminares en la que se incluía que la oferta económica por el 100% de BWE debía ir acompañada de un plan industrial para la compañía. Con posterioridad esta carta se complementa con otra en la que se especifica un calendario orientativo hasta la presentación de las ofertas definitivas y vinculantes. En esta última carta se exponen de forma breve los factores de evaluación de las ofertas

Con estas cartas el Consejo estima que se han registrado avances en relación con otras operaciones de privatización, en el sentido de que se adaptan, en parte, a lo recomendado en anteriores dictámenes sobre la conveniencia de que existan unos “criterios básicos” que rijan en cada proceso de privatización y que sean conocidos por todos los interesados, lo cual es considerado de forma satisfactoria por este Consejo.

Se estima, sin embargo, que se debe seguir avanzando en el perfeccionamiento de este tipo de cartas con objeto de que los candidatos conozcan los objetivos perseguidos en cada fase y los requisitos que se exigen para acceder a la siguiente.

Asimismo, se estima que se debería ampliar la descripción de los factores que se utilizan para realizar la evaluación de las ofertas definitivas y vinculantes así como ordenar dichos factores por su importancia relativa.

**3.3.-** En las fechas establecidas se presentan ofertas preliminares por parte de cuatro candidatos. De estas cuatro ofertas el Agente Gestor descarta a tres y decide iniciar negociaciones en exclusiva tras la firma de un Acuerdo de Intenciones con uno



# CCP

de los candidatos sobre la base de la oferta preliminar presentada.

El Consejo ha considerado siempre que estas exclusiones en una fase tan preliminar deberían tener carácter excepcional y que, cuando se produzcan, deberían quedar ampliamente explicadas y justificadas. Asimismo, las causas de la exclusión deberían estar previstas en los “Criterios Básicos” (o en el caso presente en las cartas en las que se les explica a los candidatos el proceso a seguir). En la actual operación no se dio ninguna de estas circunstancias generándose una situación nada recomendable desde el punto de vista de la competencia: la existencia de un único candidato que presentara oferta en firme.

#### **4.- En relación con la segunda etapa de la venta.**

**4.1.-** En esta nueva etapa SEPI no solicita ofertas preliminares sino que de forma directa, los candidatos acceden a la fase de ofertas “vinculantes y definitivas”. Tras la realización del *Due Dilligence* los candidatos son informados con mayor precisión sobre lo que debería incluirse en las ofertas, aunque no se realiza ninguna referencia al orden de importancia que tendrán en la evaluación los diferentes aspectos de esta.

La inexistencia de una fase de ofertas no vinculantes parece justificada por el hecho de que, en la fase anterior, las tres empresas que habían mostrado interés ya participaron en la presentación de ofertas no vinculantes.

**4.2.-** Ninguno de los tres candidatos presenta una oferta que se adapte en términos estrictos a lo requerido en la fecha prevista para ello. Dada, la situación de la empresa, el Consejo considera que el Agente Gestor realiza un esfuerzo por facilitar la participación del mayor número posible de candidatos lo cual permite continuar las

# CCP

negociaciones con dos potenciales compradores (el otro reconoce que no está en condiciones de adaptarse a lo requerido).

Este periodo de negociaciones que se prolonga desde mayo de 1999 a febrero de 2000 transcurre por diferentes fases en las que se va alternando la posibilidad de alcanzar un acuerdo con cada uno de los dos candidatos según se van concretando diferentes aspectos. Este largo proceso transcurre incluso por un período de exclusividad con el candidato que finalmente no se adjudica la empresa en el que no se consiguen los objetivos perseguidos, para, posteriormente, retomar a las negociaciones con ambos candidatos.

Este periodo de negociaciones, que se prolonga desde mayo de 1999 a febrero de 2000, transcurre por diferentes fases en las que se alternan las posibilidades de alcanzar un acuerdo con cada uno de los dos candidatos. Dentro de este largo proceso tiene lugar incluso un período de relación exclusiva con el candidato que finalmente no se adjudica la empresa, al no cumplirse los objetivos perseguidos. Esto determina que se reabran las negociaciones con ambos candidatos.

**4.3.-** Con respecto a la oferta finalmente seleccionada, SEPI argumenta que la decisión de adjudicar a Babcock Borsig se fundamenta en que la oferta de esta sociedad fue considerada la más favorable. Entre otros aspectos la oferta de Babcock Borsig tiene un menor coste para SEPI y se compromete al mantenimiento de un mayor número de trabajadores durante un plazo de tiempo también mayor, opinión que coincide con un informe del asesor.

