

Informe de Actividades

2002

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO I	Introducción	3
CAPÍTULO II	Las privatizaciones de empresas del sector público empresarial del Estado en 2002	6
	1.Evolución del programa de privatizaciones en 2002.	7
	2.Los índices CCP.	12
CAPÍTULO III	Operaciones dictaminadas por el CCP en 2002 y principales recomendaciones realizadas	17
	1.Operaciones dictaminadas por el CCP en 2002.	18
	2.Principales recomendaciones del CCP durante 2002.	21
ANEXO I:	Recopilación de las recomendaciones del CCP desde su inicio	27
	1. Introducción	28
	2. Recomendaciones sobre la selección de asesores	28
	3. Recomendaciones sobre OPVs	36
	4. Recomendaciones sobre no OPVs	44
	5.Análisis del cumplimiento de las recomendaciones del CCP	60
ANEXO II:	Operaciones informadas en 2002	67
	Privatización de Coosur/Olcesa	68
	Privatización de Trasmediterránea	80
	Privatización de Química del Estroncio	92
	Privatización de 8 fincas de Expasa	100

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

Este Informe recoge en sus capítulos I, II, y en su anexo II lo acontecido durante el año 2002 en relación con las privatizaciones de empresas del Estado y la actividad del CCP durante dicho año. Asimismo, en el Anexo I se incluye, en su primera parte, una recopilación amplia y sistemática de las recomendaciones realizadas por el CCP a lo largo de sus seis años de existencia. Es la primera vez que se realiza este trabajo, que se complementa con lo que aparece en la segunda parte de este anexo: la aplicación de las recomendaciones del Consejo. Recomendaciones que a lo largo del periodo analizado se han cumplido en grado cada vez más elevado.

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.

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO

Durante 2002 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 2001.

En la actualidad los miembros del Consejo son los siguientes:

PRESIDENTE

D. Luis Gámir Casares

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

CONSEJEROS

D. Álvaro Cuervo García

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

D. Rafael Pampillón Olmedo

(Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad San Pablo)

D. Santiago García Echevarría

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

D. Javier García de Enterría

(Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Jaén)

D. Enric Ribas Mirangels

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

D. Jaime Requeijo González

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

D. Juan Ramón Cuadrado Roura

(Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Alcalá)

D. Antonio Martínez Lafuente

(Abogado del Estado)

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

CAPÍTULO II

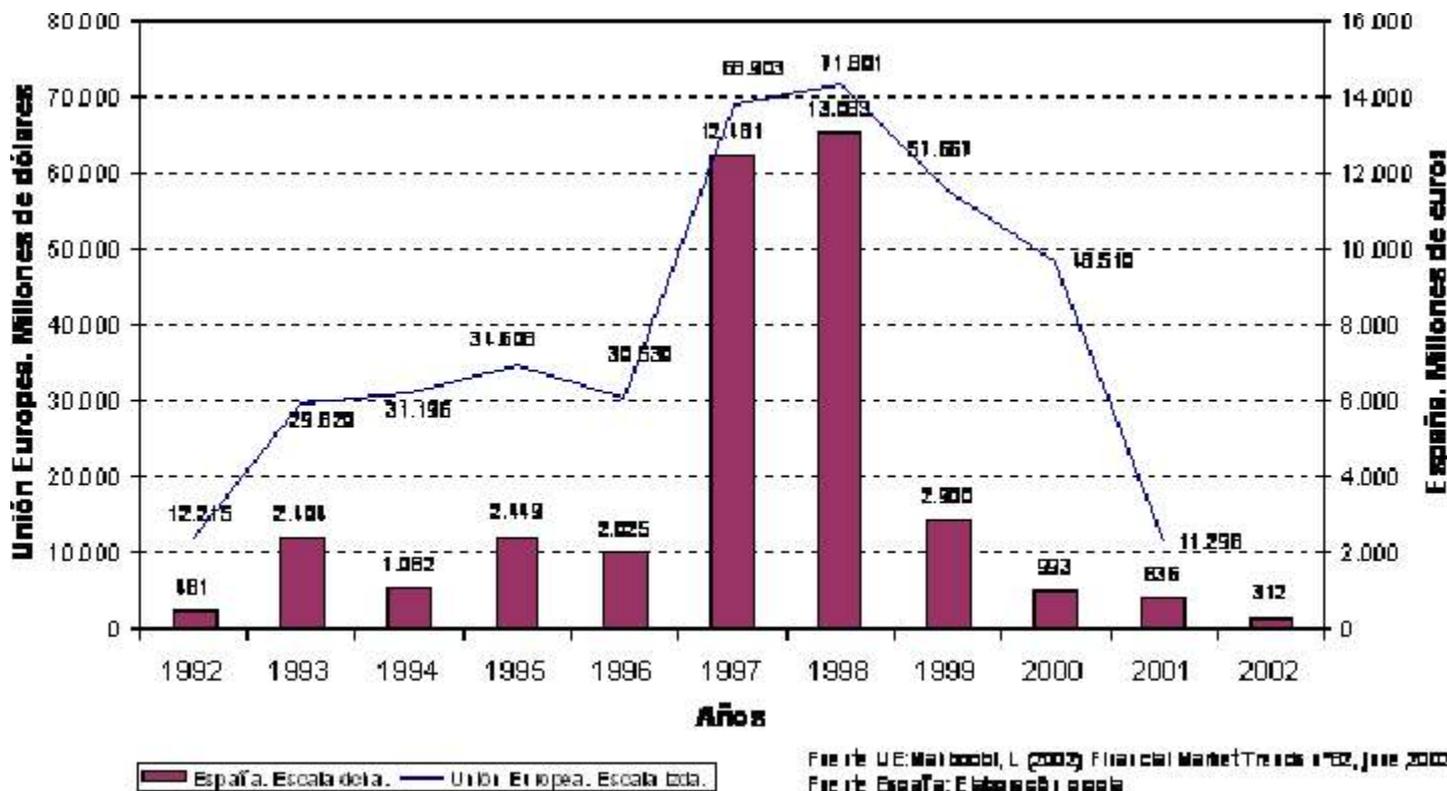
LAS PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS DEL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL DEL ESTADO EN 2002

1. EVOLUCIÓN DEL PROGRAMA DE PRIVATIZACIONES EN 2002

En el año 2002, al que se refiere este Informe de Actividades, todas las operaciones han sido llevadas a cabo por un único Agente Gestor SEPI, en el que se han ido integrando los otros Agentes Gestores inicialmente contemplados en el citado Acuerdo del Consejo de Ministros (AIE y SEPPa).

La actividad privatizadora durante 2002 ha incluido cuatro operaciones, correspondientes a la privatización de cinco empresas. Los ingresos obtenidos por SEPI han totalizado 311,67 millones de euros (véase Gráfico II.1). Esta cifra no incluye los posibles ingresos a obtener por SEPI por el sistema de venta a término elegido en la privatización de Química del Estroncio, en la que la determinación del precio de venta del 49% del capital se realizará en función del valor patrimonial de la empresa al cierre del año 2003 (tan sólo se han tenido en cuenta en el año 2002 los ingresos por la venta del 2% del capital, equivalentes a 409.000 euros). Un detalle de las operaciones desarrolladas durante el año 2002 se incluye en la Tabla II.1., al final de este apartado II-1.

Gráfico II.1 Volumen de ingresos por privatizaciones en España y en la UE



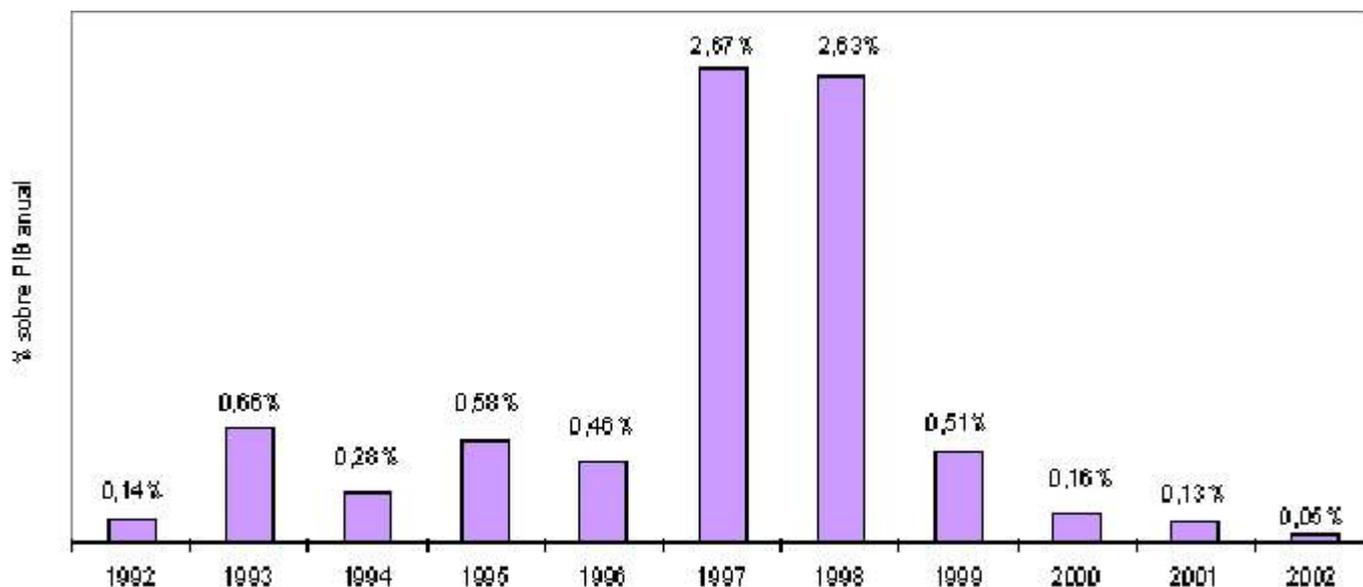
Como se puede apreciar en el Gráfico II.1 se produce una cierta relación entre la actividad privatizadora en España y en la Unión Europea. Así, los dos años de mayor actividad corresponde con los años 1997 y 1998. Posteriormente los ingresos por privatizaciones se reducen tanto en la Unión Europea como en España. Entre los factores

que podrían haber contribuido a la reducción de ingresos en la Unión Europea se encuentra la negativa evolución de los mercados de valores que no sólo ha afectado al volumen de las OPVs públicas sino también a las OPVs de empresas de propiedad privada.

Durante 2002 no se ha registrado ninguna operación por medio de OPV y como consecuencia no se incluye en este apartado la actualización de las series y los gráficos relativos a este tipo de operaciones (que pueden consultarse en el Informe de Actividades del CCP correspondiente al año 2001).

Los ingresos registrados durante el año 2002 equivalen a un 0,05% del PIB (véase Gráfico II.2). A lo largo del actual Programa de Privatizaciones los ingresos por privatizaciones ascienden a alrededor de 29.700 millones de euros, lo que supone una media del 0,9% del PIB.

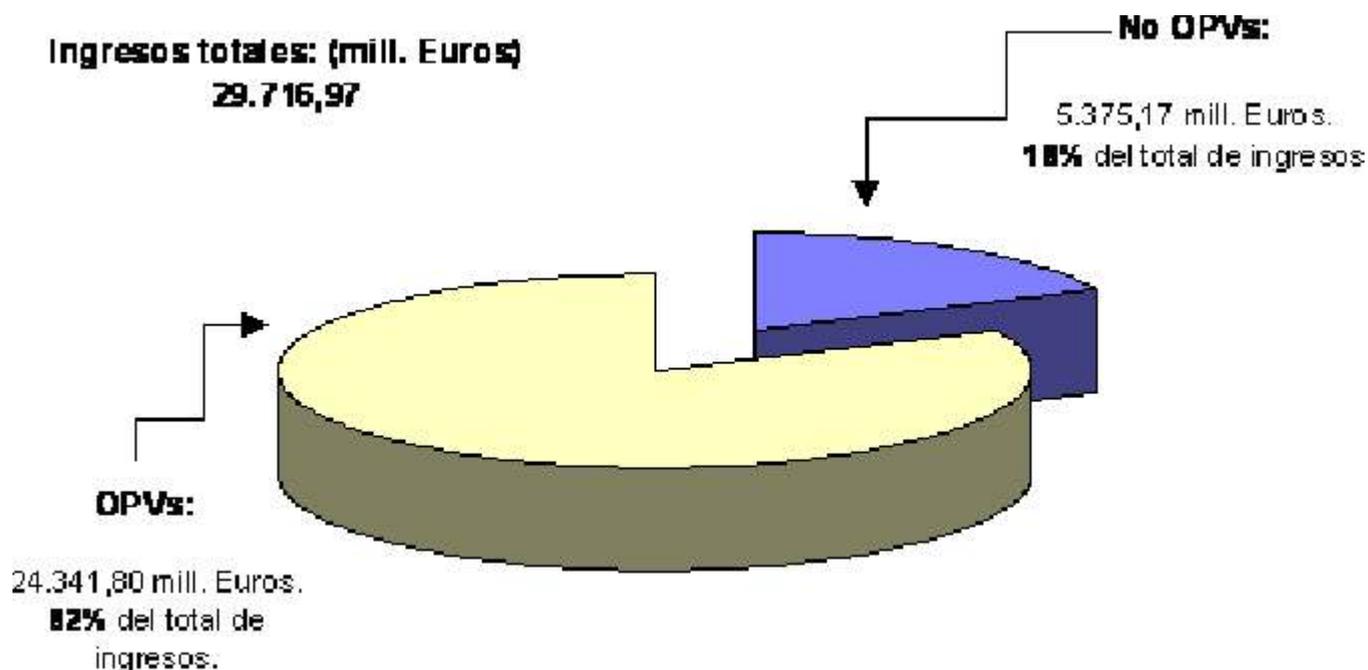
Gráfico II.2. Volumen de ingresos por privatizaciones con relación al PIB anual.



Nota: desde 1992 hasta 1996 se han incluido los ingresos a través de OPV. A partir de 1997 se incluye el importe total de las privatizaciones

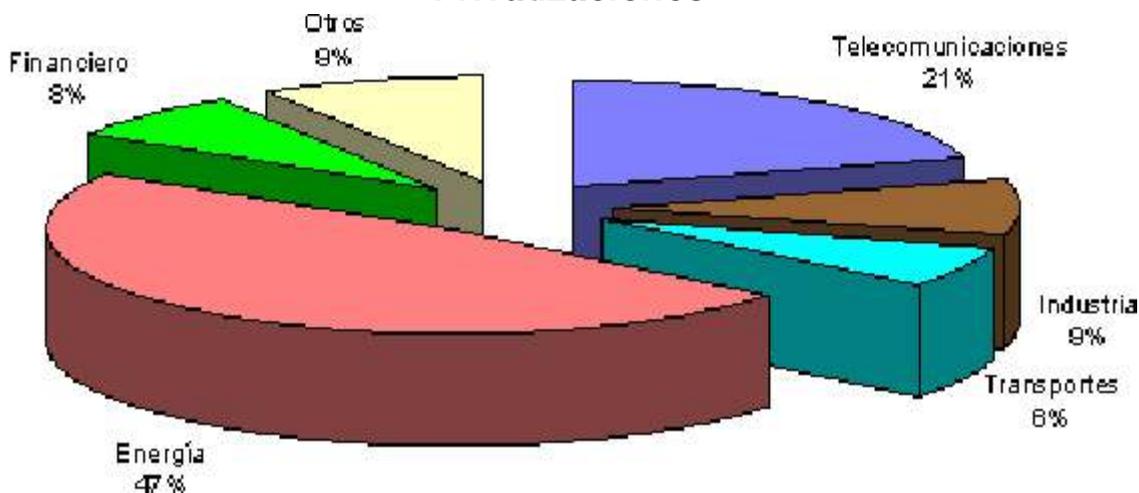
El número total de empresas privatizadas durante el transcurso del actual Programa de Privatizaciones asciende a 47, en un total de 55 operaciones diferentes de venta (algunas empresas han requerido varias operaciones, o se han empleado métodos diferentes para la venta de paquetes de acciones de una misma empresa). De estas operaciones 13 han sido OPVs (10 que combinaban tramos institucionales y minoristas y 3 únicamente utilizaban tramos institucionales) y 42 han utilizado otros métodos diferentes a las OPVs. Así, los ingresos por OPV ascienden a 24.341 millones de euros, un 82% del total, frente a los 5.375 millones ingresados mediante operaciones distintas a OPVs, es decir, un 18% del total (véase Gráfico II.3.)

Gráfico II.3. Volumen de ingresos por OPV frente a otros métodos de privatización durante el actual Programa de Privatizaciones (1996-2002)



Por sectores, en términos de ingresos, el energético (en el que se incluyen las empresas de gas, electricidad y petróleo) ha supuesto casi la mitad de los ingresos totales (47%), las empresas de telecomunicaciones un 21%, la industria un 9% (entre las que se encuentran Aceralia, Inespal, Ence...), el sector financiero el 8%, las empresas de transporte un 6% (Iberia, Enatcar, Trasmediterránea,...) y el resto de sectores (en los que se incluirían importantes privatizaciones como la de Tabacalera, Aldeasa, Indra y otras de menor tamaño como las fincas de Expasa) un 9% (véase Gráfico II.4).

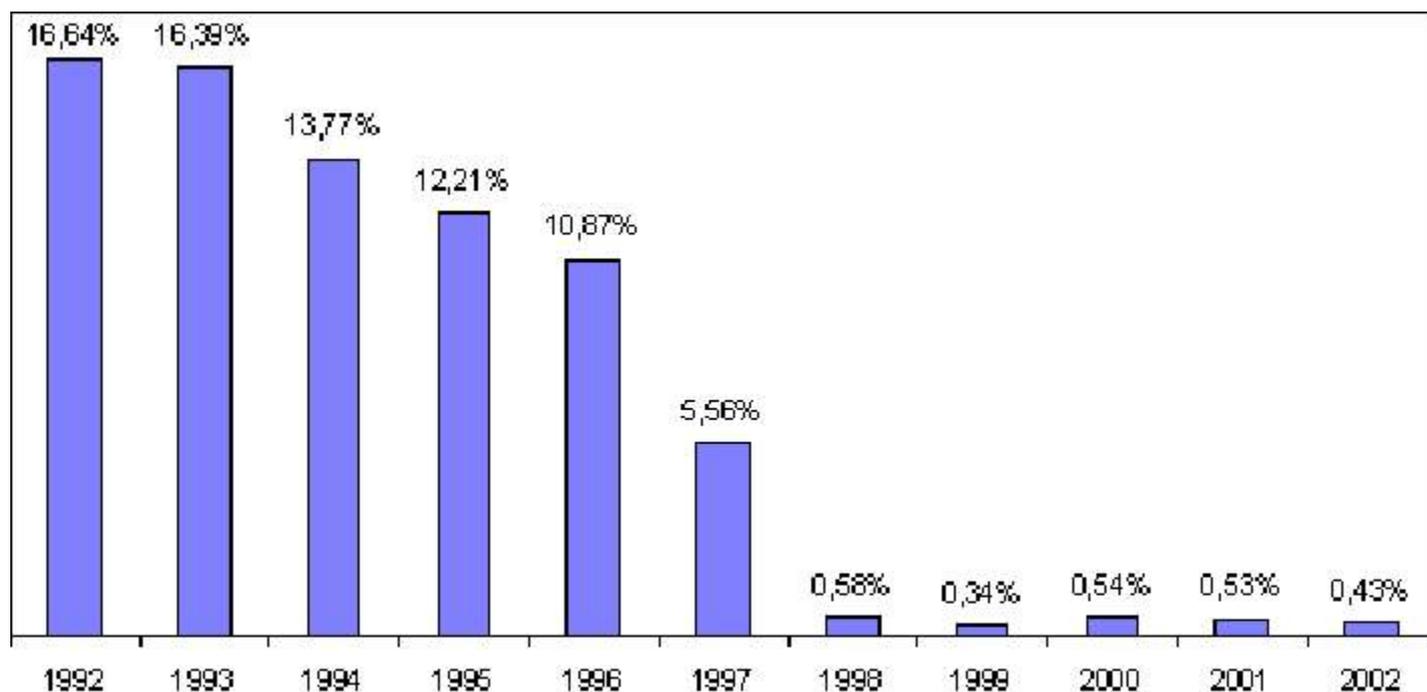
Gráfico II.4. Privatizaciones en España por sectores en el actual Programa de Privatizaciones



La intensa actividad privatizadora desarrollada ha permitido reducir, de manera significativa, la participación del Estado en acciones de empresas cotizadas. Así, a

finales del año 1992 se estima que el Estado poseía participación en empresas cotizadas en un porcentaje del 16,6% de la capitalización total de la bolsa. Esta participación se ha ido reduciendo progresivamente (pero con especial intensidad en los años 1997 y 1998) hasta situarse alrededor del 0,48% de la capitalización de la Bolsa en el año 2002 (véase el Gráfico II.5)

Gráfico II.5. Porcentaje de participación del Estado en el mercado bursátil.



Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia

Tabla II.1. Empresas Privatizadas durante el 2002

EMPRESA	AGENTE GESTOR	MÉTODO	FECHA (1)	PORCENTAJE	INGRESOS	ASESORES	COMPRADORES	COMENTARIOS
COOSUR/OLCE SA	SEPI	Concurso	Jul-02	89,365 % Coosur 100% Olcesa	7,007 M. €	Asesor: Rothschild Valoradores: Price Waterhouse Coopers y GBS Finanzas	Consorcio Jaén Oliva, integrado por Aceites del Sur (80%), Caja Rural de Jaén (10%) y Jaén Coop. (10%),	Se insertaron anuncios en diversos medios de prensa de forma periódica para invitar a potenciales candidatos. Hubo ocho ofertas no vinculantes, y finalmente fueron presentadas cuatro ofertas vinculantes.
TRASMEDITE-RRANEA	SEPI	Concurso	Dic-02	94,24%	258,9 M. €	Asesor: Santander Central Hispano Investment (posteriormente J.P. Morgan- Chase) Valorador: GBS Finanzas	Acciona, S.A. (55%); Compañía de Remolcadores Ibaizabal (10%); CAM (15%); Agrupación Hotelera Doliga (9,6%); Suministros Ibiza (2,4%) y; Naviera Armas (8%)	Se contactó de forma directa con 108 potenciales interesados en la adquisición, de los que 51 firmaron el Acuerdo de Confidencialidad. Se recibieron 10 ofertas no vinculantes y más tarde 6 ofertas vinculantes. El comprador se obligaba a realizar una OPA por el 100% del capital de la empresa (un pequeño porcentaje del capital se negociaba en el mercado bursátil).
QUÍMICA DEL ESTRONCIO (Qsr)	SEPI	Concurso. Venta a término	Nov-02	51%	A determinar en el momento de la venta a término	Asesor: Banesto	Fertiberia	Se diseñó un procedimiento concursal abierto al que se invitó a 36 potenciales compradores. 6 de estas compañías mostraron un interés inicial en la empresa. Finalmente fue recibida una única oferta no vinculante y más tarde una oferta vinculante. Se da la circunstancia de que el comprador y accionista con un 49% del capital disponía de un derecho de adquisición preferente sobre el 51% del capital en poder de SEPI.
8 FINCAS RUSTICAS DE EXPASA	SEPI	Subasta	Acuerdo Consejo Ministros: Jul-01 Firma escrituras de compraventa: Dic-02	--	45,35 M. €	Asesor: Proasset Valorador (actualización): Tasaciones Hipotecarias	El Jardín de Almayate S.A.(6 fincas), Tikalo S.L. (1 finca) y Urbial S.L. (1 finca)	Se realizó una subasta con convocatoria universal, exigiendo unos requisitos mínimos de solvencia económica y de obligaciones fiscales y laborales. Se anunció la convocatoria mediante diversos anuncios en prensa y en la página web de SEPI. Fueron repartidos 9.000 folletos informativos y 3.915 cuadernos de venta. Se realizaron 36 ofertas de compra. El precio final alcanzó un 48% del precio de salida de las fincas en la subasta.

2. LOS ÍNDICES CCP DE PRIVATIZACIONES

En el año 2002 se ha continuado con la elaboración de los *Índices CCP* de privatizaciones, a través de los cuales el Consejo ha tratado de analizar, desde el inicio del actual Programa de Privatizaciones, la evolución que han seguido en el mercado de valores los títulos de las acciones privatizadas mediante OPV. Aunque inicialmente estos indicadores surgieron como índices de privatizaciones propiamente dichos, posteriormente han ido cambiando su naturaleza para convertirse en indicadores de rentabilidad a medio/largo plazo de una cartera de valores integrada por los 12 valores de empresas privatizadas desde junio de 1996. El hecho de que las mayores privatizaciones a través de OPVs se desarrollaran en los años 1997 y 1998, unido a que no se prevea ejecutar en el futuro cercano nuevas colocaciones de empresas públicas por este método, ha influido en ese cambio de naturaleza.

En cualquier caso, los índices CCP permiten comparar la evolución de los títulos privatizados con el mercado de valores, a través, por ejemplo, del Ibex-35 o el índice de fondos de renta variable española, reduciendo la influencia de las particularidades que afectan a los resultados y la evolución de cada uno de estos títulos en el mercado.

La cartera de valores sobre la cual se han construido estos índices está formada por las 13 OPVs de empresas públicas desarrolladas desde junio de 1996, fecha de la aprobación del actual Programa de Privatizaciones en España. La primera de dichas operaciones fue la de Gas Natural, ejecutada en diciembre de 1996, y la más reciente la de Ence en julio de 2001. A partir de un capital de 6.010€, que en inicio se invierte en un único valor (Gas Natural), posteriormente la composición de la cartera irá variando con la incorporación de nuevos títulos a medida que se van desarrollando las nuevas operaciones.

La diferencia entre los dos índices de privatizaciones radica, precisamente, en la composición de la cartera. Mientras que en los denominados Índices CCP se atribuye el mismo peso a todos los títulos, en los Índices CCP-ponderados la inversión en cada uno de los títulos será proporcional al volumen de la OPV, es decir, a los ingresos brutos de cada una de las operaciones, lo cual se aproximaría en mayor medida a la realidad.

Adicionalmente, dentro de cada uno de los indicadores, se considera adecuado diferenciar entre los inversores minoristas (ahorradores particulares) que habitualmente se ven beneficiados en mayor medida de los descuentos en el precio de colocación, así como por los descuentos diferidos o los bonos de fidelidad previstos en los folletos de la oferta, y los inversores de carácter institucional. Entre estos últimos se situarían los bancos, las grandes empresas, los fondos de inversión, las compañías de seguros, etc.

En la Tabla.II.2 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 (fondos R.V.), utilizados ambos como índices de referencia del mercado de valores español, hasta el 31 de diciembre de 2002.

Para una explicación más amplia de la metodología utilizada en la elaboración de estos índices, así como de las posibles ventajas y limitaciones de los mismos, ver lo dicho en los Informes de Actividades del CCP de años anteriores, disponibles en la página web del CCP (www.ccp.es).

Índice de fondos de inversión de renta variable española publicado mensualmente por el diario Expansión.

Tabla.II.2 Rentabilidad de los índices de privatizaciones frente al mercado

Fecha	Ibex-35	Fondos R.V	CCP1 (instituc.)	CCP2 (minorista)	CCP1-pond (instituc.)	CCP2-pond (minosrista)
Dic-97	54,3%	42,5%	37,7%	43,0%	53,3%	62,1%
Dic-98	43,1%	39,4%	42,5%	47,5%	51,3%	58,4%
Dic-99	34,5%	35,4%	31,2%	35,7%	36,8%	41,1%
Dic-00	17,7%	19,9%	22,2%	24,3%	24,0%	27,0%
Dic-01	12,1%	13,8%	18,1%	19,8%	19,0%	21,5%
Dic-02	4,2%	6,7%	12,3%	13,8%	10,5%	12,9%

Los resultados de dicha tabla ponen de manifiesto los fuertes descensos experimentados por la bolsa española desde el año 2000, que se han visto acentuados en mayor medida en el 2002, como consecuencia de la evolución del ciclo económico y del ajuste de los mercados. Así, mientras que a finales de 1999 la rentabilidad acumulada por el Ibex-35, en términos anualizados alcanzaba el 34,5%, dicha cifra se ha visto reducida hasta el 4,2% al cierre de 2002.

Gráfico II.6. Evolución de los índices CCP1 y CCP1-ponderado frente al Ibex-35 (inversor institucional)

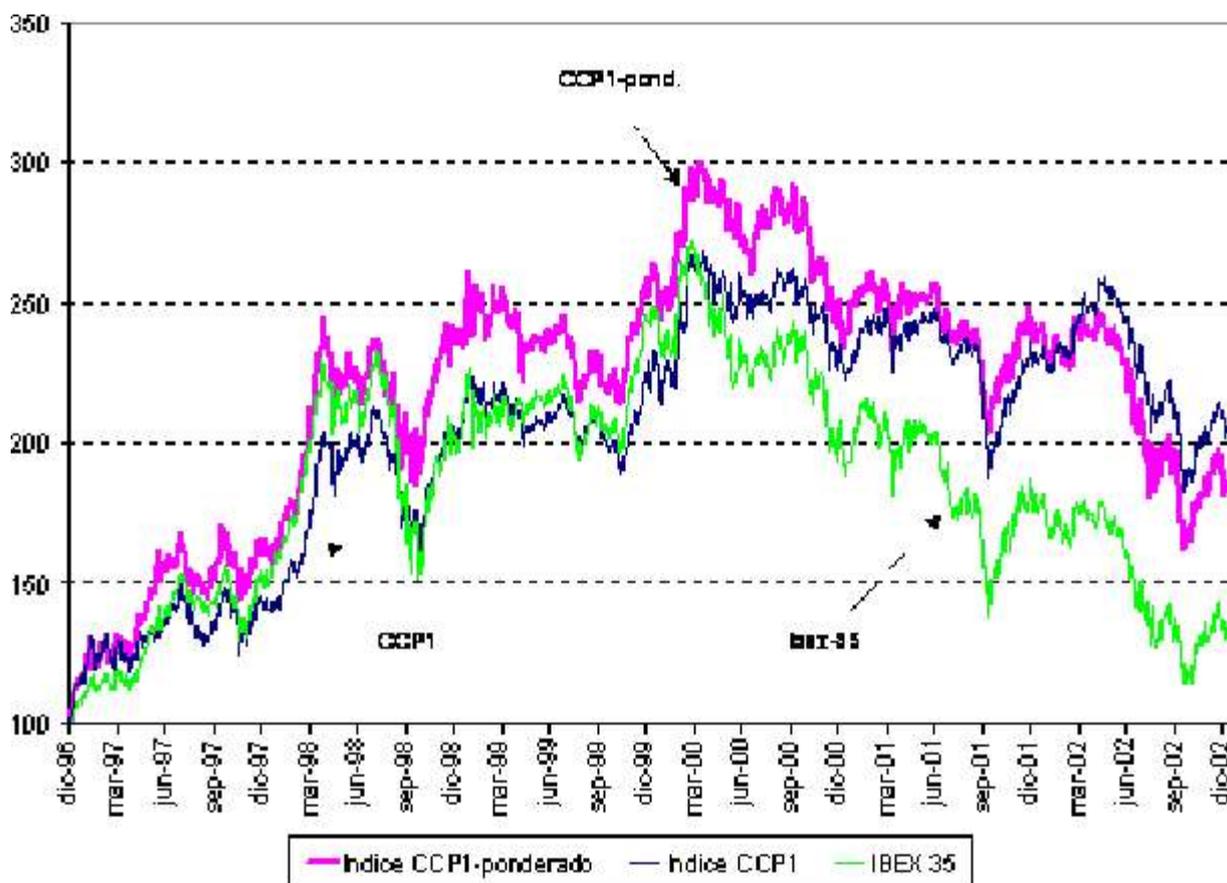
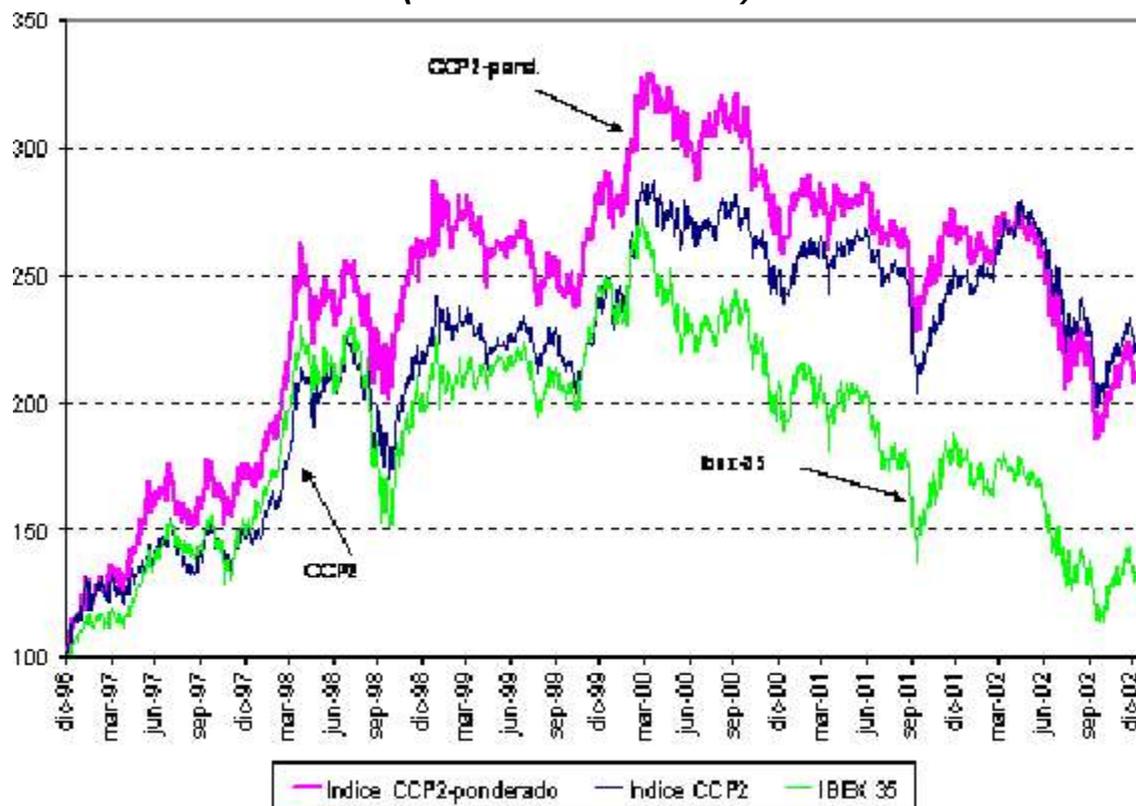


Gráfico.II.7. Evolución de los índices CCP2 y CCP2-ponderado frente al Ibex-35 (inversor minorista)