El adjudicatario (junto con el otro finalista) parecen ser los únicos candidatos interesados que poseen experiencia, medios y capacidad tecnológica para llevar adelante con garantías de éxito el complejo proyecto, dada la difícil situación actual, de convertir a BWE en una empresa que tenga un buen desenvolvimiento en sus mercados y con

# CCP

viabilidad futura.

Todo indica que el adjudicatario, junto con el otro finalista, son los únicos candidatos interesados y que ante la mejor oferta presentada, la elección de Babcock Borsig parece razonable. Dada su cuantía, la presencia de Administraciones públicas (un Lander y entidades de carácter local) de otro Estado, en el capital de alguno de los accionistas de la empresa compradora no parece determinar que dicho comprador pueda considerarse sector público, según se desprende de la información suministrada por el Agente Gestor.

## **5.- En relación con el contrato de compraventa.**

**5.1.-** El Comprador se compromete a mantener los fondos propios de la nueva sociedad en 20 millones de euros durante los 3 años siguientes a la formalización del contrato, a no repartir dividendos durante el periodo 2000-2002, al mantenimiento de 650 puestos de trabajo y a destinar parte de los fondos aportados por SEPI a los costes de adaptación de las actividades aportadas por Newco, así como a inversiones, programas de formación de plantilla, y relanzamiento de la actividad. El CCP considera que a la vista del esfuerzo financiero que debe realizar SEPI y de las dificultades para llegar a un acuerdo final, el Agente Gestor debería realizar una activa (y difícil) labor para supervisar el cumplimiento de estos compromisos.

**5.2.-** Respecto al tratamiento de las contingencias, SEPI asume una cuantía a determinar antes de la fecha de la formalización por expertos independientes en concepto de cesión de los Contratos de construcción, montaje y suministro a Babcock Borsig. Ello se recoge en la cláusula quinta del contrato de compra-venta cuyo objeto sería valorar los riesgos potenciales y posibles excesos en los costes de cada Contrato, minorados o incrementados en el importe neto del capital circulante asociado a dichos

# CCP

contratos. Respecto a las contingencias y posibles pasivos ocultos el CCP recuerda que su posición es que se limiten cuantitativamente, en la medida de lo posible, y sobre todo que se realice un esfuerzo en las estimaciones de su cuantificación y en su posterior seguimiento.

**5.3.-** Esta operación de privatización (además de las posibles autorizaciones por concentración que pudiera requerir en el ámbito comunitario o en el ámbito nacional), según informa SEPI, ha sido notificada a la Comisión Europea en el marco de la legislación europea de ayudas de Estado (artículo 87 del TCE). La autorización de la Comisión será necesaria tanto para las ayudas incluidas específicamente en la operación de venta como para la liquidación de la antigua BWE.

## IV. CONCLUSIONES

Aún teniendo en cuenta lo expuesto en el epígrafe III, el CCP, considerando la difícil situación de la empresa y las dificultades existentes para su actual viabilidad, estima que en el proceso y en la propuesta concreta de privatización de la participación de SEPI en Babcock & Wilcox Española S.A. se han cumplido en grado suficiente los principios de publicidad, transparencia y libre competencia.

# CCP

## ANEXO II

### GLOSARIO DE TÉRMINOS RELACIONADOS CON LAS PRIVATIZACIONES

Es frecuente que los términos técnicos utilizados en una determinada materia no sean fácilmente comprendidos en su totalidad por el lector no especializado. Atendiendo a la petición de algunos lectores de los Informes de Actividades del CCP de años anteriores, en esta edición incluimos un glosario de términos relacionados con las privatizaciones que han sido utilizados bien en este Informe de Actividades, o bien en Informes de Actividades de años anteriores.

#### **Agentes Gestores**

El Acuerdo del Consejo de Ministros (28 de junio de 1996), indicaba que los Agentes Gestores del Programa de Privatizaciones eran SEPI, SEPPa y la AIE. El posterior Real Decreto Ley 15/1997 de 5 de septiembre procedió a la supresión de la AIE y la transferencia a SEPI de todas sus participaciones accionariales, bienes, derechos y obligaciones. Aunque el Acuerdo del Consejo de Ministros no citaba a otros Agentes Gestores, el Ministerio de Fomento decidió someter la privatización de Retevisión a unos controles formales similares a los que estaban afectando a los procesos de privatización realizados por los otros Agentes Gestores. Por ello, la privatización de Retevisión (en dos fases) dio lugar a la elaboración de dos dictámenes por parte del Consejo Consultivo de Privatizaciones.

# CCP

## **Asesores**

En el proceso de privatizaciones español distintos tipos de asesores privados han sido contratados por los Agentes Gestores en cada uno de los procesos de privatización. En función de la complejidad de la operación pueden solicitarse los servicios de asesores financieros (bancos de inversión, valoradores, asesores jurídicos, asesores de publicidad, etc.).

## **Book Building**

La colocación de acciones en el tramo institucional de una OPV viene precedido por un proceso conocido por “book building” que consiste en preguntar a cada uno de los inversores que podrían estar interesados cuántas acciones estarían dispuestos a comprar y a qué precio. La información que proporciona el proceso de book building se considera muy importante ya que permite al vendedor y al Coordinador Global conocer el grado de interés de los inversores, así como el precio que podría fijarse para el conjunto de los tramos de la OPV. Asimismo proporciona información para realizar la asignación de acciones a los diferentes tramos ( tramo minorista y tramo institucional).

## **Block Trade**

Se denomina Block Trade (o venta en bloque) a un sistema que consiste en la venta mediante una operación bursátil de un importe elevado de acciones, pero que normalmente es inferior al de una OPV. La ventaja que puede tener un Block Trade frente a una OPV es la rapidez de su ejecución al ser necesarios menores requisitos formales que en esta. Por contra, el Block Trade se realiza con un menor estudio pre-márketing por lo que se realiza la operación con un menor grado de información que la OPV, que cuenta con un proceso previo de bookbuilding. En el actual Programa de Privatizaciones solo ha sido utilizada en la venta de un 0,28% del capital de Telefónica. Este porcentaje había sido

# CCP

reservado por SEPPa para atender el bonus fidelidad de 1 acción gratis por cada 20 al cabo de un año de la OPV.

## **Coordinador Global**

Él (o los Coordinadores Globales en caso de ser varios) es el responsable de la organización de la OPV y tienen encomendada la misión de coordinar la operación en todos sus tramos. En la colocación de acciones, los Coordinadores Globales son los encargados de colocar un número más elevado de acciones que el resto de los miembros inferiores del sindicato.

## **Fairness Opinion**

El CCP ha recomendado que el Asesor y el valorador sean entidades independientes, o que, en su caso, la valoración del Asesor sea sometida a una Fairness Opinion. Esto último no implica la realización de una nueva valoración sino que una entidad independiente emita su opinión sobre el informe ya realizado.

## **Flowback**

El flowback se refiere al flujo de venta de acciones en los primeros días tras una OPV. Para prevenir que se pueda producir de forma importante tras una OPV se intenta seleccionar a los inversores institucionales de mayor calidad. Esto último se mide, principalmente, a través de sus actuaciones anteriores.

## **Free float**

Su traducción al español puede ser la de "flotante". Se refiere al porcentaje de acciones que pueden ser negociado libremente en la bolsa de valores. Por tanto, si una compañía tiene sus acciones cotizando en una bolsa de valores su free float será el volumen total de acciones menos las participaciones que detentan los inversores con vocación de estabilidad en su accionariado. El free float de

# CCP

una empresa es importante a la hora de determinar la significatividad de los precios de las acciones que se negocian en el mercado bursátil. Cuanto mayor sea el porcentaje del capital disponible para la negociación (free float) más representativo será el precio de negociación de las acciones.

## **Golden Share**

La denominación “Golden Share” o “Acción de Oro” nace en el derecho inglés como consecuencia de los procesos de privatización llevados a cabo por Margaret Thatcher desde comienzos de los años 80. Posteriormente, este mecanismo ha sido adoptado, con algunas peculiaridades, en otros países como Francia (“Action Spécifique”). El mecanismo de la “Golden Share” se materializa en una acción (con un valor nominal concreto) propiedad del Estado y que le otorga ciertas facultades en la toma de decisiones de una determinada sociedad, como, por ejemplo, limitar la participación de capital de un accionista, tomar determinados acuerdos sociales que puedan ir a favor del interés público general o poner el veto a determinadas decisiones estratégicas. En el caso español se articuló mediante la Ley 5/95 de 15 de septiembre por el que se faculta que por medio de un Real Decreto pueda someterse determinadas decisiones de la empresa, o las adquisiciones directas o indirectas de un porcentaje del capital, a una autorización administrativa previa. Por tanto, en España se sustituye el mecanismo de la posesión de una acción especial por el mecanismo de una autorización administrativa.