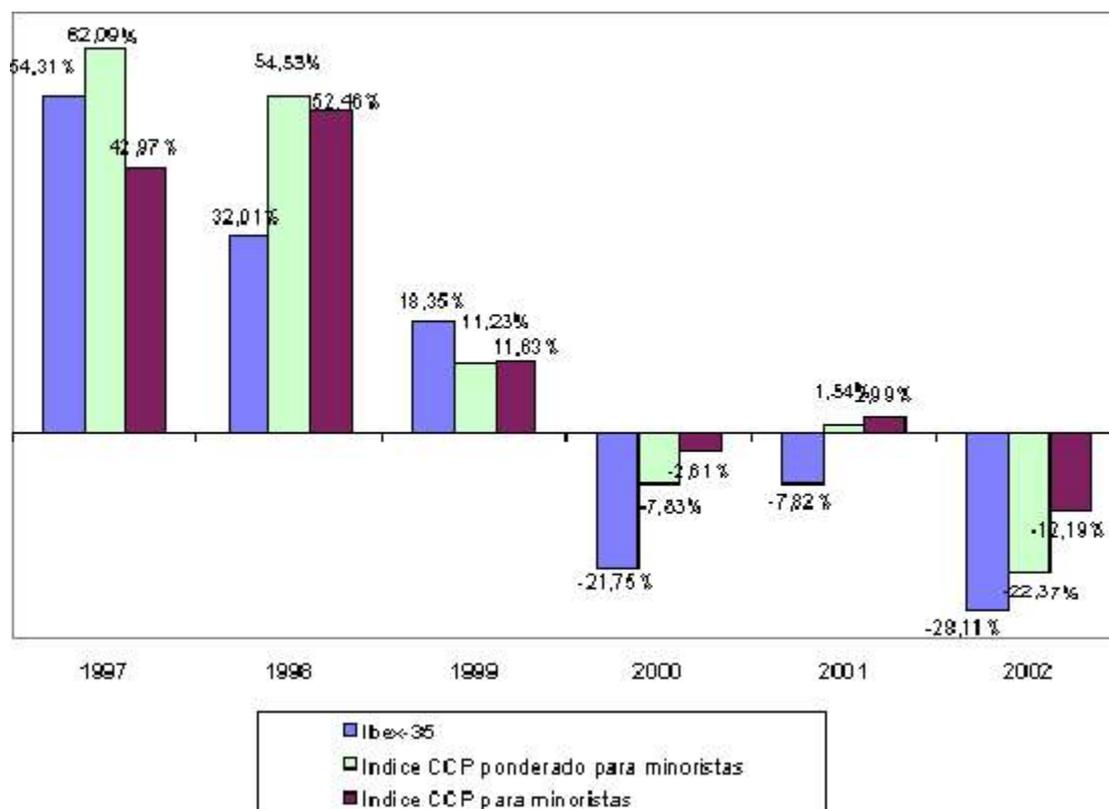
Nuestro objetivo, en todo caso, es observar cual ha sido el comportamiento de los títulos privatizados dentro de dicha evolución del mercado y cuales serían los resultados obtenidos por un hipotético inversor que hubiese acudido a estas colocaciones, frente a la rentabilidad que hubiera alcanzado mediante inversiones alternativas. Para ello, resulta interesante observar los gráficos en los que se recoge la evolución de los índices de privatizaciones en el caso de un inversor institucional (Gráfico II.6) y en el de un minorista (Gráfico II.7) frente al Ibex-35, tomando en todos los casos como base 100 diciembre de 1996. Ambos gráficos ponen de manifiesto que a pesar de la correlación existente, los índices de privatizaciones han mostrado un comportamiento más favorable que el del mercado. En anteriores ocasiones se había destacado que a pesar de que las diferencias positivas de rentabilidad frente a la media de la bolsa española se habían mantenido prácticamente en todo el periodo analizado, dichas diferencias eran mayores en épocas de descensos bursátiles. Esa menor exposición al riesgo de la cartera de privatizaciones se ha mantenido en el año 2002, en el cual parece que estas operaciones se han visto menos afectadas que la media del mercado por un entorno bursátil claramente desfavorable. Así, mientras que desde el comienzo del año, el Ibex-35 habría caído en más de un 28%, los índices de privatizaciones para inversores minoristas lo habrían hecho únicamente en un 12,2% (y un 22% en el caso del índice ponderado).

A pesar de mal comportamiento del mercado durante todo el año, y al igual que ocurrió en el 2001, las subidas experimentadas en el último trimestre han compensado, en parte, los resultados negativos acumulados en el año. Desde comienzos de octubre y hasta el

cierre de 2002, el Ibex-35 ha recuperado un 12,5%, en línea con la evolución mostrada por los índices de privatizaciones ponderados que lo han hecho en un 11,4% en el caso de los minoristas y un 12,2% en el caso los inversores institucionales.

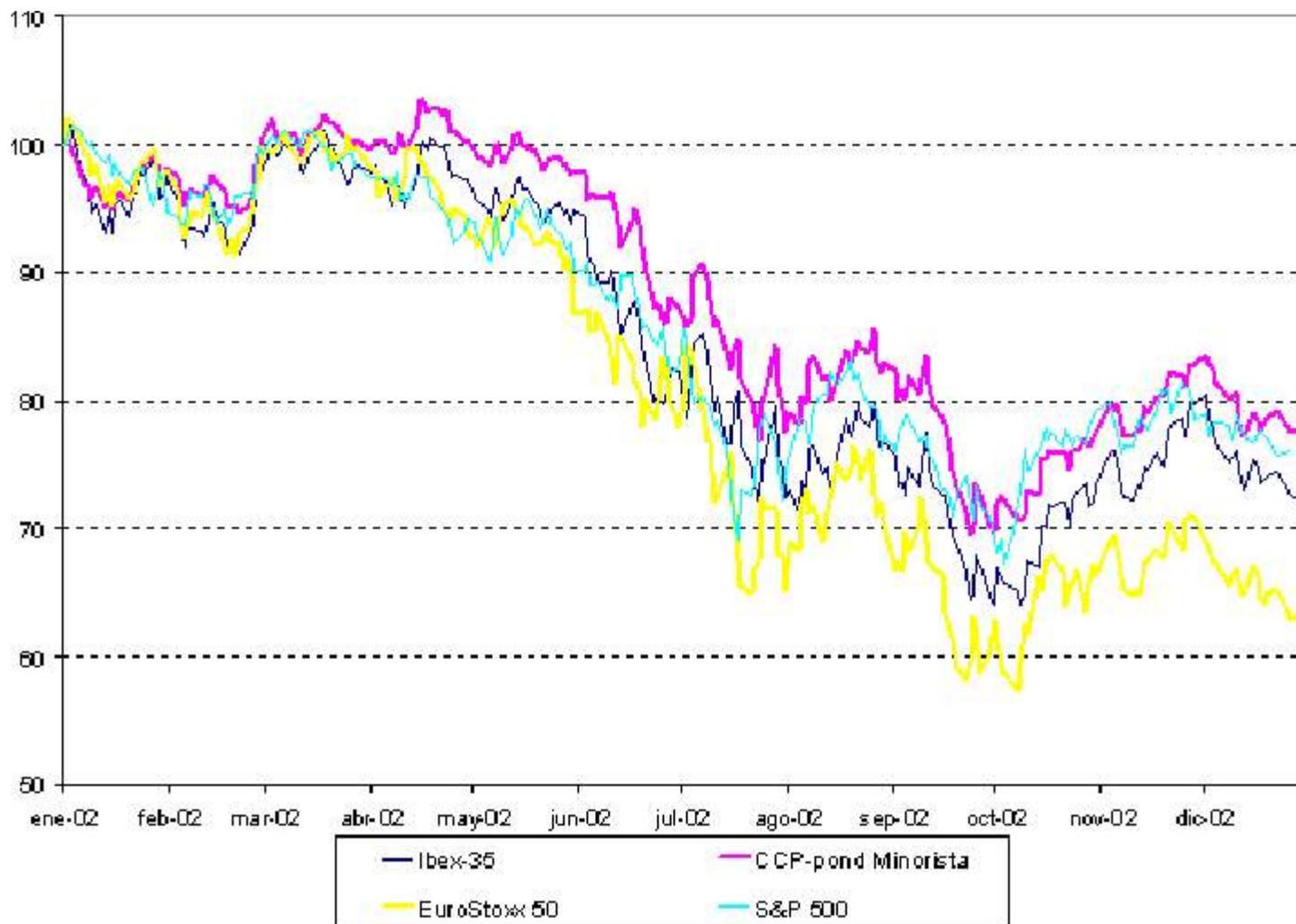
El Gráfico II.8 recoge la rentabilidad anual de los índices de privatizaciones en el caso de un ahorrador particular frente al mercado, representado por el Ibex-35. Los resultados de dicho gráfico muestran el mejor comportamiento de la cartera de privatizaciones en épocas de descensos bursátiles. Además, se pone de manifiesto en dicho gráfico que, a partir de 2000, el índice sin ponderar ha alcanzado mejores resultados. La explicación de dichas diferencias se encuentra, como cabía suponer, en la diferente composición de ambas carteras. El peso que en el índice ponderado alcanzan determinados valores, como es el caso de Endesa, BBVA o Telefónica, hace que sus resultados se vean afectados en mayor medida por la evolución de estos títulos en el mercado.

Gráfico.II.8. Rentabilidad anual del Ibex-35 y de los índices de privatizaciones para un inversor minorista.



Finalmente, se ha comparado la evolución de la cartera de privatizaciones española con índices bursátiles de carácter mundial durante el año 2002. Para ello, se ha tomado el Eurostoxx-50, como representación de la zona euro, y el S&P-500, como indicador del mercado norteamericano. El Gráfico II.9 muestra, en primer lugar, que los descensos de las bolsas han afectado, no sólo al mercado español, sino también a las bolsas europeas y estadounidenses. Adicionalmente, se observa que el comportamiento del índice de privatizaciones en el caso de un inversor minorista ha mejorado prácticamente a lo largo de todo el periodo la evolución de los citados índices.

Gráfico II.9. Evolución de los índices mundiales frente al índice de privatizaciones para un inversor minorista.



CAPÍTULO III

OPERACIONES DICTAMINADAS POR EL CCP EN 2002 Y PRINCIPALES RECOMENDACIONES

1. OPERACIONES DICTAMINADAS POR EL CCP EN 2002

Como se ha indicado en el capítulo anterior de este Informe durante el año 2002 el CCP ha elaborado cuatro dictámenes para la privatización de cinco empresas (véase Tabla II.1).

A continuación se relacionan los dictámenes emitidos por el CCP durante el año 2002.

- Privatización de Aceites Coosur y Oleaginosas del Centro.
- Privatización de Trasmediterránea.
- Privatización de Química del Estroncio (Qsr).
- Privatización de 8 fincas rústicas propiedad de Expasa.

Entre las operaciones dictaminadas por el CCP existe una gran heterogeneidad, coexistiendo empresas saneadas, con un historial de beneficios consolidado con otras empresas que han venido registrando pérdidas en los últimos años. Los métodos utilizados en 2002 han sido igualmente diversos, como corresponde al elevado grado de heterogeneidad de las empresas, si bien el método del concurso ha sido el mayoritariamente empleado. En todo caso, en ninguna de las operaciones realizadas, como se ha indicado en el capítulo anterior, el Agente Gestor ha recurrido a los mercados de valores para realizar la venta. Así, tanto en Trasmediterránea como en Aceites Coosur y Oleaginosas del Centro se ha empleado el método del concurso (en el que la adjudicación realizada ha tenido en cuenta tanto el plan industrial como el precio ofrecido). Para la privatización de Qsr se diseñó un proceso de venta por concurso, si bien al existir una única oferta de compra, la empresa ha sido adjudicada a dicho candidato, sin que fuera necesario recurrir a la comparación con otras ofertas concurrentes. Por último, las 8 fincas rústicas de Expasa fueron vendidas mediante el sistema de subasta.

La privatización de Aceites Coosur y Oleaginosas del Centro se produjo de forma conjunta en un mismo proceso. La actividad de Coosur/Olcesa se realiza en tres centros productivos: (I) Vilches (Jaén), dedicado al refinado y envasado de aceite de oliva y girasol; (II) Tarancón (Cuenca), destinado a la producción de aceite de girasol a granel, con una extractora y una refinería; y (III) Puente del Obispo (Jaén), donde se sitúa una almazara y una extractora de aceite de orujo y girasol. Junto a ello, las empresas poseen además dos plantas de coogeneración (en Vilches y Jaén). Tras la apertura del correspondiente concurso hecho público mediante anuncios en prensa y mailing a potenciales candidatos, fueron presentadas ocho ofertas no vinculantes, dos de las cuales fueron excluidas por no cumplir los requisitos mínimos especificados en las bases. De los seis candidatos restantes, dos de ellos comunicaron por escrito su renuncia después de haber realizado un "data room", las visitas a las instalaciones y entrevistas con los directivos de la compañía. Finalmente fueron presentadas cuatro ofertas vinculantes, de entre las cuales se seleccionó la de Aceites del Sur en función de su plan industrial y precio ofrecido (7,007 millones de euros).

La segunda privatización realizada en 2002 ha sido la de Trasmediterránea. La actividad de Trasmediterránea se centra en el transporte marítimo y aquellas actividades

afines relacionadas con el mismo. Mantiene servicios de transporte marítimo (de pasajeros, vehículos en régimen de equipaje y carga) entre la Península y las Islas Baleares, las Islas Canarias, Ceuta, Melilla, Tánger, así como entre las islas del archipiélago balear y las islas del archipiélago canario. La privatización de Trasmediterránea tuvo la peculiaridad de que una pequeña parte de su capital se negociaba en la bolsa de valores, en el mercado de corros, si bien la frecuencia y el volumen de negociación era muy reducido. Ante la presencia de un pequeño volumen de acciones en bolsa, una de las condiciones que se establecieron en las bases de la convocatoria fue que el adjudicatario se obligaría a realizar una OPA por el 100% de las acciones. De esta manera se permitiría a los pequeños accionistas la posibilidad de vender sus acciones al mismo precio que lo hacía el Estado. Para la venta se contactó de forma directa con 108 potenciales candidatos para la adquisición, de los que 51 firmaron el acuerdo de confidencialidad. Fueron recibidas 10 ofertas no vinculantes, siendo todas ellas admitidas para su participación en el proceso de revisión de la documentación ("data room") y presentaciones del equipo directivo de la compañía. Después de esta etapa continuaron en el proceso 9 candidatos. Posteriormente fueron recibidas 6 ofertas vinculantes. Tras el estudio de las ofertas SEPI propuso la venta de su participación en Trasmediterránea al consorcio integrado por las siguientes compañías: Sociedad Constructora Ferroviaria, S.A. (Acciona, S.A.) en un 55%; Compañía de Remolcadores Ibaizabal (Grupo Aznar), en un 10%; Caja de Ahorros del Mediterráneo, en un 15%; Agrupación Hotelera Doliga (Grupo Matutes), en un 9,6%; Suministros Ibiza (Grupo Matutes), en un 2,4% y; Naviera Armas S.A. (Grupo Armas) en un 8%. El precio de venta de las acciones de Trasmediterránea fue de 45€ por acción, lo que supuso unos ingresos para SEPI de 258,9 millones de euros.

QSr es una sociedad dedicada principalmente a la fabricación, distribución, y venta de carbonato de estroncio (componente que se utiliza, a su vez, en la fabricación de tubos de televisión y pantallas de ordenador) que produce en una planta situada en Escombreras (Murcia). Además de carbonato de estroncio fabrica otras sustancias como el nitrato de estroncio y otros coproductos que pueden ser utilizados por la industria. En el momento de su privatización, su capital estaba repartido entre SEPI (51%) y Fertiberia (49%) restante. Se da la circunstancia de que Fertiberia era socio de QSr con un porcentaje del capital del 49% y mantenía un derecho de adquisición preferente sobre las acciones de SEPI en el caso que decidiera vender su participación. La privatización de QSr implicó un procedimiento singular que no había sido utilizado durante el actual Programa de Privatizaciones: la venta a término. El proceso se inició por medio del establecimiento de contactos entre el asesor de SEPI y 36 potenciales compradores, nacionales y extranjeros. Con posterioridad, 6 empresas mostraron su interés en la empresa, firmando los acuerdos de confidencialidad. Fue presentada una única oferta no vinculante, la de Fertiberia. Posteriormente, esa misma sociedad presentó una oferta vinculante. Finalmente el Consejo de Administración de SEPI acordó la venta de un 2% del capital social de QSr a Fertiberia por un importe de 409.000 euros y la venta a término del 49% restante del capital. Dicho término se estableció en el tercer mes desde la aprobación de las cuentas de QSr del ejercicio 2003 (o en su defecto el 30 de septiembre de 2004). El precio para dicho porcentaje del capital es el valor neto patrimonial que resulte de la certificación emitida por el auditor de la compañía, y si éste fuera cero o negativo, por el precio de 1 euro.

El último de los procesos de venta llevados a cabo durante 2002 por SEPI ha sido la venta de ocho fincas rústicas propiedad de la empresa pública Expasa. En la venta de dichas fincas rústicas se ha utilizado el método de la subasta, muy similar a la venta de siete fincas rústicas de la misma empresa que tuvo lugar durante el año 2001. En el proceso del año 2002 se han incorporado cuatro fincas que presentaban problemas de carácter jurídico y que no se pudieron poner a la venta en la subasta en una primera fase (año 2001), más cuatro fincas que no fueron vendidas en dicha primera fase por falta de pujas válidas. Dos de estas últimas fincas proceden de la segregación de una única finca que ya fue objeto de subasta en el año 2001 y que no resultó vendida en aquella ocasión. Para el proceso de venta se realizó una nueva actualización de las valoraciones de las fincas que fueron utilizadas, entre otras cosas, para determinar el precio de salida de cada finca en la subasta. Se dio publicidad al proceso de venta mediante la edición y distribución de 9.000 folletos donde se recogían las características básicas de las ocho fincas e información sobre plazos y método de venta. Además esta información ha sido divulgada a través de la página web del asesor y de la propia SEPI. Por último se complementaron estas acciones mediante la publicación de un buen número de anuncios en la prensa periódica.

En total fueron enviados 3.915 cuadernos de venta que incluían las bases del proceso, recibándose 83 Declaraciones Responsables firmadas por los interesados. Fueron consideradas para su acceso a la fase de subasta 78 ofertas (cinco fueron descartadas por no subsanar las deficiencias que presentaba su documentación). Finalmente fueron presentadas 36 ofertas. Los ingresos totales para SEPI fueron de 45,35 millones de euros, lo que supuso un incremento del 48% respecto del precio de salida en la subasta.

Esta última operación fue sometida a dictamen del CCP en aplicación del apartado noveno 1-b del citado Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996. Además de este dictamen el CCP ha atendido diversas consultas sobre diferentes aspectos relacionados con los procesos de privatización en virtud del mencionado apartado noveno 1-b del Acuerdo, y que en los demás casos no han revestido las características formales de los dictámenes.

2. PRINCIPALES RECOMENDACIONES DEL CCP DURANTE 2002

En este apartado se recogen de forma resumida las recomendaciones más importantes incluidas en los dictámenes del CCP elaborados durante 2002. Como se comprobará muchas de las recomendaciones realizadas por el CCP van encontrando acomodo de forma progresiva en las decisiones llevadas a cabo por SEPI. Por tanto, muchas de las recomendaciones han sido aplicadas por parte del Agente Gestor, aunque en otras exista margen para la mejora. Para un conocimiento más exhaustivo de las recomendaciones del CCP durante el año 2002 véase el Anexo I.

1.- Publicidad y concurrencia en la selección de compradores.

La publicidad y la concurrencia en la selección de compradores son campos en los que se ha producido una mejora efectiva en relación con las primeras operaciones llevadas a cabo durante el actual programa de privatizaciones. En primer lugar, cabe destacar que en al menos dos operaciones la convocatoria a potenciales candidatos ha tenido un carácter universal. Del mismo modo, en las otras dos operaciones la invitación tenía un carácter muy poco restrictivo por lo que pueden considerarse casi convocatorias universales. En este sentido el CCP encontró adecuada la decisión de SEPI de abrir a la concurrencia el proceso de venta de QSr, a pesar de las dificultades que existían derivadas de la presencia de derechos de adquisición preferente de la participación de SEPI en venta, así como de la existencia de determinados acuerdos comerciales, como se indica más adelante en el punto 9.

El otro elemento que complementa el carácter de la convocatoria es la publicidad efectiva que se realice de la misma. Como ya ha indicado el CCP en algún dictamen anterior "la mera publicación de notas o artículos no asegura una adecuada difusión, en grado y en forma, de los aspectos de la operación que puedan interesar al Agente Gestor, ya que, en todo caso, dependerá de la forma en que cada medio reproduzca la noticia". Ello llevó en su día al CCP a recomendar que la labor de los contactos directos del asesor con potenciales candidatos conocidos previamente se complementara con la inserción de anuncios, redactados específicamente para tal fin en los medios de comunicación que se consideraran adecuados. El CCP estima que esta medida además, contribuye a evitar las asimetrías de trato de los candidatos y a transmitir la señal de que el proceso se encuentra abierto a todos los potenciales interesados que cumplan los requisitos mínimos que se decida establecer en cada proceso. De acuerdo con esta recomendación SEPI ha complementado los contactos del asesor con anuncios en prensa (Coosur/Olcesa, Expasa y QSr) y anuncios en la página web de SEPI (QSr y Expasa), anuncios oficiales ante la CNMV y comunicado a una patronal europea del sector para su difusión entre los asociados (en el caso de Trasmediterránea).

2.- Formalización de los procesos de privatización.

Este es uno de los campos en los que se ha producido un avance en los últimos procesos. Uno de los aspectos relacionados con el grado de formalización de los

procesos de privatización se refiere a la elaboración de unos "Criterios Básicos" sobre el desarrollo del proceso, los cuáles, según las recomendaciones del CCP deberían ponerse en conocimiento de los potenciales candidatos de manera que tuvieran información sobre el previsible desarrollo del mismo. Estos "Criterios Básicos" deberían detallar, además, sus diferentes fases, la duración aproximada de las mismas, los criterios de eliminación o de selección de ofertas en cada fase, etc. Además resulta de utilidad que se introduzca también un borrador de contrato que no pueda variar sensiblemente en su versión final.

Estas recomendaciones tienen la finalidad de favorecer la participación en el proceso del mayor número de candidatos así como de incrementar el nivel de transparencia.

El grado de aplicación de estas recomendaciones en las operaciones llevadas a cabo durante 2002 ha sido elevado en las fases de selección de compradores. En especial puede destacarse el elevado grado de formalización del proceso de Expasa, en el que además de la utilización de unas bases de la venta, se realizó un proceso de recepción y apertura de ofertas, con presencia de un fedatario público, lo que contribuyó, en opinión del CCP, a incrementar el grado de seguridad jurídica.

3.- Tratamiento de los conflictos de interés.

En determinados dictámenes anteriores el CCP había recomendado que los Agentes Gestores tomaran medidas para evitar los posibles riesgos sobrevenidos de conflictos de interés en las funciones de los asesores, y que en los mandatos firmados con estos últimos se previera la posibilidad de su sustitución ante la aparición de este tipo de situaciones. En este sentido el CCP encontró razonable la decisión de SEPI de rescindir el contrato con el asesor del proceso de privatización de Trasmediterránea y la selección de uno nuevo para concluir la operación, al encontrar SEPI una situación en la que podría existir un conflicto de interés del asesor.

4.- Separación entre las funciones de asesor y valorador.

Es conocida la opinión del CCP relativa a la conveniencia de separar, en los procesos de privatización de empresas las funciones de asesor y valorador, con el fin de evitar que puedan surgir determinados conflictos de interés. Dicho conflicto de interés puede activarse si se tiene en cuenta que en un número elevado de procesos la remuneración del asesor depende de la finalización del proceso con la venta de la empresa. En estas circunstancias un asesor podría tener incentivos para elaborar una valoración que determinara un valor bajo para la empresa y que en última instancia pudiera favorecer la venta de la misma. Adicionalmente, la separación de funciones de valorador y asesor permite un mejor cumplimiento del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, en el que se recogía el requisito de realizar una valoración externa de la empresa, ya que se puede considerar que el asesor, al participar en diferentes fases de la operación, se encuentra en cierto grado "internalizado" en el proceso.

SEPI ha seguido esta recomendación del Consejo en tres de las cuatro privatizaciones realizadas (Expasa, Trasmediterránea y Coosur/Olcesa). En relación con el proceso de QSr las funciones de Asesor y valorador coincidían en la misma firma, si

bien está previsto que el auditor de QSr realice una certificación del valor patrimonial neto de QSr en el momento en que se ejecute la venta a término. En este sentido, el CCP ha indicado que el informe del auditor no puede considerarse un informe de valoración propiamente dicho al quedar limitado a la certificación del valor patrimonial neto y ha recomendado en su dictamen que se realice una valoración de la empresa en el momento en que se perfeccione dicha venta a término.

5.- Sistemas de evaluación de ofertas de compra. Criterios para la aplicación de puntos en el baremo.

En este apartado, en parte relacionado con el punto 2 anterior, se puede destacar que también se ha producido una evolución positiva en lo referente al seguimiento de las recomendaciones del CCP.

Al inicio del actual programa de Privatizaciones era muy común que no existiera un baremo previo en el que se señalara la importancia que iban a tener conceptos tales como el precio y el plan industrial para valorar las ofertas de los potenciales compradores. Progresivamente se fueron introduciendo baremos en los que se fijaba la importancia de estos criterios. Sin embargo, el CCP indicó que no sólo era importante el baremo sino también que las reglas que se iban a utilizar para asignar puntos fueran aprobadas con anterioridad a la recepción de las ofertas. En este sentido, la operación de Trasmediterránea fue la primera en la que se incluyó en las bases del proceso no sólo las ponderaciones del baremo sino también las pautas generales de cómo se iba a realizar la asignación de puntos por los distintos criterios. Aunque el CCP estimó que aún existía margen para concretar más dichas reglas de puntuación se consideró esta medida como una mejora respecto de anteriores procesos, y un paso importante en el cumplimiento de una de las recomendaciones más reiteradas del CCP.

Otra de las recomendaciones del CCP que se han aplicado es la de establecer en las bases del proceso unas condiciones mínimas, de cumplimiento obligatorio para todos los participantes. Esto permitiría que entre los candidatos que superaran esos requisitos el criterio del precio pudiera tener una importancia mayor. Esta recomendación ha sido aplicada en las privatizaciones de Trasmediterránea y de Coosur/Olcesa realizadas durante el año 2002.

6.- Sobre el sistema de venta a término utilizado en la privatización de QSr.

El sistema de venta de QSr implicaba que el precio del 48% del capital sería el resultante de la estimación que realizara el auditor de la compañía del valor patrimonial de la empresa al cierre del año 2003. Por tanto, existía en el momento de la firma del

contrato incertidumbre sobre cuál sería el precio a percibir por el vendedor. En el dictamen sobre la privatización de QSr el CCP se mostró contrario a la utilización del sistema de venta a término por los siguientes motivos:

- a) El historial de pérdidas históricas de QSr en el pasado que ha obligado a la aportación de fondos de manera recurrente (entre ellos los de sus accionistas).
- b) SEPI se comprometió a vender su participación a un precio indeterminado que dependerá en gran medida de la gestión de la empresa hasta el cierre del año 2003. Esta forma de fijación de precios puede estar sujeta a potenciales conflictos de interés entre los accionistas por su carácter respectivo de comprador y vendedor.
- c) Este sistema no parece seguir la línea que ha presidido el actual Programa de Privatizaciones, que ha consistido en vender conjuntamente la totalidad de sus participaciones en el acto de privatización (salvo contadas excepciones como Endesa por el volumen de la operación o de Red Eléctrica por exigencia legal.)

A la vista de dichas razones el CCP estima que se debe evitar en la medida de lo posible la utilización de este método en la privatización de empresas. En todo caso, el CCP, atendiendo a las observaciones anteriores, y en especial al grado de incertidumbre asociado a la determinación del precio final de la venta recomendó la realización de una "fairness opinion" sobre la gestión y evolución de la vida de la empresa y, en particular, del periodo comprendido desde la firma del contrato de compra-venta hasta el momento en el que se produce el traspaso efectivo del 49% del capital. Este informe debería ser elaborado por una entidad independiente e incluiría, en su caso, una valoración actualizada de la empresa.

7.- Sobre las valoraciones.

Las recomendaciones del CCP sobre valoraciones realizadas durante el año 2002 se pueden resumir en los siguientes puntos:

- a) Se recomienda la utilización del método de descuento de flujos de caja, con independencia de que puedan utilizarse otros métodos cuando las circunstancias de la empresa así lo recomienden (y en todo caso con la suficiente justificación). Como complemento al método de descuento de flujos de caja pueden utilizarse otros métodos de valoración. En este sentido, en todas las operaciones (salvo en las fincas de Expsa) ha sido utilizado el método del descuento de flujos de caja.
- b) Se recomienda que las valoraciones se realicen con carácter previo a la presentación de ofertas no vinculantes.
- c) Se recomienda que los supuestos utilizados en las valoraciones se encuentren suficientemente explicitados y justificados.
- d) Es recomendable que antes de ejecutar la venta a término de QSr se realice una

valoración de la empresa privatizada (distinta de la certificación del valor patrimonial que debe emitir el auditor).

8.- Sobre la relación entre ofertas vinculantes y no vinculantes.

En las Bases de la privatización de Trasmediterránea entregadas a los concursantes con anterioridad a la presentación de las Ofertas no Vinculantes se incluye que la “Oferta Vinculante ... deberá basarse en la Oferta No vinculante y justificar las variaciones que se pudieran producir entre ambas”. El CCP entiende que tanto la decisión de incluir esta cláusula como el no hacerlo pueden considerarse como decisiones razonables ya que pueden existir razones a favor y en contra de cada una de estas dos opciones. En todo caso, el CCP consideró que una vez aprobadas las bases el Agente Gestor debía esforzarse por lograr que el comportamiento de los candidatos se adapte al contenido de las mismas.

En dicha operación la oferta económica del grupo ganador, contenida en su Oferta Vinculante, experimenta un incremento importante en relación con la no vinculante. Solicitadas por el CCP las aclaraciones pertinentes, tanto al Agente Gestor como al adjudicatario, la razón de ese aumento pareció traer causa, según los escritos recibidos, en los datos conocidos con posterioridad a la presentación de Ofertas no Vinculantes, datos que, en opinión del oferente, aumentaban de forma significativa el valor de la empresa.

9. Denominación expresa de la condición de oferta vinculante y definitiva.

En la fase de presentación de ofertas vinculantes pueden utilizarse varios sistemas a la hora de recibir las distintas propuestas de adquisición: en uno de ellos los candidatos podrían presentar una única y definitiva oferta; en otro alternativo los candidatos tendrían la oportunidad de ir mejorando sus ofertas en varias etapas sucesivas. En principio, y aunque los diferentes sistemas puedan tener ventajas relativas en determinados contextos, ambas alternativas podrían ser válidas desde el punto de vista del vendedor siempre que los potenciales compradores supieran, con certeza, cuál iba a ser el sistema utilizado por el Agente Gestor. Sin embargo, cuando esto último no ocurre los resultados obtenidos por el vendedor podrían no ser satisfactorios por el posible comportamiento estratégico de los compradores.

Cuando se recurre al sistema comentado en primer lugar (como ocurrió en la privatización de Trasmediterránea, en la cual los candidatos sólo podían presentar una única y definitiva oferta vinculante) el Consejo ha recomendado que en las Bases se emplee la expresión “Oferta Vinculante y Definitiva” o cualquiera otra denominación que

manifieste aún mas claramente que el candidato no podrá mejorar su oferta con posterioridad a la presentación de dicha propuesta de adquisición (en el caso de que sea esta la elección la elección escogida), evitando así la aparición de posibles incertidumbres entre los participantes.

10. Sobre los derechos de tanteo y otros acuerdos que pueden dificultar la concurrencia de potenciales compradores.

Uno de los problemas a los que el CCP ha prestado atención en el pasado relacionado con la concurrencia de compradores es la existencia de derechos de adquisición preferente. En concreto, el CCP había expresado en dictámenes anteriores su opinión negativa sobre dichos derechos en la medida en que podían suponer una limitación a la concurrencia.

En el dictamen sobre QSr a la existencia de derechos de adquisición preferente había que añadir la existencia de acuerdos comerciales de suministro de materias primas y de venta de coproductos, precisamente con el accionista privado que había mostrado interés en la adquisición de la participación de SEPI, lo que pudo suponer una limitación de partida para la concurrencia del proceso. No obstante, en este caso concreto la existencia de estos derechos es anterior a la decisión de privatización de la compañía.

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

ANEXO I

RECOPIACIÓN DE LAS RECOMENDACIONES DEL CCP

1 INTRODUCCIÓN

Como se indicó al principio del Capítulo I en este anexo se recogerá, en primer lugar, una recopilación amplia de las recomendaciones incluidas en los dictámenes emitidos por el CCP desde su creación. Estas recomendaciones se agrupan en tres bloques: el primero incluye todas aquellas que se refieren a los procesos de selección de los diferentes tipos de “asesores” que participan en las operaciones de privatización, el segundo recoge aquellas recomendaciones que se aplicarían específicamente a las OPVs, mientras que en el tercer bloque se incluye las recomendaciones que se refieren a otros procesos de venta diferentes de las OPVs.

Uno de los puntos de discrepancia entre el Agente Gestor (en su momento los Agentes Gestores) y el CCP ha sido y es el grado de discrecionalidad que se reserva el Agente Gestor en la ejecución de las privatizaciones. Es una discrepancia clara entre un órgano ejecutor y otro de control. En este caso, la naturaleza pública del vendedor implica, en opinión del CCP, la necesidad de limitar la discrecionalidad en un grado mayor de lo que se podría considerar “eficiente” si el vendedor fuera privado. El objetivo sería obtener una mayor transparencia a lo largo del proceso e incrementar la comprensión de las diferentes decisiones adoptadas.

2 RECOMENDACIONES SOBRE LA SELECCIÓN DE “ASESORES”.

El CCP tiene que informar sobre si en cada proceso de privatización y en la propuesta concreta de venta se cumplen los principios de publicidad, transparencia y concurrencia, principios que el Gobierno se ha comprometido a cumplir en las operaciones de privatización. Por tanto, la inclusión del “proceso” y no sólo de la propuesta de venta, implica que la labor del CCP abarca todas las fases de una privatización, entre las que se incluye la selección de “asesores” a la que se refiere este apartado.

Al hablar de “asesores” en general, se está incluyendo todas aquellas entidades que participan en los procesos de privatización diferentes de los compradores y del propio vendedor. Por ejemplo, en operaciones distintas a las OPVs se suele contar con un asesor financiero encargado de asistir al vendedor en las distintas fases del proceso, tales como la búsqueda de potenciales compradores, los contactos con los mismos, en ocasiones la valoración de la empresa en venta, etc. En algunas de estas operaciones se puede contar con un valorador diferente del asesor y, en su caso, con tasadores, asesores jurídicos externos, etc. En OPVs está presente la figura del Coordinador Global (que, en ocasiones, pueden ser varios si el tamaño de la operación lo requiere) cuya

función principal es la de dirigir el proceso de colocación de acciones en sus diferentes tramos. Además del Coordinador suele contratarse a otras entidades financieras que cubren diversas posiciones en el “sindicato” de colocación y aseguramiento (directores, aseguradores principales, aseguradores, colocadores, etc.). En las OPVs con tramo minorista es preciso utilizar los servicios de agencias de publicidad, centrales de medios publicitarios, etc. Asimismo, en las OPVs iniciales (y en algunas OPVs subsiguientes con características similares) se recurre a la contratación de uno o varios valoradores. También en las OPVs es necesaria la contratación de asesores legales nacionales y en ocasiones extranjeros que colaboren en la redacción de los folletos, así como en otros aspectos de las operaciones.

A continuación se exponen las recomendaciones relativas al proceso de selección de estos “asesores”.

2.1 Sobre la adjudicación directa de asesor

En las primeras operaciones realizadas bajo el actual Programa de Privatizaciones (y en las anteriores a su entrada en vigor) era frecuente la adjudicación directa de los asesores o la convocatoria a un escaso número de entidades. Posteriormente, sin embargo, se ha ido generalizado el uso de procedimientos concurrenciales para la elección de los asesores. El CCP siempre ha señalado que la selección directa de la entidad asesora ha de revestir, por principio, un carácter absolutamente excepcional y presentar una “debida” justificación. En alguna ocasión, la selección directa de una determinada entidad se ha basado en el hecho de que dicha entidad ya había participado en fases anteriores de la operación de privatización. Sin embargo, también en estos casos el CCP ha considerado que ello no ha implicado una “debida” justificación y se ha mostrado partidario de la apertura de un concurso. No obstante, estima que la experiencia y el conocimiento de la empresa por los participantes en el proceso son factores que pueden ser tenidos en cuenta por el Agente Gestor en el baremo de selección.