## **Green Shoe**

El Greenshoe u opción de sobreadjudicación se refiere a una práctica que se viene llevando a cabo desde principios de siglo en EE.UU, donde se utilizó por primera vez en la colocación de acciones de la empresa Green Shoe de la que toma su nombre. Esta práctica implica que el sindicato de colocación de acciones venda en firme a los inversores un volumen de acciones superior al que



# CCP

compra al emisor. Para poder entregar ese volumen superior de títulos el sindicato tiene que tomar prestados en el mercado esas acciones. Para cubrir esta “posición corta” se requiere que el emisor “otorgue” al sindicato una opción (que suele durar un mes) por la cual debe vender acciones de la compañía al sindicato al mismo precio de la OPV. Si el valor de las acciones sube, el sindicato ejerce su opción greenshoe comprando acciones al emisor y devuelve las acciones que había tomado prestadas con anterioridad. Si el valor de las acciones baja el sindicato no ejerce la opción greenshoe (no compra acciones al emisor) pero debe comprar acciones en el mercado para devolver las acciones que había tomado prestadas con anterioridad. Esta operativa forma parte de las medidas de estabilización del valor que llevan a cabo los Coordinadores Globales para contrarrestar el "flowback".

## **Norma sobre Privatizaciones**

Tras la aprobación del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, los Agentes Gestores consensuaron unas normas básicas de actuación para la contratación de asesores así como para la selección de los compradores de las empresas, que respetara el espíritu de dicho Acuerdo. El documento "Norma sobre Privatizaciones" supone una referencia para la actuación de los Agentes Gestores.

## **Prima de éxito**

Es frecuente que en la propuesta económica que presentan los asesores financieros en una operación de privatización una parte o la totalidad de su remuneración sea variable, en función del precio de venta de la empresa u otra referencia similar. En estos casos, la parte variable de la remuneración del asesor toma el nombre de "prima de éxito".

# CCP

## **Sindicato de aseguramiento**

Debido a la importancia económica de una OPV, y a que normalmente se asegura por parte de los colocadores un precio mínimo de colocación de acciones, al menos en el tramo institucional, se constituye un sindicato de aseguramiento, que incorpora un número variable de entidades. De esta forma, el riesgo de la operación de aseguramiento es compartido entre ellas. En la constitución del sindicato se dan varios niveles de responsabilidad, existiendo normalmente, coordinadores globales, entidades directoras de tramo y entidades aseguradoras.

## **Tramo institucional y minorista**

En las OPVs pueden existir dos tipos de tramos en función de las características del inversor objetivo. Estos dos tramos son el institucional y el minorista. En la práctica española el tramo minorista está destinado a inversores de hasta 10 millones de pesetas. El tramo institucional está destinado a inversores cuyas peticiones son superiores a dicha cifra, entre ellos destacarían, fondos de inversión, empresas financieras y no financieras, grandes patrimonios, etc. En las privatizaciones españolas ha sido una práctica habitual incentivar al inversor minorista, mediante un descuento en el momento de la compra o bien un descuento diferido o un bono fidelidad en forma de acciones gratis al cabo de un periodo mínimo de tenencia de las acciones.

# CCP

## **ANEXO III:**

### **PUBLICACIONES RECIENTES RELACIONADAS CON LAS PRIVATIZACIONES**

El interés que la política de privatizaciones ha despertado en todo el mundo ha originado una amplia literatura tanto teórica como aplicada.

Por esta razón, en el actual Informe de Actividades se incorpora una sección que esperamos que sea de utilidad para todos aquellos que estén interesados en profundizar en el campo de las privatizaciones.

En este anexo se incluye una selección de las publicaciones, artículos y documentos de trabajo sobre privatizaciones que han aparecido a lo largo año 2000, con objeto de que pueda servir de guía. No se trata en absoluto de una relación exhaustiva sino que en ella se han recogido algunos de los trabajos de los que el Consejo ha tenido conocimiento, omitiéndose, por ejemplo, gran parte de los que se referían a privatizaciones en zonas geográficas concretas debido a su volumen.

Asimismo, en algunos casos se ha añadido un breve resumen sobre su contenido.

# CCP

## LIBROS

Birch, M., y Haar, J. (2000), *The Impact of Privatization in the Americas*, North-South Center Press at the University of Miami, Coral Gables, Florida.

Burke, R., y Cooper, C. (2000), *Organization in Crisis: Downsizing, Restructuring and Privatization.*, Blackwell Publisher.

Drakeford, M. (2000), *Privatisation and Social Policy*, Longman, London.

Emmons, W. (2000), *The Evolving Bargain: Strategic Implications of Deregulation and Privatization*, Harvard Business School Press.