2.2 Sobre la preselección de las entidades en los concursos

2.2.1 Convocatoria universal frente a convocatoria limitada de asesores.

A lo largo del actual Programa de Privatizaciones, el sistema habitualmente utilizado por los Agentes Gestores para la selección de todo tipo de asesores ha sido el de la “convocatoria limitada” caracterizada por requerir una fase previa en la que se realiza una preselección de candidatos. Este sistema que presenta ventajas en cuanto a la rapidez y los menores costes necesarios para el análisis de las ofertas con los que es posible realizar un determinado concurso, sin embargo plantea el inconveniente de que

la preselección de entidades puede suponer ya desde el comienzo del proceso una limitación de la concurrencia. Aunque el CCP no ha opinado en contra del sistema de convocatoria limitada, sí ha expresado su opinión en el sentido de que, en aquellas ocasiones en que las características de la operación lo hagan factible (es decir en aquellas en que sus desventajas no sean relevantes), se utilice una convocatoria universal, principalmente por ser el sistema que maximiza el cumplimiento del principio de concurrencia.

Para tratar de reducir las posibles desventajas que, como se ha dicho, puede tener la convocatoria limitada, el CCP ha formulado, entre otras, dos conjuntos de recomendaciones a los Agentes Gestores: a) que el número de convocados a estos concursos sea lo más elevado posible y b) que la preselección se encuentre debidamente justificada, tanto en lo que se refiere a los candidatos que se incluyen como a la exclusión de los no convocados.

2.2.2 Que el número de entidades convocadas a los concursos para asesor se sitúe por encima o, al menos, en la parte superior de la banda propuesta por los Agentes Gestores en el documento “Norma sobre privatizaciones”.

El CCP ha insistido en que el número de convocados se debería situar por encima de la banda propuesta en la “Norma sobre privatizaciones” elaborada por los Agentes Gestores en dicha Norma se establece una banda de entre 4 y 10 preseleccionados “salvo que las circunstancias aconsejen una convocatoria superior” o, al menos, situarse en la parte alta de dicho rango.

2.2.3 Medidas para elevar el número de entidades que se presentan a los concursos.

A lo largo del proceso de privatizaciones, el CCP ha encontrado que se ha ido aumentando el número de convocados a estos concursos, y que, en general, dicho número ha sido suficiente para garantizar una competencia efectiva. Sin embargo, no todos los convocados presentan ofertas, habiéndose observado, en ocasiones, que el número de asesores que finalmente ha terminado presentando propuestas de colaboración ha resultado escaso. Además, parece observarse que el porcentaje de entidades que no presentan ofertas ha tendido a aumentar a lo largo de la ejecución del Programa de Privatizaciones. En estos casos, el CCP ha recomendado que se analicen las causas que han podido ocasionar la baja participación en el concurso y que se adopten las medidas necesarias para asegurar que el número de candidatos que realmente participa sea suficiente para garantizar una adecuada concurrencia. En

opinión del CCP, factores como una buena preselección de entidades adaptada a las características de la operación u otros aspectos relacionados con una mayor certidumbre sobre las fechas previstas para la finalización de la operación, podrían contribuir a incrementar el porcentaje de presentados y, en definitiva, a una mayor competencia efectiva entre candidatos al puesto de asesor.

2.2.4 Justificación de los criterios utilizados para la inclusión de candidatos en las convocatorias de los concursos.

En determinados procesos el CCP ha estimado necesario que los Agentes Gestores expliquen y justifiquen suficientemente los criterios utilizados para elegir a las entidades preseleccionadas, estimando que dicha preselección debería basarse, en la medida de lo posible, en indicadores objetivos, tales como rankings publicados de entidades en función de diversos parámetros (número de operaciones dentro del sector, número de fusiones y adquisiciones en las que han participado, etc).

2.2.5 Justificación de los criterios utilizados de exclusión de posibles candidatos en las convocatorias de los concursos.

En ocasiones, los criterios tenidos en cuenta para la confección de las listas de candidatos pueden justificar adecuadamente su inclusión. Sin embargo, podrían existir otras entidades con similares méritos que no hubieran sido convocadas, sin que se hubiese argumentado la razón de la exclusión o no selección de las mismas. Por esta razón, el CCP opina que también se debe realizar un esfuerzo en la justificación de los criterios de exclusión en los casos de entidades con similares méritos objetivos.

2.2.6 Aprobación previa de los criterios de inclusión/exclusión de candidatos.

Además de las medidas comentadas anteriormente el CCP considera que los criterios de inclusión/exclusión de candidatos deberían ser explicitados y aprobados “ex ante”, es decir, con anterioridad a la preselección, de forma que se pueda analizar la coherencia entre los criterios y la preselección efectuada.

2.3 Prevaloración de la empresa en venta como criterio de selección

En algunas de las primeras operaciones de privatización desarrolladas dentro del actual Programa, los Agentes Gestores solicitaban a las entidades preseleccionadas en los concursos que en su propuesta de colaboración incluyesen, entre otros aspectos, una prevaloración de la compañía. Asimismo, esa prevaloración era uno de los criterios incluidos en el baremo para la selección del asesor.

Estas valoraciones previas pueden tener alguna utilidad indirecta (como poder hacer comparaciones siempre aproximadas entre los honorarios pedidos por los valoradores cuando estas se realicen con relación al precio de venta final). Sin embargo, dada la escasa información con la que son realizadas, el valor estimado de la empresa resulta escasamente significativo.

En todos los casos, el Consejo se mostró contrario a esta práctica recomendando que no se solicitase una valoración previa de la compañía a los aspirantes a entidades asesoras (especialmente teniendo en cuenta que, en muchos casos, el asesor actuaría al mismo tiempo como valorador de la empresa), y que, en todo caso, dicha prevaloración no se incluyese dentro del baremo de selección, ya que potencialmente podría afectar a la objetividad de la elección.

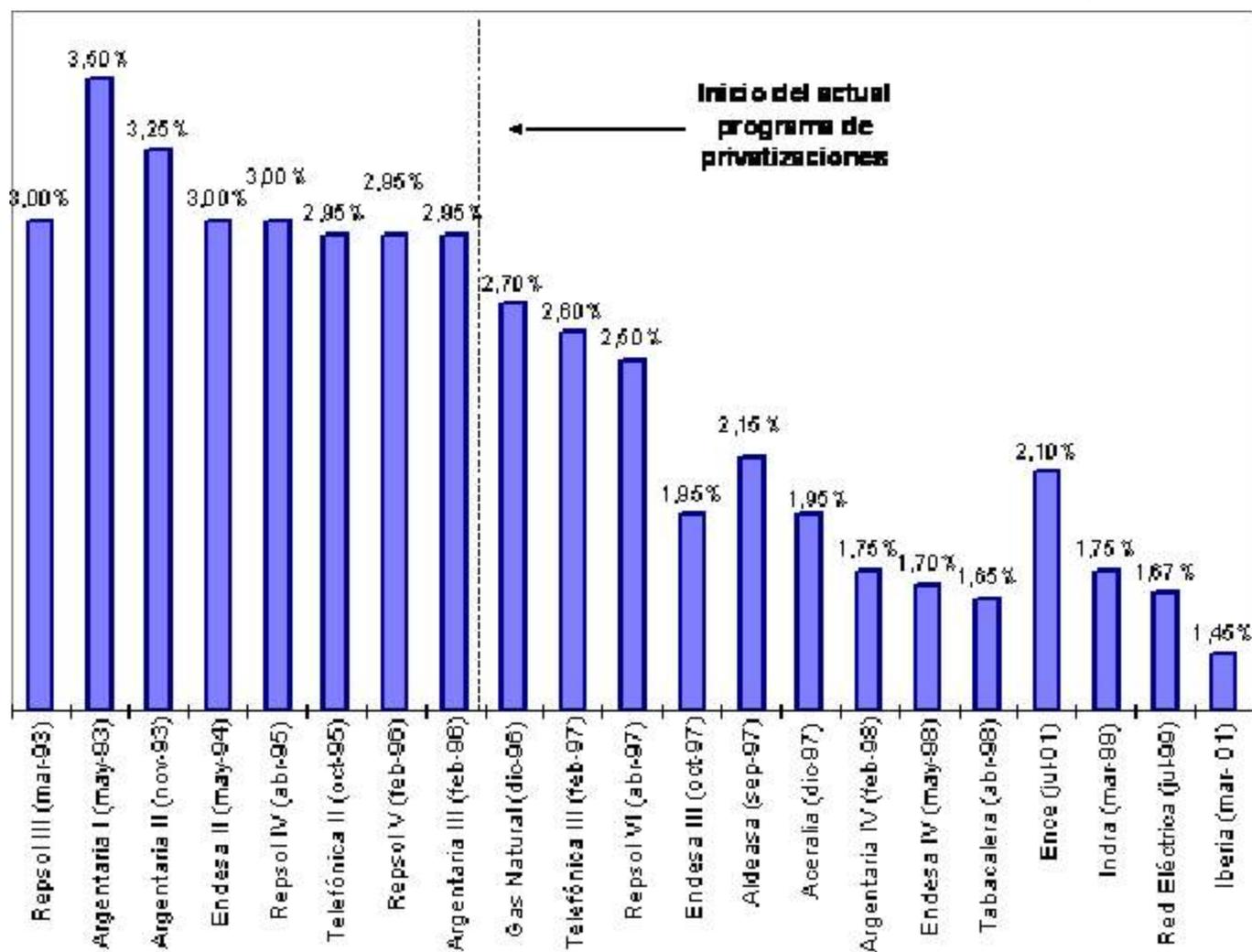
2.4 Sobre la ponderación de los criterios incluidos en el baremo.

2.4.1 Aumentar la ponderación de las comisiones/honorarios en el baremo de selección

Una cuestión sobre la que el CCP ha insistido desde las primeras operaciones es que se utilicen sistemas de selección que contribuyan a objetivar la decisión final adoptada por el Agente Gestor. Por ello, se ha recomendado aumentar la ponderación dentro del baremo de los criterios más fácilmente cuantificables, entre ellos el precio de los servicios a desarrollar por el asesor, ya sea en forma de comisiones sobre el precio de venta u honorarios fijos. El cumplimiento de esta recomendación también fomentaría la competencia en precio entre las entidades participantes.

Esta recomendación ha sido repetida por el Consejo en múltiples dictámenes, tanto para la selección de Coordinadores Globales en las OPVs como en los concursos de otros tipos de asesores tales como asesores financieros, legales o valoradores. Durante la vigencia del actual Programa de Privatizaciones los baremos han ido recogiendo de forma creciente el criterio del precio comisiones u honorarios según el caso. Pero dicha evolución ha sido especialmente positiva en lo que se refiere a las comisiones de dirección, colocación y aseguramiento de las distintas entidades que participan en la oferta de valores, lo que se ha traducido en un importante ahorro en la cifra de comisiones de carácter institucional. Desde 1996 y hasta la última de las OPVs ejecutadas (Ence) el nivel de comisiones se ha reducido en casi un 30%, aunque dicha reducción se eleva hasta el 50% teniendo en cuenta la comisión institucional fijada en la operación de Iberia, la más baja desde el inicio del actual Programa de Privatizaciones.

El Gráfico A1.10. recoge la evolución de las comisiones de carácter institucional

Gráfico A1.10. Comisiones de carácter institucional en las OPVs públicas

2.4.2 Aprobación previa de los métodos de asignación de puntos a los criterios del baremo

En numerosas ocasiones se ha observado que, con anterioridad a la recepción de las ofertas de los distintos candidatos, el Agente Gestor aprueba tanto los criterios en función de los cuales se realizará la designación final del asesor, como el baremo con la ponderación asignada a cada uno de dichos criterios. Sin embargo, el Consejo ha insistido en repetidas ocasiones en la conveniencia de que los “sistemas” elegidos para la asignación de puntos a los distintos criterios del baremo sean aprobados también con anterioridad a la recepción de las ofertas. Dicha recomendación deriva del hecho de que, aun manteniendo una misma ponderación, la aplicación de distintos métodos de asignación de puntos puede dar lugar a resultados muy diferentes entre sí. Además, una vez recibidas las ofertas, la discrecionalidad en la fijación del sistema de asignación de puntos puede restar objetividad y transparencia al proceso.

Esta consideración adquiere una especial importancia en lo que se refiere a las fórmulas utilizadas para puntuar el criterio de las comisiones u honorarios de los

Asesores, debido a los resultados tan dispares que pueden ocasionar los sistemas utilizados para calcular los honorarios aplicables a cada candidato cuando éstos incluyen en sus ofertas comisiones de éxito variables (“success fee”).

2.4.3 Utilización de sistemas de asignación de puntos por el criterio de las comisiones/honorarios que no contribuyan a disminuir su importancia frente al resto de los criterios.

Por otro lado, el Consejo ha señalado que el sistema empleado para asignar los puntos a las distintas ofertas puede contribuir a reducir la importancia de las comisiones/honorarios dentro del baremo, lo cual sería contrario a lo indicado en el apartado 2.4.1. Así, puede ocurrir que con una misma ponderación la importancia del criterio del precio varíe con cierta intensidad, dependiendo de que el sistema utilizado origine grandes diferencias de puntos entre los candidatos (por ejemplo, cuando se asigna cero puntos a la peor oferta económica) o de que estas diferencias sean pequeñas (por ejemplo, cuando la puntuación mínima que obtiene dicho candidato sea elevada). Por ello, para no reducir la importancia en la decisión final del criterio del precio, el CCP también ha recomendado que se evite la utilización de sistemas para asignar puntos en este criterio que tiendan a disminuir las diferencias obtenidas por los diferentes candidatos y que, en todo caso, se fije con carácter previo el sistema que se utilizará para la estimación de las puntuaciones aplicables a este criterio.

Sobre este punto, los Agentes Gestores han argumentado que la no aprobación “ex ante” de los sistemas para la puntuación de las comisiones permite adaptar el método utilizado en función de la dispersión de las ofertas económicas recibidas. En cualquier caso, el CCP considera que esta posibilidad se podría prever “a priori”, estableciendo alguna medida de dispersión en función de la cual se elegiría un sistema u otro.

2.4.4 Objetivación y cuantificación de los criterios de selección más sujetos a interpretación.

El CCP opina que los Agentes Gestores deben realizar el máximo esfuerzo en la objetivación y cuantificación de aquellos otros criterios que, por sus propias características, se puedan prestar a valoraciones subjetivas.

Con ello se busca que las ofertas resulten comparables entre sí, reduciendo la posible discrecionalidad a la hora de asignar puntos a las distintas entidades que puede surgir en el caso de criterios sujetos a una mayor carga interpretativa.

2.4.5 Mejor justificación de las puntuaciones asignadas a cada uno de los criterios de las ofertas.

En opinión del CCP resulta necesario que los Agentes Gestores razonen y justifiquen de manera suficiente el modo en el que se han asignado los puntos a los diferentes criterios de selección, en función del baremo y de los sistemas de asignación de puntos previamente establecidos.

2.5 Información a los candidatos en las cartas de convocatoria

El CCP opina que los participantes en los distintos concursos de selección deben tener un elevado nivel de conocimiento de los diferentes criterios que serán valorados por el Agente Gestor de cara a la selección final.

2.5.1 Información detallada sobre los servicios requeridos y la posible incompatibilidad de funciones del asesor

El CCP ha recomendado que en las cartas-convocatoria remitidas a los aspirantes, se especifique lo más claramente posible el alcance de los servicios requeridos por el Agente Gestor (señalando, en su caso, de una manera inequívoca su posible incompatibilidad con la realización de cualquier otra función en la operación) así como los criterios de selección por los que serán valoradas sus propuestas.

2.5.2 Información sobre la importancia relativa de los criterios de selección

Adicionalmente, el CCP ha recomendado que en las citadas cartas de convocatoria se ordenen los criterios de selección según su importancia dentro del baremo, lo cual no implica necesariamente que se faciliten las ponderaciones asignadas a dichos criterios. Con esta recomendación se busca incrementar la información disponible por las entidades participantes en el momento de elaborar sus propuestas de colaboración, reforzando así la transparencia de los concursos.

2.6 Cambio en las funciones iniciales del asesor

En determinadas ocasiones, durante el desarrollo del proceso de privatización de una empresa, pueden producirse cambios en el diseño o en la estructura inicialmente planteada del proceso de venta para adaptarse de manera más adecuada a las nuevas circunstancias. En tales situaciones, el cambio en el sistema de venta puede requerir también nuevas funciones de asesoramiento, lo cual podría cubrirse a través de una ampliación de las funciones inicialmente previstas en el mandato firmado con el asesor o

bien mediante la apertura de un nuevo proceso de selección para la designación de otro asesor. A pesar de las ventajas que puede presentar la primera de las opciones, el Consejo se ha mostrado partidario de la apertura de un nuevo concurso dada la influencia positiva que ello tendría sobre el grado de concurrencia y transparencia del proceso de privatización.

2.7 Sobre el tiempo transcurrido desde la selección del asesor

En determinadas operaciones, especialmente en el caso de OPVs, se ha observado que transcurría un largo e incierto periodo de tiempo desde el momento en que se selecciona el Coordinador Global y el momento en que finalmente se ejecuta la OPV. El CCP opina que la incertidumbre sobre el periodo de ejecución puede tener efectos negativos sobre la concurrencia al desincentivar la participación de los asesores en las siguientes ventas de empresas públicas. Por tanto, se ha recomendado realizar un esfuerzo para disminuir esta incertidumbre que puede existir entre las entidades asesoras intentando cumplir los calendarios orientativos previstos y explicitando las causas que justificarían las desviaciones.