Farazmand, A. (2000), *Privatization or Public Enterprise Reform? International Case Studies with Implications for Public Management (Contributions in Economics and Economic History)*, Greenwood Publication Group.

Feldstein, M. (2000), *Privatizing Social Security*, University of Chicago Press.

Gupta, A. (2000), *Beyond Privatization: A Global Perspective*, Macmillan, Basingstoke.

Harper, M., y Arroyo, J. (2000), *Public Services Through Private Enterprise: Micro-Privatisation for Improved Delivery*, Intermediate Technology, London.

Hernández, N., y López de Castro, L. (2000), *Privatizaciones, Liberalización Y Bienestar*, Comares, Granada.

Estudio dedicado al análisis de las privatizaciones españolas, así como el

# CCP

proceso de liberalización acometido en los sectores energético y de telecomunicaciones en los últimos cuatro años (1996-2000). La novedad de éste trabajo, con respecto a otros de similares características, es que analiza el impacto que dicho proceso privatizador ha tenido sobre el bienestar de los sectores afectados; y en concreto, sobre los consumidores, accionistas, trabajadores de la empresa privatizada y los propios contribuyentes.

Hodge, G. (2000), *Privatization: An International Review of Performance*, Westview Press, Colorado.

Johnson, R., y Walzer, N. (2000), *Local Government Innovation: Issues and Trends in Privatization and Managed Competition*, Greenwood Publishing Group.

Kagami, M., y Tsuji, M. (2000), *Privatization, Deregulation and Economic Efficiency: A Comparative Analysis of Asia, Europe and the Americas*, Edward Elgar, Cheltenham, UK; Northampton, Massachusetts.

Mahboobi, L., Nestor, S., Holder, S., Serra, P., Bogdan Salej, S., Dutz, M., Heimler, A., Conte Grand, M., y Haffner, R. C. G. (2000), *Privatisation, Competition and Regulation*, OCDE.

Milgrom, P. (2000), *Auction Theory for Privatization*, Cambridge University Press.

Miller, R. (2000), *Doing Business in Newly Privatized Markets*, Quorum Books.

Newberry, D. (2000), *Privatization, Restructuring and Regulation of Network Utilities*, MIT Press.

Parker, D. (2000), *Privatisation and Corporate Performance*, Edward Elgar.

Rosenbaum, E., Bonker, F., y Wagener, H. (2000), *Privatization, Corporate*

# CCP

*Governance and the Emergence of Markets*, Macmillan Press, Houndmills.

Savas, E. (2000), *Privatization and Public-Private Partnerships* (2<sup>a</sup> ed.), Chatham House Publishing.

Sclar, E. (2000), *You Don't Always Get What You Pay for: The Economics of Privatization*, Cornell University Press, Ithaca.

Trivedi, P. (2000), *How to Implement Privatization Transactions: A Manual for Practitioners*, Rutledge Books Inc., Connecticut.

Vaillancourt Roseanau, P. (2000), *Public-Private Policy Partnerships*, Mit Pr.

Wright, V., y Perrotti, L. (2000), *Privatization y Public Policy*, Edward Elgar.

# CCP

## PUBLICACIONES PERIÓDICAS

Fumagalli, G. (2000), *International Privatisation Review 2000/2001*, Euromoney Institutional Investor.

Gámir, L. e. a. (1999)<sup>1</sup>, La privatización de empresas. *Revista de Economía Industrial*, 328.

Monográfico de la Revista de Economía Industrial, dedicado a las privatizaciones, dentro del cual se incluyen los artículos del anterior Mº de Industria y Energía y del presidente de la SEPI, que hacen balance del Programa de Privatizaciones desarrollado en la anterior legislatura; así como de diversos miembros del Consejo Consultivo de Privatizaciones, y de otros profesionales ajenos al mismo, que analizan, desde el punto de vista teórico y práctico, la experiencia privatizadora en España, y en el ámbito internacional.

---

<sup>1</sup> El número de la Revista de Economía Industrial, “La Privatización de Empresas”, se incluye en ésta selección de publicaciones puesto que, aunque tiene fecha del último número de 1999, su publicación tuvo lugar en el año 2000.

# CCP

## ARTÍCULOS EN REVISTAS Y CAPÍTULOS DE LIBROS

Alejo, E. (2000), "Ecuador: La larga marcha hacia las privatizaciones". En *Lecturas de Economía Aplicada: Referencias a algunas transformaciones derivadas de la Nueva Economía*. (pp. 109-130), IT&FI, Madrid.