2.8 Selección de otros asesores

El CCP ha indicado en sus dictámenes la necesidad de que los sistemas para la selección de otros asesores diferentes del asesor financiero o de los Coordinadores Globales (por ejemplo, asesores jurídicos, empresas de publicidad en las OPVs, valoradores, etc.) se homologuen con los de los primeros para que se adapten a los principios de transparencia, concurrencia y publicidad. Asimismo, se ha indicado la conveniencia de que estos procesos de selección de asesores se sometan igualmente al análisis del CCP.

3. RECOMENDACIONES SOBRE OPVS.

Desde la creación del CCP se han realizado 13 OPVs de las cuales 5 han sido iniciales y 8 subsiguientes. De dichas 13 OPVs tres contaban únicamente con tramo institucional, mientras que en las 10 restantes se combinaban tramos minoristas e institucionales. Las recomendaciones que se incluyen en este apartado se refieren exclusivamente a las OPVs en aspectos diferentes a los de selección de asesores que ya han sido tratados en el apartado anterior.

3.1 Asesor financiero independiente.

El CCP ha realizado diversas recomendaciones en dictámenes sobre OPVs para

prevenir la posible aparición de conflictos de interés relacionados con la actividad de los Coordinadores Globales. Una de las más relevantes es la existencia de la figura del Asesor Financiero independiente que no ocupe ni pueda ocupar un puesto destacado en el sindicato de colocación (Coordinador Global o Director de Tramo). Esta recomendación sobre el asesor se ha concretado por diversas razones: a) para intentar evitar que las recomendaciones del Asesor puedan estar influenciadas por su posición (cierta o posible) en el sindicato y, por tanto, eliminar una fuente de posible conflicto de interés; b) para que pueda asistir al Agente Gestor en la selección del resto de entidades que participan en el proceso (especialmente los Coordinadores Globales) y para que, de esta manera, se pueda incluir en el expediente remitido al CCP un informe del Asesor que contenga su opinión sobre la preselección (y también sobre la decisión final de los concursos), lo que es un elemento que ayuda a objetivar tales decisiones como se ha comentado anteriormente; y c) para que el Asesor sirva de “contrapeso” de los Coordinadores Globales (esto último reviste una especial importancia en aquellas operaciones donde alguno de los coordinadores globales es al mismo tiempo un accionista relevante de la empresa a privatizar), tal como se comenta en el punto siguiente.

3.2 Conflictos de interés Coordinador Global-Accionista significativo

La coincidencia en una misma entidad de la condición de Coordinador Global y accionista relevante ha sido otra de las posibles situaciones de conflicto de interés que ha estado presente en los dictámenes emitidos por el CCP desde su comienzo.

Antes del actual Programa de privatizaciones era habitual que los accionistas significativos en la compañía a privatizar fueran seleccionados para el puesto de Coordinador Global sin que se realizara un concurso. Al comienzo de dicho Programa de Privatizaciones el hecho de ser accionista estable ponderaba positivamente en el baremo, de manera que dichos accionistas partían en mejores condiciones que el resto de los aspirantes al puesto de Coordinador Global. El CCP recomienda que en los concursos para la selección de Coordinador Global no puntúe positivamente el hecho de ser un accionista estable de la empresa a privatizar. Siguiendo dicha recomendación, en posteriores OPVs los Agentes Gestores dejan de considerar un mérito el mero hecho de ser accionista estable. Como resultado, en algunas OPVs ha resultado elegido como Coordinador Global una entidad que no era accionista significativo, al mismo tiempo que algún accionista significativo no resultaba seleccionado.

En el caso en el que un accionista estable resulte elegido en concurso para el puesto de Coordinador Global en principio puede parecer que no deberían surgir importantes conflictos de interés por el hecho de dirigir la actividad de colocación de las acciones en el tramo minorista de la OPV. Dado que las entidades colocadoras se limitan

a poner su red comercial a disposición del oferente y canalizar, por cuenta de éste, cualquier solicitud de compra recibida. Esta es una función de simple intermediación que no debería verse afectada por el hecho de que los coordinadores globales mantengan la condición de accionistas de la sociedad a privatizar. Los riesgos generales que puedan suscitarse como consecuencia de esta actividad (en relación, por ejemplo, con las carteras o fondos de inversión gestionados por gestoras pertenecientes al mismo grupo que los coordinadores globales) deberían ser abordados, en su caso, a través de la normativa general del mercado de valores. Sí puede existir, sin embargo, la posibilidad de que los accionistas estables puedan acceder más fácilmente a los derechos políticos de los minoristas que hayan adquirido las acciones a través de su red de sucursales.

Sin embargo, al margen de esta actividad de comercialización, entre los cometidos habitualmente atribuidos al Coordinador Global de una OPV figuran algunos que podrían originar conflicto de intereses en los supuestos en que dicha condición recaiga sobre un accionista de la propia entidad afectada.

Uno de estos conflictos de interés puede darse en relación con la configuración de la estructura de la OPV proyectada y la importancia asignada a los diversos tramos (por ejemplo, los accionistas estables podrían ser más partidarios de que el tramo minorista sea lo más amplio posible, para que de esta manera el accionariado este más disperso y la “mayoría de control” sea más reducida), en relación con la atribución de una facultad de redistribución entre los distintos tramos o en cuanto a las facultades en la asignación de acciones a las solicitudes de compra institucionales en los supuestos en que la decisión final de dichos cometidos recaiga en última instancia en los Coordinadores Globales (cuya opinión suele ser requerida para proceder a dicha asignación).

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

Entre las medidas recomendadas para evitar la activación de estos conflictos figura la de reforzar el papel del Asesor, como se ha comentado en el punto anterior. En concreto, el Asesor debe participar activamente en todo el proceso de colocación. También debe servir de contrapeso a los Coordinadores Globales, función especialmente importante en algunas fases de la operación, como en la asignación de acciones del tramo institucional y en el momento de decidir el tamaño final de los diferentes tramos. Desde esta perspectiva y, al objeto de reforzar su independencia, la condición de Asesor debe ser incompatible con una posición destacada en el sindicato, como anteriormente se ha indicado.

El CCP también ha estudiado las características de un tipo de conflicto de interés que puede darse cuando coincide el Coordinador Global en la figura de la empresa privatizada. Esta coincidencia sólo ha tenido lugar en la privatización de Argentaria. En principio, el CCP no se mostró partidario de excluir a la empresa privatizada del concurso a Asesor, teniendo en cuenta que había sido seleccionada mediante concurso, había actuado como Coordinador Global en anteriores tramos privatizados de la empresa y que la participación de la empresa suele ser habitual en otras privatizaciones bancarias en Europa. En todo caso, el CCP recomendó la intervención directa del Agente Gestor y de la entidad asesora en todo el proceso con el fin de evitar la aparición de conflictos de interés.

Otras medidas encaminadas a minimizar la eventual existencia de conflictos de interés se mencionan en el punto siguiente dedicado a recomendaciones del CCP en relación con los tramos institucionales.

3.3 Asignación de acciones en los tramos institucionales

Las cuatro primeras recomendaciones recogidas en este punto tratan de minimizar la posible aparición de conflictos de interés que pueden aflorar entre los Coordinadores Globales y el Agente Gestor. La quinta recomendación de este apartado se realizó con la intención de mejorar la eficiencia en la asignación de acciones en los distintos subtramos institucionales, sustituyendo este por un único tramo global. A continuación se detallan dichas recomendaciones:

3.3.1 Prohibición de la adquisición de acciones por cuenta propia por parte de los Coordinadores Globales.

El CCP ha propuesto la prohibición de la adquisición de acciones por cuenta propia por parte de los Coordinadores Globales (y aseguradores en general) y de las empresas pertenecientes a su mismo grupo (exceptuando las posibles obligaciones que surjan como consecuencia de los contratos de aseguramiento). Asimismo, se propone la ampliación de esta prohibición al período comprendido entre el momento en que son nombrados los Coordinadores Globales y la finalización del mandato.

3.3.2 Clasificación previa y objetiva de potenciales inversores para la asignación de acciones en el tramo institucional

Con el fin de conseguir la mayor homogeneización y objetivación posible de los criterios en la adjudicación de acciones en el tramo institucional el CCP ha propuesto las siguientes medidas: a) con carácter previo a la apertura del libro de demanda, debe establecerse entre el Agente gestor y los Coordinadores Globales una clasificación de

una amplia lista de potenciales inversores según su calidad, definida de acuerdo a unos criterios objetivos; b) también con carácter previo, deberían establecerse los criterios (con sus correspondientes ponderaciones) que se van a utilizar para clasificar las ordenes que se presenten, a la hora de llevar a cabo la adjudicación de acciones de los tramos institucionales. En estas labores debe tener una actuación activa el propio Agente Gestor (y, en caso de existencia, el Asesor) con el fin de reducir, en la medida de lo posible, la discrecionalidad en la asignación de acciones en los tramos institucionales.

3.3.3 Supervisión por parte del Agente Gestor de las decisiones adoptadas por los Coordinadores Globales.

El CCP ha recomendado mantener una activa vigilancia y supervisión, por parte del Agente Gestor, asistido en su caso del Asesor, de las decisiones tomadas por los Coordinadores Globales y del desarrollo de la operación. Conviene de manera especial que en el folleto registrado ante la CNMV figure que sea el Agente Gestor (oídos los Coordinadores Globales y el Asesor) el que adopte la decisión final sobre la adjudicación de acciones en los tramos institucionales y sobre el tamaño definitivo de los diferentes tramos, incluido el minorista (esta última práctica extendida en las últimas operaciones contrasta con lo que ocurría en las primeras operaciones realizadas en el actual Programa de Privatizaciones, donde el Coordinador Global tenía importantes potestades relativas a la adjudicación de tramos).

3.3.4 Limitación de las funciones a desarrollar por parte de los Coordinadores Globales.

El CCP también ha recomendado limitar las funciones que puedan tener los Coordinadores globales-accionistas estables en la operación. Un ejemplo sería que las funciones de “bookrunner” sean realizadas por el Coordinador Global que no sea accionista estable o, en su caso, por otras entidades (como el asesor independiente, aunque esto último es una práctica escasamente desarrollada en los mercados).

3.3.5 Tramo único institucional global

Antes de su generalización el CCP se decantaba por la posibilidad de utilizar un único tramo institucional global. Desde el punto de vista de los principios por los que este Consejo debe dictaminar, esta medida perseguiría un incremento en la concurrencia tanto entre los inversores finales como entre los colocadores en la asignación de las acciones. De esta manera, la asignación de las acciones dependería de la “calidad” de la orden y de la “calidad” del inversor con independencia de su origen. En definitiva, se trataría de incrementar la eficiencia de la asignación final, que vendría determinada por la evolución real de la demanda y no por una distribución entre tramos decidida “a priori” y,

por tanto, antes de conocer la marcha de la operación en los diferentes tramos (en las operaciones con distintos tramos regionales esta distribución inicial se puede cambiar, aunque no es completamente flexible porque necesita una comunicación/negociación entre el Agente Gestor y los Coordinadores Globales y, en su caso, los Directores de tramo).

3.4 Asignación de acciones en el tramo minorista. Medidas para acercar las peticiones minoristas a la demanda real.

En varios dictámenes sobre operaciones llevadas a cabo a través de OPV el Consejo ha reflejado su preocupación por el hecho de que un porcentaje significativo (que ha variado según la operación) de las peticiones de acciones en el tramo minorista no se corresponda con la demanda “real”, es decir, no refleje las verdaderas preferencias por parte de los que cursan las órdenes. Algunos de los mecanismos utilizados (estructura de las comisiones de las entidades financieras en el tramo minorista, prorrateo, prácticas para cursar las ordenes, etc.) en los sistemas para la colocación de acciones en este tramo han tendido a fomentar el que se “inflen” las órdenes, dando lugar a que la asignación de las acciones no sea la óptima desde el punto de vista social, ya que se basa en una información en la que los agentes no han revelado sus verdaderas preferencias. Un problema adicional es que una demanda “inflada” en un entorno bursátil de elevada volatilidad podría causar problemas a los inversores minoristas al tener que enfrentarse con situaciones en principio no realmente deseadas.

Para evitar (o reducir la importancia) de este tipo de situaciones, el CCP ha recomendado que se estudien y se adopten medidas (en los diferentes campos que influyen en este comportamiento) que permitan eliminar o reducir los estímulos a la creación de una demanda ficticia en el tramo minorista y, por lo tanto, que las peticiones se aproximen en mayor medida a las verdaderas preferencias de los demandantes de acciones.

En relación con esta problemática, el CCP ha propuesto estudiar la posible utilización de un sistema de prorrateo lineal por tramos o escalones en el que el tramo marginal se asigne por sorteo.

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

superior.

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

3.5 Medidas para favorecer un accionariado estable y evitar precios de venta múltiples

Una recomendación que el CCP ha realizado en relación con el diseño de las OPVs es la de fomentar medidas que permitan contribuir a desarrollar una mayor cultura de estabilidad en el accionariado minorista de las empresas privatizadas. En este sentido el CCP propuso a los Agentes Gestores realizar un análisis coste-beneficio sobre la posibilidad de sustituir (total o parcialmente) el descuento en el tramo minorista por un bonus de fidelidad, siempre teniendo en cuenta la situación de los mercados. De esta manera se produciría una menor distorsión en los precios en el periodo inmediatamente posterior a la OPV en la que una parte de los inversores minoristas venden sus acciones con el fin de aprovechar el diferencial precio-de-compra-con-descuento frente al precio de mercado.

3.6 Tramos minoristas especiales (reparto del coste con la empresa privatizada)

El CCP ha informado a favor de tramos especiales en las privatizaciones para los empleados de las empresas, aunque ha sugerido la posibilidad de que sea la propia empresa a privatizar la que asuma, al menos parcialmente, los gastos que suponen los incentivos a este tramo, dado que ella sería la principal beneficiada.

3.7 No extensión de las ventajas del tramo minorista especial a otros colectivos

El CCP no se ha mostrado partidario de la extensión de estos tramos a otros colectivos, como trabajadores de los Agentes Gestores o a los estanqueros en el caso de la privatización de Tabacalera. En esta última operación, el Agente Gestor, después de la emisión del informe del CCP modificó su postura y decidió la no inclusión de este tramo.

3.8 Recomendaciones positivas del valor de la empresa a privatizar

El CCP ha encontrado en algunas operaciones llevadas a cabo mediante OPV que uno de los criterios que se valoran positivamente por parte de los Agentes Gestores para

la selección de Coordinador Global es el historial de recomendaciones sobre los títulos de la empresa a privatizar. La opinión del CCP ha sido que no se considerara este criterio, ya que ello podría favorecer posicionamientos estratégicos por parte de los aspirantes a los puestos de Coordinador Global.

El CCP consideró que en caso de que se siguiera utilizando no sería descartable que a medio plazo pudiese disminuir en el mercado la credibilidad de las recomendaciones de los posibles aspirantes a Coordinadores en relación con las empresas que pudiesen ser objeto de privatización, lo que, obviamente, no contribuiría al prestigio del sistema.

3.9 Sobre la existencia de un informe de valoración externo en las OPVs iniciales

En las OPVs iniciales el CCP ha recomendado la realización de un informe de valoración por una entidad independiente de los Coordinadores Globales y de otros miembros del sindicato de colocación. Por el contrario, en OPVs subsiguientes, es decir, cuando una parte de la empresa ya se negocia en bolsa, el CCP no ha considerado necesario realizar una valoración externa siempre que la liquidez de la acción sea elevada. Sin embargo, cuando este último requerimiento no se cumple suficientemente, sí se ha recomendado la realización de una valoración externa independiente.

3.10 Preferencia por la existencia de OPVs con tramo minorista, cuando las condiciones de la operación lo permitan.

El CCP considera que la venta de empresas por OPVs con cotización posterior en Bolsa es un sistema que garantiza un alto grado de concurrencia, al mismo tiempo que asegura una elevada publicidad y transparencia de la operación. Por eso, estima que este método debería ser ampliamente utilizado en todas las operaciones en que las características de la empresa lo permitan. Adicionalmente, el CCP considera que las OPVs permiten ampliar la base accionarial de las empresas, que es otro de los principios contenidos en el Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996.

3.11 Sobre la utilización del sistema “Block Trade” en la venta de paquetes de empresas cotizadas en bolsa

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-marketing por

lo que se realiza la operación con un menor grado de información que la OPV, que cuenta con un proceso previo de bookbuilding. A lo largo del Programa de Privatizaciones únicamente se ha llevado a cabo una operación mediante este tipo de sistemas: la venta de una participación del 0,28% del capital de Telefónica por SEPPa.

El CCP ha resaltado que los principios de publicidad, transparencia y concurrencia se cumplen en mayor medida en una OPV que en un sistema de venta como el descrito en el párrafo anterior. En general, el CCP ha encontrado que este tipo de operaciones puede justificarse cuando coincidan simultáneamente dos circunstancias: a) cuando los paquetes accionariales en venta sean demasiado grandes para su venta a través de órdenes diarias en bolsa, lo que obligaría a desarrollar cada una de las operaciones de venta durante varios días, con los riesgos que ello puede implicar; b) cuando el paquete accionarial en venta no sea lo suficientemente grande como para justificar el esfuerzo y los costes (muchos de ellos fijos) que supone la preparación y la ejecución de una OPV.

4. RECOMENDACIONES SOBRE NO OPVS

Dentro del actual Programa de Privatizaciones se han realizado 42 operaciones de venta diferentes a OPVs, algunas de las cuales se han realizado en combinación con las propias OPVs (por ejemplo en Aceralia, Iberia, o Ence). Estas operaciones han tenido la forma de concursos, aunque también se han utilizado otros métodos como subastas, adjudicaciones directas, etc.

4.1 Separación entre la figura del Asesor y la del valorador.

El CCP ha realizado la recomendación de que en las operaciones que no se lleven a cabo mediante OPV el valorador sea una entidad diferente del asesor. El objetivo de esta recomendación sería intentar evitar la aparición de potenciales conflictos de interés entre los que valoran y los que asesoran al Agente Gestor de la operación. También se considera que con esta recomendación se incrementa la transparencia y se cumple, en mayor grado, con el "espíritu" del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, en el que se menciona una entidad "externa" para realizar la valoración, ya que podríamos considerar que, en cierto sentido, el asesor se "internaliza" en la operación. Por otra parte, la existencia de las dos figuras mencionadas permitiría que el asesor emitiera su opinión sobre el informe del valorador y/o realizase una valoración adicional.

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 recibiría únicamente la parte de los honorarios que no estuviera vinculada a la prima de éxito (que

suele ser un importe muy inferior al de esta). En este caso, el asesor podría estar interesado en proponer una valoración baja de la empresa, con el fin de facilitar la operación.

Alternativamente al nombramiento de un asesor y un valorador independiente, el CCP ha planteado, como opción de menor coste, la posibilidad de que la valoración realizada por el asesor sea sometida a una "fairness opinión" por parte de una entidad especializada independiente.

4.2 Sobre los conflictos de interés del asesor

En diferentes ocasiones, el Consejo ha manifestado su especial preocupación ante la posibilidad de que pudieran surgir potenciales conflictos de interés entre las entidades participantes en las distintas fases de la privatización.

Una de esas situaciones de potencial conflicto de interés se puede poner de manifiesto en la fase de selección de asesores. En esta situación el CCP ha estimado que cuando el conflicto de interés no sea de la importancia suficiente como para incompatibilizar al asesor podría tenerse en cuenta en el baremo este tipo de situaciones intermedias.

Otra de las posibles situaciones de conflicto de interés puede plantearse de forma sobrevenida una vez que el asesor ha iniciado la prestación de sus servicios. Por ejemplo, puede suceder que el asesor inicialmente no plantee ningún tipo de conflicto de interés y que, con posterioridad, una integración entre sociedades en las que participe el propio asesor o su matriz genere una potencial situación de conflicto de interés. Otra situación similar podría darse cuando se producen cambios en el Consejo de Administración del asesor o de su matriz y se incorporan personas que pueden tener intereses en alguno de los potenciales compradores. En general, el CCP ha recomendado a este respecto que se debe prestar una especial atención a los potenciales conflictos de interés sobrevenidos y que se articulen medidas preventivas para evitarlos. Una de estas medidas sería la de prever en el contrato que se firme con el asesor la posible rescisión del contrato así como la remuneración a percibir por el asesor por los servicios ya prestados.

En este sentido, en ocasiones en las que se ha presentado situaciones de potenciales conflictos de interés sobrevenidos el CCP se ha mostrado partidario de la sustitución del asesor y, por tanto, ha considerado razonable la decisión de rescindir sus servicios cuando ha sido adoptada por el Agente Gestor.

4.3 Informe del asesor

En numerosas ocasiones el CCP ha reconocido la utilidad que para el cumplimiento del principio de transparencia supone contar con un informe realizado por el asesor independiente de la operación. Con este informe se contribuye a aumentar la objetividad y transparencia del proceso de selección del comprador final.

En este sentido el CCP ha recomendado que en los expedientes se incluya un informe del asesor en el que describa y valore el proceso seguido. Entre otras cuestiones en ese informe el asesor realizaría una descripción detallada de los contactos mantenidos y de las actuaciones llevadas a cabo para dar a conocer el proceso; una descripción y comparación de las ofertas presentadas; su opinión razonada sobre cual es, en función de los criterios establecidos previamente por el Agente Gestor, la mejor oferta, etc. Adicionalmente, el mero conocimiento de la existencia de informe del asesor puede contribuir a disminuir el grado de discrecionalidad del propio Agente Gestor y a incentivar una más amplia justificación de las decisiones adoptadas a lo largo del proceso.

4.4 Concurrencia en la selección del comprador.

El CCP ha realizado varias recomendaciones sobre la concurrencia en la selección del comprador. A continuación se realiza una agrupación de los diferentes aspectos relativos a la concurrencia en la selección del comprador que han sido puestos de manifiesto en los dictámenes del CCP.

4.4.1 Convocatoria de compradores

El CCP se ha mostrado partidario de que los procesos se abran a todos los candidatos interesados a través de una adecuada publicidad y que se garantice la igualdad de oportunidades a los posibles candidatos. En el caso de que el Agente Gestor establezca una serie de requisitos mínimos o determinados perfiles al que debían adecuarse todos los compradores potenciales el CCP ha recomendado la realización de un cuidadoso análisis de las ventajas e inconvenientes que puede presentar la utilización de dicho filtro y, en todo caso, que se expliciten y se justifiquen clara y suficientemente las razones por las que se ha recurrido al establecimiento de un determinado perfil para poder presentarse al proceso de venta.

4.4.2 Venta directa

Teniendo en cuenta lo indicado en el punto anterior el CCP ha considerado que la venta de una participación pública mediante adjudicación directa debe revestir un

carácter absolutamente excepcional y tener razones que la justifiquen. En aquellos casos en que sea previsible una ausencia de interés por parte de otros posibles interesados el CCP ha recomendado que el Agente Gestor realice un especial esfuerzo para contrastar esta hipótesis en el propio mercado. En los casos en que formalmente no exista competencia es especialmente aplicable la recomendación incluida en el punto 4.6 relativa al establecimiento de una cláusula que asegure al Agente Gestor la participación en las posibles plusvalías por la posible venta posterior de la empresa durante un periodo de tiempo determinado.

4.4.3 Derechos de tanteo y cláusulas estatutarias

En relación con la utilización de derechos de tanteo en las ventas de empresas públicas el CCP ha indicado que introduce un factor de desequilibrio en cuanto el desarrollo del proceso de privatización, que afecta al principio de igualdad de oportunidades que, en principio, ha de presidir cualquier operación de privatización, desincentivando la concurrencia. Por ello, el Consejo ha recomendado que se analicen los costes de recurrir a los derechos de tanteo y adquisición de preferente y sólo se recurra a ellos en situaciones excepcionales debidamente justificadas.

En las situaciones en las que se haya concedido un derecho de tanteo el CCP considera que la atribución de este derecho debería estar acompañada de un conjunto de medidas que permitan el mayor juego posible del principio de concurrencia. Asimismo, es necesario un especial rigor en cuanto a la fijación del precio mínimo de venta, ya que este adquiere una especial relevancia debido al riesgo de que no se obtengan ofertas en el mercado y, por tanto, el precio de venta coincida finalmente con dicho precio mínimo.

Además de derechos de tanteo, pueden existir otros tipos de acuerdos que dificulten la utilización de un procedimiento concurrencial en la venta de empresas públicas. Estos acuerdos pueden tener un efecto directo en la concurrencia (por ejemplo, la exigencia de consentimiento por parte de algún accionista para el cambio de titularidad de las acciones) o indirectos (por ejemplo, a través de cláusulas que impidan que un tercero pueda acceder a la tecnología) que en la práctica pueden suponer dificultades para que se produzca la venta de la participación pública en la empresa a cualquier potencial comprador. Por tanto, estos acuerdos pueden tener unos efectos sobre la concurrencia similares a los derechos de tanteo, por lo que las recomendaciones del CCP sobre derechos de tanteo pueden ser extensibles también a estos otros tipos de cláusulas. En todo caso, y ante este tipo de situaciones, el CCP ha recomendado al Agente Gestor que con independencia de las limitaciones preexistentes, se intente desarrollar un proceso de venta normalizado y concurrencial.

4.5 Sobre la publicidad

4.5.1 Contactos previos del asesor

Una de las tareas normalmente encomendadas al asesor es la de elaborar una lista de potenciales compradores de la empresa a privatizar (preselección) y el establecimiento de un primer contacto con dichos potenciales compradores para verificar su posible interés en la empresa. El CCP ha indicado en sus dictámenes que estos contactos del asesor con potenciales compradores deberían ser lo más amplios posible. El asesor debería fundamentar la preselección en criterios objetivos y, con posterioridad, justificar adecuadamente la preselección realizada. El motivo de esta recomendación es otorgar a todos los posibles interesados, en la medida de lo posible, la misma situación de partida ya que estos contactos previos podrían dar alguna ventaja a los posibles compradores que hayan sido contactados frente a aquellos otros que no lo hubieran sido.

4.5.2 Publicitar el carácter abierto de las operaciones de privatización.

El Consejo ha recomendado que, junto a los contactos previos desarrollados por el asesor previa preselección de potenciales interesados, se arbitren mecanismos que permitan una difusión lo más amplia posible de la operación. El objetivo no sería solo el de informar sobre las intenciones del Agente Gestor de proceder a la venta de una empresa sino la de transmitir la idea de que la venta está abierta a todos los posibles interesados que cumplan con los requisitos que, en su caso, establezca el Agente Gestor. El hecho de que, en determinados casos, el adjudicatario final de la privatización haya resultado una entidad inicialmente no incluida en la lista de preseleccionados por el asesor contribuye a reforzar esta consideración del CCP.

Sobre esta cuestión el CCP ha señalado que la mera difusión de notas o declaraciones no asegura una adecuada publicación, en grado y en forma, de los aspectos de la operación que puedan interesar al Agente Gestor, ya que, en todo caso, dependerá de la forma en que cada medio reproduzca la noticia. Por ello, se recomienda que esta labor se complemente con la inserción de anuncios, redactados específicamente para tal fin, en los medios que se consideren adecuados.

3.6 Cláusulas para recuperar posibles plusvalías que se generen en ulteriores ventas de la empresa.

En determinadas operaciones en las que por diversas razones no fuera posible obtener ofertas competitivas en el mercado, el CCP ha recomendado el establecimiento de una cláusula en el contrato de compraventa por la cual, durante un periodo de tiempo determinado, el comprador se comprometa a rembolsar al vendedor la diferencia en

precios que obtuviera en una eventual reventa de las acciones compradas.

4.7 Procedimiento normalizado para la selección del comprador. Existencia de unas bases o criterios mínimos.

4.7.1 Existencia de unas bases o criterios básicos

El CCP se ha referido en diferentes dictámenes a la conveniencia de que la SEPI elabore unas “Normas o Criterios Básicos” específicos para cada operación que contengan las bases por las cuales se regirá el proceso (por ejemplo, la indicación de las distintas fases de la venta con indicación de los plazos estimados para cada una de ellas, los criterios y el orden de importancia por los que se valoraran las ofertas, etc). Las razones de esta recomendación son varias, entre las que se encuentran el incrementar la transparencia y las garantías de igualdad de trato entre todos los participantes y la de limitar, en algún grado, la posible discrecionalidad del Agente Gestor (y por tanto la incertidumbre de los potenciales candidatos) en el desarrollo de la operación.

En concreto, la reducción de algunos de los costes con los que se enfrentan los compradores cuando deciden entrar en un proceso de compraventa (en términos de tiempo, esfuerzo y recursos empleados en el estudio de cuadernos de venta, “due dilligence” y en su caso, en la redacción de ofertas preliminares y vinculantes) puede contribuir a fomentar la concurrencia. Pero existe además otro coste más difícil de cuantificar relacionado con el grado de incertidumbre de la operación provocado por el posible nivel de desconocimiento sobre el proceso de venta, así como el plazo a lo largo del cual se desarrollará y culminará la operación. Esto puede disminuir el atractivo de la compra a favor de otras posibles alternativas de inversión disponibles para el potencial comprador.

Por todo ello, una posible manera de reducir esos costes de los potenciales compradores y, por tanto, de incentivar su participación en los procesos de venta, consistiría en intentar disminuir, en la medida de lo posible, la incertidumbre a la que se enfrentan en el momento de decidir su participación o no en el proceso de venta. Por esta razón, junto con el aumento de la transparencia del proceso, el CCP ha recomendado la elaboración de unos “Criterios Básicos” que, con la flexibilidad que cada operación necesite, contengan las previsiones del Agente Gestor sobre diferentes aspectos como, por ejemplo, cual va a ser el previsible desarrollo temporal de la operación y sus diferentes fases, plazos para la presentación de ofertas preliminares y vinculantes, requisitos que deben contener dichas ofertas, criterios que se tendrán en cuenta para la evaluación de las ofertas, tiempo previsible que necesitarán el Agente Gestor y el asesor para el análisis de las propuestas presentadas, etc. Adicionalmente, en estos “Criterios

Básicos” se podría señalar la postura a adoptar por el Agente Gestor ante la posible eliminación de ofertas no vinculantes y en concreto, las posibles razones que determinarían dicha exclusión.

4.7.2 Difusión de las “bases”

Una vez elaborados estos “Criterios” es necesario que los potenciales compradores los conozcan cuando están decidiendo su participación en la operación, es decir, con anterioridad a la firma de la carta de confidencialidad, ya que, precisamente, se trataría de incentivarles a su presentación. Por ello, el Consejo recomienda que en las cartas de convocatoria remitidas a los potenciales compradores, o bien en las Bases del Proceso puestas a disposición de todos ellos: a) se incremente la información en lo que se refiere al desarrollo previsto de la operación, en la línea de lo comentado en el punto anterior y, b) que esa información sobre el desarrollo de la operación se ponga a disposición de los potenciales compradores desde el comienzo de la operación. (Esta última recomendación no se refiere a la información que hace referencia a la descripción de la empresa a privatizar lo cual parece lógico que no se difunda hasta que se firmen las correspondientes cartas de confidencialidad sino sólo a lo que concierne al previsible desarrollo del proceso de venta.

4.7.3 Grado de seguimiento de las “bases” por parte del Agente Gestor

En opinión del Consejo, al fijar y difundir dichos “Criterios Básicos” se contribuye a disminuir el grado de incertidumbre, por ejemplo, en lo que se refiere a la duración y el desarrollo del proceso. En la medida en que el Agente Gestor se ajuste a las previsiones contenidas en dichos “Criterios” y, en su caso, se justifiquen razonablemente las posibles desviaciones, se estará dando al “mercado” una señal positiva que disminuya la posible incertidumbre sobre el desarrollo de los procesos de privatización, además de incrementar su concurrencia y transparencia.

Adicionalmente y en parte relacionado con lo anterior, el Consejo opina que los retrasos prolongados hasta la conclusión de determinados procesos de venta pueden elevar la incertidumbre sobre los plazos en que se culminan las ventas de las empresas públicas, lo cual podría tener efectos negativos sobre la concurrencia en futuras operaciones de privatización. Por esta razón se ha recomendado a los Agentes Gestores que realicen un especial esfuerzo para evitar aquellas situaciones que pudieran alargar de manera significativa los plazos inicialmente fijados para el cierre de la operación.

4.8 Plazo para la presentación de ofertas

Como se indica en diferentes puntos de este apartado, una de las principales

preocupaciones del Consejo a lo largo del Programa de Privatizaciones ha sido la de asegurar un adecuado nivel de concurrencia en todos los procesos de privatización desarrollados. En concreto, el CCP ha indicado que, en aquellos casos en los que el número de ofertas recibidas sea reducido, deben analizarse las posibles causas que han podido originar este hecho e intentar solucionar aquellas que pudieran deberse al propio diseño de la operación. Así, en ocasiones, el argumento utilizado por los candidatos preseleccionados para la no presentación de propuestas de compra fue la falta de tiempo para preparar sus ofertas. Por ello se ha recomendado que en el momento de diseñar los plazos para las distintas fases de la operación, estos deberían ser lo suficientemente amplios al objeto de no desincentivar la concurrencia y evitar situaciones que beneficien a aquellos candidatos con un mejor y más amplio conocimiento previo de la empresa en venta.

4.9 Fijación de un baremo y normas para su aplicación en la selección del comprador.

Este punto recoge una serie de recomendaciones en las que el Consejo ha venido insistiendo repetidamente a lo largo de sus dictámenes, pero también, posiblemente, sea uno de los aspectos en los que se haya producido una mayor evolución dentro de las operaciones de privatización.

4.9.1 Existencia de un baremo para la comparación de ofertas

En el inicio del Programa de Privatizaciones era habitual que no existiera un baremo previo en el que se señalara la importancia que iban a tener conceptos tales como el precio y el plan industrial para valorar las ofertas presentadas por los potenciales compradores. Posteriormente los Agentes Gestores comenzaron a utilizar baremos para esta finalidad. El CCP consideró que la existencia de dicho baremo contribuía positivamente a dotar de mayor transparencia los procesos de privatización.

En la actualidad puede considerarse generalizada la utilización de baremos en todas las operaciones de privatización.

4.9.2 Aprobación del baremo con anterioridad a la recepción de las ofertas.

A partir de la existencia de los primeros baremos para la selección del comprador, el CCP comenzó a insistir en la necesidad de que con anterioridad a la recepción de las ofertas se aprobara el baremo que se utilizaría para calificar las distintas ofertas de compra, tal como se venía haciendo desde el inicio del Programa de Privatizaciones en los procesos de selección del asesor financiero.

4.9.3 Aprobación de las normas para la aplicación del baremo y de los sistemas para la asignación de puntos con anterioridad a la recepción de las ofertas.

El CCP consideró que no sólo era importante la aprobación del baremo con anterioridad a la recepción de las ofertas, sino que era conveniente que se aprobaran también las normas para la aplicación del mismo y los sistemas de asignación de puntos. Esto último reviste gran importancia ya que, con un mismo baremo, distintos criterios en la asignación de puntos pueden dar lugar a alteraciones significativas en las puntuaciones de los candidatos.

4.9.4 Objetivación de los aspectos del baremo más sujetos a interpretación

Una de las cuestiones que ha suscitado un especial interés en el Consejo es la referida a la utilización de sistemas para la selección de compradores que contribuyan a objetivar al máximo las decisiones adoptadas por el Agente Gestor. Por esta razón, se ha insistido en que en los baremos para la selección de los compradores (aunque también sería aplicable en la selección de asesores) se basen en mayor medida en criterios objetivos, insistiendo en todo caso en la conveniencia de realizar un esfuerzo en la objetivación y cuantificación de los mismos. Esto último sería especialmente importante en lo que se refiere al Plan Industrial ofertado por los compradores, dentro de cuyo epígrafe se incluyen aspectos de carácter cualitativo y, en consecuencia, sujetos a una mayor carga subjetiva desde el punto de vista de su valoración (por ejemplo, grupo oferente, proyecto empresarial, inversiones, financiación del proyecto, personal, garantías aportadas, ...).