La década de los 80 y principios de los 90, contemplaron en la mayoría de los países latinoamericanos, el auge de la desregulación y privatización de la intervención estatal. Pero en todo ese proceso, Ecuador ha sido la excepción a la regla. En el artículo se analiza el modelo de desarrollo de dicho país, las dificultades encontradas para la privatización y modernización del Estado y las razones por las que, todavía hoy, la mayoría de las empresas estatales siguen sin privatizarse

Alvarez, S. (2000, Abril), "Las privatizaciones españolas mediante oferta pública inicial", *Actualidad Financiera*, 5: 17-30.

Avishur, A. (2000, Mayo), "A Positive Theory of Privatization", *Journal of Applied Economics*, 3(1), 1-55.

Bel i Queralt, G., y Costas, A. (2000a). La privatización y sus motivaciones en España: de instrumento a política. *Revista de Historia Industrial* 17/18.

En este trabajo se analizan las motivaciones de las privatizaciones de los sucesivos gobiernos españoles, siguiendo el método empleado por Vickers y Yarrow (1991) en su análisis del proceso de privatización británico. Mediante el estudio de los cambios que se producen en el ritmo y en la graduación de objetivos en el proceso de privatización en España, se establece una periodificación de sus distintas etapas. La otra aportación del trabajo es la identificación de los objetivos y motivaciones explícitas señalados por los responsables políticos de las privatizaciones Para ello se utiliza documentación



# CCP

parlamentaria, muy poco usada en los estudios de políticas públicas en España. Los objetivos declarados se contrastan con lo que se desprende efectivamente de las operaciones llevadas a cabo, el modo de realizarlas, y su vinculación con otras secuencias del proceso de reforma económica. El contraste permite identificar la coherencia de los objetivos declarados y la política efectivamente aplicada.

Bel i Queralt, G., y Costas, A. (2000b). Privatización, competencia y consumidores: una nueva agenda de reformas para la postprivatización. *Economistas*, 84, 329-335.

Bennett, J., y Maw, J. (2000, Marzo), "Privatisation and Market Structure in a Transition Economy", *Journal of Public Economics*, 77, 357-382.

Betancor, O., y Trujillo, L. (2000, Marzo). Privatizaciones de infraestructuras: puertos y aeropuertos. *Economistas*, 18, 351-356.

Cuervo, A., y Villalonga, B. (1999). Privatización y eficiencia empresarial: hacia un modelo explicativo a nivel de empresa. *Revista de Economía Industrial*, 328, 29-42.

Los autores explican las desviaciones observadas en la práctica en el comportamiento de la empresa a través de un modelo teórico que analiza los cambios estratégicos y organizativos que provoca la privatización, y que ayudan a entender como funciona realmente la privatización a nivel de empresa y a explicar la mejora de eficiencia en la misma.

Durá, P. (1999). Sistemas concurrenciales y privatización: algunas reflexiones teóricas y aplicables en España. *Revista de Economía Industrial*, 328, 95-114.

En éste trabajo se utiliza la Teoría de Juegos aplicada a la venta de empresas públicas para intentar ofrecer un apoyo teórico a algunas de las recomendaciones realizadas por organismos como el Consejo Consultivo de Privatizaciones o el Banco Mundial en relación con determinados aspectos de las privatizaciones, como el diseño de mecanismos para asignar acciones en los tramos minoristas de

# CCP

las OPVs o en relación con el número de entidades financieras convocadas en los concursos para elegir asesores.

Durá, P. (2000), "Teoría de subastas y privatizaciones". En *Lecturas de Economía Aplicada: Referencias a algunas transformaciones derivadas de la Nueva Economía*. (pp. 67-108), IT&FI, Madrid.

En la práctica de las privatizaciones se observa que, en ocasiones, con posterioridad a la presentación de las ofertas por parte de los candidatos, se recurre a una fase de renegociación con el ganador. Sin embargo, de acuerdo con la teoría de subastas, los distemas óptimos de venta se alejan de dicha práctica. En éste trabajo se presentan y adaptan algunos de los desarrollos teóricos que podrían explicar esta divergencia.

Ferreras, P. (1999). Situación actual y futura de la industria pública. *Revista de Economía Industrial*, 328, 19-27.

El artículo analiza distintos aspectos de la aplicación y resultados del Programa de Modernización del sector público, entre los que destacan los principios y controles que se han establecido así como las distintas fases por las que han ido pasando las empresas públicas: saneamiento, consolidación y privatización.

Francois, P. (2000, Marzo), "Public Service Motivation As an Argument for Government Provision.", *Journal of Public Economics*, 78, 275-299.

Gámir, L. (1999). Análisis de las OPVs de empresas públicas en España. *Revista de Economía Industrial*, 328, 115-130.

Las OPV han sido en los últimos cuatro años, el principal sistema de privatización de empresas públicas en España debido al volumen de ingresos generados y al elevado número de participantes. El actual Programa de Privatizaciones ha supuesto diferencias con respecto a la política anteriormente llevada a cabo también en el ámbito de las OPVs. En el artículo se analizan los precios de venta de las acciones en poder del Estado, el comportamiento posterior de dichos títulos con relación al mercado y la evolución de los

# CCP

diferentes costes de las OPVs.

Gámir, L. (2000), "Política de Privatizaciones". En *Política Económica de España* (7ª ed.), (pp. 365-398), Alianza Editorial, Madrid.

En los últimos años las privatizaciones han adquirido una gran importancia en la política española. En el artículo se describe el marco normativo y las privatizaciones llevadas a cabo en España desde 1984 hasta junio de 1996, así como el marco legal y el desarrollo del Programa de Privatizaciones, aprobado en junio de 1996, así como sus características más importantes.

García Echeverría, S. (1999). Contribución de las privatizaciones a una nueva dinámica económica y empresarial. *Revista de Economía Industrial*, 328, 43-51.

La privatización de la empresa constituye uno de los procesos de transformación más complejos en el que su éxito depende de la integración de la misma en la nueva dinámica económica y social. No se puede garantizar dicho éxito si no se desregulan los mercados y se intensifica la competencia, lo que se ve favorecido por la creciente globalidad de la economía actual.

Izquierdo Llanes, G., y Herrero Batalla, T. (1999). La privatización como política de oferta: un marco conceptual. *Revista de Economía Industrial*, 328, 85-94.

En un entorno de creciente globalización, las políticas de oferta basadas en la privatización y la reforma del marco regulador se convierten en instrumento de primer orden en el diseño de la política económica con el fin de mejorar la eficiencia y el bienestar social, al permitir garantizar las condiciones de competencia efectiva en el mercado.

Mahboobi, L. (2000, Junio), "Recent Privatisation Trends", *Financial Market Trends*, 76, 43-64.

El artículo, incluido dentro de la publicación trimestral de la OCDE "Financial Market Trends", analiza la actividad privatizadora desarrollada a lo largo de

# CCP

1999 en los países que forman parte de dicho área.

Makler, H. (2000), "Bank Transformation and Privatization in Brazil Financial Federalism and Some Lessons About Bank Privatization", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 40, 45-69.

Martínez Lafuente, A. (1999). La interpretación jurisdiccional del proceso privatizador. Notas sobre la sentencia del tribunal supremo de 14 de octubre de 1999. *Revista de Economía Industrial*, 328, 77-84.

La Sentencia del Tribunal Supremo se ocupa, entre otras cuestiones, de la facultad del Consejo de Ministros para decidir la privatización de empresas públicas sin necesidad de una ley de privatizaciones así como de determinadas cuestiones relativas a la aplicación de la ley que regula las "acciones doradas"

Maskin, E. (2000, Mayo), "Auctions, Development and Privatization: Efficient Auctions with Liquidity-Constrained Buyers.", *European Economic Review*, 667 - 681.

Melle Hernandez, M. (2000, Octubre). Las privatizaciones en España: objetivos y algunos efectos. *Cuadernos de Información Económica*, 77-87.

Menéndez Blanco, J. M., y Montes Botella, J. L. (2000, Junio). Privatización y reestructuración empresarial en las economías de Europa Central y del Este. Una década de transformaciones estructurales. *ICE*, 22, 31-41.

Morand, P., y At, C. (2000), "The Choice of the Voting Structure for Privatizing a Company.", *Economics Letters*, 68, 287-292.

Pemberton, J. (2000, Octubre). National and international privatisation of pensions. *European Economic Review*, 44, 1873-1896.

# CCP

Piqué, J. (1999). Algunas reflexiones acerca del proceso de privatización del sector público empresarial. *Revista de Economía Industrial*, 328, 15-18.

El anterior Ministro de Industria y Energía reflexiona sobre la importancia de las privatizaciones como instrumento para lograr el fortalecimiento de las empresas, destacando al mismo tiempo, los efectos de la política de privatizaciones llevada a cabo en España, para lograr la modernización, saneamiento y consolidación de las empresas afectadas por dicha política para que puedan competir en mercados competitivos.

Ramos, R., y Pampillón, R. (1999). La privatización de los ferrocarriles en Gran Bretaña. *Revista de Economía Industrial*, 328, 53-62.

La experiencia británica constituye un buen referente para analizar los éxitos y los errores del proceso de privatización de los ferrocarriles, la cual supuso la separación de la explotación de la infraestructura y del resto de los servicios.

Requeijo, J. (1999). Privatizaciones de empresas públicas y convergencia real. *Revista de Economía Industrial*, 328, 71-76.

Uno de los objetivos de la economía española es lograr la convergencia real con la Unión Europea. Alcanzar dicho objetivo sin privatizar las empresas públicas sería, en opinión del autor, un logro difícil, ya que existen razones justificadas por las que se limitaría la capacidad de competencia de dichas empresas y por tanto, la captación de mercados, palancas básicas para la convergencia real.

Ribas, E. (1999). Análisis del valor de las empresas privatizadas. *Revista de Economía Industrial*, 328, 63-69.

El artículo recopila las principales recomendaciones del Consejo Consultivo de Privatizaciones sobre las valoraciones de las empresas que se privatizan, evaluando al mismo tiempo, los informes de valoración de las privatizaciones realizadas desde junio de 1996.

# CCP

- Roland G., y Sekkat, K. (2000, Octubre). Managerial career concerns, privatization and restructuring in transition economies. *European Economic Review*, 44, 1857-1872.
- Sanchis, A. (2000). Does privatization remove restrictive working practices? Evidence from UK establishments. *Applied Economics*, 32, 1793-1800.
- Schmidt, K. (2000, Febrero). The political economy of mass privatization and the risk of expropriation. *European Economic Review*, 44, 393-421.
- Villalonga, B. (2000b), "Privatization and Efficiency: Differentiating Ownership Effects From Political, Organizational, and Dynamic Effects.", *Journal of Economic Behavior & Organization*, 42, 43-74.

# CCP

## DOCUMENTOS DE TRABAJO Y TESIS DOCTORALES

Barnett, S. (2000, Julio). *Evidence on the Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization* ( No. 130). Washington: FMI, .

Bortolotti, B., Fantini, M., y Scarpa, C. (2000, Abril). *Why Do Governments Sell Privatised Companies Abroad?* ( No. 23). Italy: Fondazione Eni Enrico Mattei.

Davis, J. (2000). *Fiscal and Macroeconomic Impact of Privatization* ( No. 194). Washington: FMI.

Her Majesty's Treasury. (2000). *Privatisation: Sharing the UK Experience*. London: Her Majesty's Treasury.

Meggison, W. L. (2000). *Appendix Detailing Share Issue Privatization Offerings, 1961-2000*.

Meggison, W. L., y Boutchkova, M. K. (2000, Junio). *The Impact of Privatization on Capital Market Development and Individual Share Ownership*, Finance Journal.

Meggison, W. L., D' Souza, J., Bortolotti, B., y Fantini, M. (2000, Marzo). *Sources of Performance Improvement in Privatized Firms: A Clinical Study of the Global Telecommunications Industry* .

Meggison, W. L., D' Souza, J., y Nash, R. C. (2000, Marzo). *Determinants of Performance Improvements in Privatized Firms: The Role of Restructuring*.

# CCP

Meggison, W. L., Nash, R. C., Netter, J. M., y Poulsen, A. B. (2000, Julio). *The Choice of Private Versus Public Capital Markets: Evidence From Privatization*, Finance Journal.

Sheshinski, E., y López-Calva, L. (2000). *Privatization and Its Benefits: Theory and Evidence* ( No. 4). México: Colegio de México: Centro de estudios económicos.

Shirley, M., y Walsh, P. (2000, Agosto). *Public Versus Private Ownership: The Current State of the Debate* ( No. 2420).World Bank.

Trujillo, L., Quinet, E., y Estache, A. (2000, Septiembre). *Forecasting the Demand for Privatized Transport: What Economic Regulators Should Know and Why* ( No. 2446). Washington: World Bank.

Villalonga, B. (2000). *Privatización y eficiencia en España: Un análisis empírico y un modelo teórico a nivel de empresa*. Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid.

La autora analiza desde el punto de vista empírico, y para el caso español, los efectos de las privatizaciones sobre la eficiencia empresarial y las razones que justifican los posibles cambios en dicho nivel de eficiencia de las empresas públicas como consecuencia de la privatización. De éste trabajo merece destacarse, tanto el análisis econométrico desarrollado sobre una muestra de veinticuatro empresas españolas privatizadas entre 1985 y 1993, como la innovación introducida con el planteamiento de un modelo teórico en el que se incluyen los principales cambios tanto estratégicos como organizativos a que da lugar la privatización dentro de la propia empresa