4.9.5 Existencia de unos “requisitos mínimos” en las bases

Con la finalidad de aumentar la importancia de los criterios más objetivos, el CCP ha planteado la posibilidad de aumentar la importancia de los denominados “requisitos mínimos” exigidos a todos los oferentes, para asegurar así que los candidatos incluyan en sus ofertas todos aquellos aspectos que el Agente Gestor estime realmente necesarios. Posteriormente, y sólo para aquellos candidatos que están dispuestos a cumplir con los requisitos mínimos, se utilizaría un baremo donde los criterios objetivos tengan una importancia preponderante. Este sistema de selección integraría una elevada objetividad y transparencia a la hora de la decisión final, al mismo tiempo que aseguraría un tratamiento adecuado al cumplimiento de aquellos aspectos que, en cada operación, puedan interesar especialmente al agente gestor, aunque su dificultad de objetivación sea mayor.

4.9.6 Informar a los candidatos de la importancia relativa de los distintos criterios del baremo

El Consejo opina que, tanto el orden de importancia de los criterios por los cuales serán evaluadas las ofertas como las pautas generales utilizadas en la asignación de puntos a cada uno de dichos conceptos, debían incluirse de forma detallada en las Bases del Proceso remitidas a todos los potenciales oferentes con anterioridad a la presentación de sus propuestas de adquisición. Esto es importante por cuanto contribuye a fomentar la competencia efectiva entre los participantes favoreciendo al mismo tiempo la objetividad y la transparencia del proceso. El CCP ha estimado que es conveniente la publicidad del orden relativo de los criterios, no necesariamente los puntos concretos de cada criterio, aunque ha estimado de forma especialmente positiva los procesos de privatización en los que dicha puntuación era pública.

4.9.7 Explicación y justificación de la puntuación aplicada a las distintas ofertas

El CCP ha recomendado que, con posterioridad a la valoración de los planes industriales, se razone y justifique de forma clara y detallada el modo en el que se han aplicado los puntos en cada uno de los criterios del baremo y, en definitiva, que se justifique de forma suficiente la decisión de adjudicación tomada por el Agente Gestor. Asimismo, dicha decisión debe completarse con los informes valorativos de las distintas ofertas elaborados por el asesor de la operación, así como de las posibles ventajas e inconvenientes que, en su opinión, contengan los diferentes planes de los finalistas.

3.10 Ponderación del precio

Dentro de la citada preocupación del Consejo por la utilización de sistemas que contribuyan a objetivar al máximo las decisiones adoptadas a lo largo del proceso de privatización, el CCP ha recomendado que se asigne una elevada importancia al criterio del precio por considerar que se trata del concepto más cuantificable y, en consecuencia, más fácilmente objetivable, dentro del baremo.

El aumento de la importancia de este criterio se consigue no sólo a través del incremento de la ponderación asignada dentro del baremo, sino también mediante la fijación de sistemas de puntuación que no tiendan a minimizar las diferencias de puntos que los candidatos pueden obtener en este criterio. Esto último es importante por cuanto de modo contrario los oferentes tendrían escasos incentivos a presentar ofertas económicas elevadas, ya que ello apenas les serviría para mejorar su puntuación global y, por tanto, incidiría de manera reducida en sus probabilidades de ganar el concurso.

Adicionalmente, el hecho de que la formula utilizada no implique la adopción de una

decisión sobre cual sería la puntuación mínima es otro elemento que va en la línea de disminuir la discrecionalidad asociada a todas estas decisiones, por la que el CCP se había mostrado preocupado en diferentes ocasiones. En todo caso, tanto la puntuación asignada al criterio del precio dentro del baremo, como el sistema utilizado para la puntuación de las ofertas económicas deben aprobarse con anterioridad a la recepción de las propuestas por los distintos candidatos.

4.11 Sobre el papel de las diferentes fases (de ofertas no vinculantes y de ofertas vinculantes) en los procesos de selección de compradores.

En determinadas operaciones, la búsqueda de potenciales compradores se estructura en dos fases: la primera de ellas supone la presentación de ofertas no vinculantes por los participantes y posteriormente, tras el “due diligence” (data room, entrevistas con los directivos y visitas a las instalaciones de la empresa), deben presentarse las ofertas vinculantes y definitivas de adquisición. Dada la escasa información de la que disponen los candidatos para realizar las ofertas no vinculantes, estas pueden variar significativamente en las fases siguientes e incluso provocar comportamientos estratégicos de los participantes (podrían tomar precauciones y realizar ofertas preliminares bajas, o por el contrario, dado su carácter no vinculante, ofrecer una cifra elevada y asegurarse así su paso a la siguiente fase) lo que desvirtuaría en cierta medida el proceso de selección. El Consejo ha considerado que el alcance que debería darse a las ofertas preliminares, o no vinculantes, tendría que ser necesariamente limitado, puesto que los candidatos no han tenido acceso en ese momento a gran parte de la información relevante de la empresa. Por ello, para favorecer una mayor concurrencia en el proceso, la exclusión de compradores en la fase de ofertas no vinculantes debería tener un carácter excepcional y que, en caso de producirse, deberían quedar suficientemente explicadas y justificadas por el Agente Gestor.

4.12 Denominación expresa de la condición de oferta vinculante y definitiva

En la fase de presentación de ofertas vinculantes se podrían utilizar varios sistemas a la hora de recibir las distintas propuestas de adquisición: en uno de ellos los candidatos podrían presentar una única y definitiva oferta; en otro alternativo los candidatos tendrían la oportunidad de ir mejorando sus ofertas en varias etapas sucesivas. En principio, y aunque los diferentes sistemas puedan tener ventajas relativas en determinados contextos, ambas alternativas podrían ser válidas desde el punto de vista del vendedor siempre que los potenciales compradores supieran, con certeza, cuál iba a ser el sistema utilizado por el Agente Gestor. Sin embargo, cuando esto último no ocurre los resultados obtenidos por el vendedor podrían no ser satisfactorios por el posible comportamiento estratégico de los compradores.

Cuando se recurre al sistema comentado en primer lugar (en el que los candidatos sólo pueden presentar una única y definitiva oferta) el Consejo ha recomendado que en las Bases se emplee la expresión “Oferta Vinculante y Definitiva” o cualquier otra denominación que manifieste aún mas claramente que el candidato no podrá mejorar su oferta con posterioridad a la presentación de dicha propuesta de adquisición (en el caso de que sea esta la elección la elección escogida), evitando así la aparición de posibles incertidumbres entre los participantes.

4.13 Negociación en exclusiva con los candidatos una vez presentadas las ofertas vinculantes de compra

En algunas de las operaciones llevadas a cabo durante el actual Programa de Privatizaciones era habitual que tras las dos fases de ofertas no vinculantes y ofertas vinculantes se estableciera una negociación con el comprador seleccionado para cerrar el acuerdo de compraventa. En relación con dichas negociaciones el Consejo ha opinado que el desarrollo de las mismas puede poner en conflicto la transparencia deseable de la operación con la flexibilidad de la misma, dificultando en gran medida el equilibrio entre ambos objetivos. Por ello, se recomienda que, con posterioridad a la presentación de las ofertas, no se negocie con los participantes, limitándose los contactos a aclaraciones o a la subsanación de errores sobre el contenido de las ofertas. En todo caso, se recomienda a los Agentes Gestores que realicen el máximo esfuerzo en homogeneizar las ofertas, haciéndolas más fácilmente comparables entre si, ya que ello reduciría la necesidad de llevar a cabo negociaciones posteriores con los candidatos. La inclusión en el borrador del contrato de compraventa de los compromisos que deben asumir necesariamente todos los oferentes, o la exigencia de unos requisitos mínimos previamente fijados en las Bases de la operación, facilitarían dicha homogeneización.

4.14 Negociación en exclusiva con los candidatos en las fases iniciales del proceso

El CCP se ha mostrado contrario a que ya en la fase de ofertas no vinculantes se recurra a la negociación en exclusiva con alguno de los potenciales interesados en la compra de la empresa. El motivo de esta recomendación sería que este tipo de negociaciones limita la competencia y elimina la “presión competitiva” sobre el comprador. Adicionalmente, la negociación bilateral puede ser un sistema menos transparente.

Por otra parte, los Agentes Gestores deben intentar que dichas negociaciones con los candidatos, en caso de producirse, tengan un horizonte temporal limitado, evitando

así que, en caso de no existir finalmente acuerdo, el resto de potenciales compradores pierda interés en el proceso.

4.15 Oferta del equipo directivo de la empresa

El CCP estima que la intervención de los directivos en una de las ofertas de compra, de manera individual o dentro de un consorcio, origina importantes asimetrías informativas con el resto de candidatos. Por ello, recomienda a los Agentes Gestores que se eviten este tipo de situaciones o que, en su caso, se tomen las debidas precauciones y controles para garantizar la transparencia y la igualdad de oportunidades de todos los participantes en el proceso.

4.16 Sobre la venta a término

Recientemente, y por primera vez desde el inicio del actual Programa de Privatizaciones, el Agente Gestor ha propuesto una operación que incluye el sistema de “venta a término”. Este método de venta implica que el socio público no sale del capital de manera inmediata, sino que se mantiene como accionista de la empresa hasta el vencimiento del plazo fijado lo cual puede presentar, en opinión del Consejo, diversos inconvenientes. Así, el Agente Gestor se compromete a vender su participación en la empresa en el momento actual a un precio indeterminado, y que dependerá en todo caso de la gestión de la empresa hasta el vencimiento del término, lo cual puede suponer una limitación a la transparencia del proceso. Por estas razones, el CCP recomienda que se evite, en lo posible, la utilización de la “venta a término” como método de privatización.

4.17 Sobre la utilización de la subasta como sistema de venta.

En determinadas operaciones de venta, los Agentes Gestores han utilizado el sistema de subasta como método de venta de empresas públicas, lo cual ha merecido una valoración favorable en relación con los principios de publicidad, transparencia y concurrencia. Aunque el CCP considera que no es siempre posible la utilización de este método, hay que recordar que la subasta facilita la realización de una convocatoria universal de los participantes en la misma, previo cumplimiento de una serie de requisitos mínimos de solvencia económica e inexistencia de antecedentes negativos jurídico-económicos para dichos candidatos. Con ello se evita la necesidad de realizar una preselección de candidatos que, como se ha indicado, puede suponer una limitación de partida para el nivel de concurrencia del proceso. Por otra parte, con el método de subasta, al seleccionar al/los ganador/es en función del precio ofrecido, se refuerza la objetividad y disminuye el grado de discrecionalidad.

4.18 El acuerdo de compraventa y el tratamiento de las contingencias

En el contrato de compraventa, firmado por ambas partes, deben quedar recogidos todos los compromisos adquiridos por el comprador a través de su oferta y en concreto, todos aquellos referidos al Plan Industrial presentado para la empresa. Adicionalmente, la inclusión de cláusula penal en caso de incumplimiento aseguraría un adecuado acatamiento de dichos compromisos. Esto sería importante en aquellos casos en que estos aspectos entren a formar parte del baremo para valorar las ofertas y, por tanto, haya podido influir en la decisión final.

Respecto al tratamiento de las contingencias o pasivos ocultos que podrían aparecer con posterioridad a la firma del contrato de compraventa, la posición del CCP ha sido la de recomendar que dichas contingencias queden limitadas, en la medida de lo posible, en el propio contrato y, en especial, que se realice un esfuerzo en las estimaciones de su cuantificación y en su posterior seguimiento temporal.

4.19 Sobre negociaciones entre el Agente Gestor y los potenciales compradores relativas a aspectos ajenos al proceso de venta.

En alguna operación, junto a las negociaciones propias del proceso de adjudicación de la empresa, el Agente Gestor y la empresa privatizada han mantenido negociaciones con algunos de los grupos oferentes con el fin de obtener acuerdos de carácter industrial o de negocio diferentes al de la adquisición de la empresa. El Consejo considera que este tipo de negociaciones podrían, en determinadas circunstancias, afectar a la transparencia del proceso de privatización, por lo que ha recomendado evitar en lo posible su simultaneidad con dicho proceso.

4.20 Sobre las valoraciones

La existencia de las valoraciones externas son un elemento importante para la transparencia del proceso y sobre las que el CCP ha realizado diversas recomendaciones en sus dictámenes.

4.20.1 Métodos

El Consejo ha defendido, con carácter general, que el descuento de flujos de caja sea el método básico a utilizar en la valoración de las empresas en venta y que, en aquellos casos en los que existan razones por las cuales no se pueda utilizar, estas se encuentren debidamente justificadas. Adicionalmente, el descuentos de flujos de caja

puede completarse con la aplicación de otros métodos de valoración, tales como los múltiplos de compañías comparables, que servirían de contraste a los resultados obtenidos por la primera de las técnicas señaladas.

A pesar de lo anterior el CCP es consciente que pueden producirse casos en los cuales la aplicación del descuento de flujos muestre determinadas debilidades técnicas, como es el caso de la dificultad existente para descontar flujos de caja negativos. Así, la aplicación de una tasa de descuento sin correcciones a unos flujos negativos puede llevar a la paradoja de que cuanto mayor sea la tasa de descuento aplicada (debido a la existencia de una prima de riesgo mayor), más elevada resultaría la valoración de la empresa. En tales circunstancias, resultaría más adecuada la aplicación de otros métodos de valoración como, por ejemplo, el del valor patrimonial neto o el valor liquidativo de la empresa.

4.20.2 Actualización de las valoraciones.

En relación con los métodos de valoración, el CCP ha estimado la conveniencia de actualizar en lo posible las valoraciones efectuadas, especialmente en aquellos casos en los que transcurra un largo periodo de tiempo entre la realización del informe de valoración y el momento en que SEPI adopta su decisión de venta, o bien en aquellas situaciones en las que existan desviaciones destacadas entre las previsiones tenidas en cuenta en la valoración y la posterior evolución de la empresa.

4.20.3 Contenido de los informes de valoración.

En relación con el contenido de los informes de valoración, el CCP ha realizado algunas recomendaciones, entre las que cabe destacar las siguientes:

- El asesor debe realizar, con carácter previo a la valoración de empresa, un diagnóstico previo de la misma, de su situación económico-financiera, posición competitiva, así como de la posible evolución futura de la misma.
- El CCP ha recalcado en diferentes dictámenes la importancia que tiene la justificación de las hipótesis tenidas en cuenta por el Asesor en la proyección de los flujos financieros de la empresa objeto de la valoración, con el fin de comprobar la razonabilidad de dichas proyecciones.
- El valorador debe explicar de manera clara y suficiente los supuestos o hipótesis en los cuales ha basado las estimaciones incluidas en su informe, como es el caso de la tasa de descuento de aplicada así como de aquellas otras variables que influyen en su calculo (estructura financiera óptima, prima de riesgo, etc) o el valor residual estimado de la empresa. En este sentido, el Consejo ha señalado que los asesores deberían prestar especial atención en no penalizar excesivamente las valoraciones

mediante la aplicación de descuentos en cada una de las variables que intervienen en el proceso de valoración: proyecciones, beta estimada de la compañía a privatizar, prima de riesgo, intervalo de valoración aplicable, etc.

- Los informes de valoración deben ser autoexplicativos e incluir unas conclusiones en las cuales el valorador manifieste su opinión acerca del rango de valoración final de la empresa que estima razonable.
- Finalmente, el informe de valoración debe completarse con un análisis de sensibilidad de la valoración ante variaciones de las hipótesis o supuestos tomados por la entidad valoradora.

4.20.4 Momento de presentación

En opinión del consejo, el informe de valoración debería realizarse y entregarse antes de recibir las ofertas de adquisición de los candidatos, con independencia de que posteriormente se elabore una actualización de dicho informe, ya que así la valoración podría ser utilizada como un indicador más para el análisis de las ofertas presentadas. Además, la presentación del informe tras conocer el contenido de las ofertas acentuaría la posible aparición de un conflicto de interés, especialmente en aquellos casos en los cuales coinciden en una misma entidad las funciones de valorador y asesor (sobre este punto se recuerda la recomendación del Consejo de separar ambas figuras en entidades independientes).

4.20.5 Valoraciones de las empresas que son objeto de intercambio accionarial.

Aunque no ha sido una situación muy repetida a lo largo del proceso de privatizaciones, si se han desarrollado operaciones en las cuales la privatización se ha realizado mediante el intercambio accionarial. En estas operaciones, el CCP recomendó que, al igual que se realiza una valoración de las acciones de la empresa privatizada según lo previsto en el Acuerdo del Consejo de Ministros de junio de 1996, también era recomendable que se elaborase la valoración de la empresa (o grupo de empresas) de la cual se recibían las acciones.

4 ANÁLISIS SOBRE EL CUMPLIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES DEL CCP

A continuación se incluye la Tabla AI.3 que contiene un análisis del cumplimiento de las recomendaciones del CCP por parte de los Agentes Gestores a lo largo del actual Programa de Privatizaciones. La primera parte de la tabla contiene las recomendaciones realizadas sobre la selección de asesores; la segunda parte las recomendaciones realizadas sobre operaciones llevadas a cabo mediante OPV; la tercera contiene las recomendaciones realizadas sobre privatizaciones llevadas a cabo por sistemas distintos a OPVs. Cada una de las recomendaciones incluidas en las tablas mencionadas se encuentra descrita en los epígrafes 2, 3 y 4 anteriores y en cada una de ellas se indica si ha sido o no seguida por parte de los Agentes Gestores, así como el grado de aplicación que ha tenido (se ha respetado la numeración de dichos epígrafes para facilitar su identificación). También se incluye una columna de observaciones que pretende aportar una mayor información sobre el seguimiento de las recomendaciones.

Uno de los criterios tenidos en cuenta es el de inclusión de una recomendación como cumplida incluso cuando sólo lo haya sido en las últimas operaciones realizadas, siempre que se entienda que va a seguir aplicándose en el futuro. En otras ocasiones el Agente Gestor se ha movido en la dirección indicada por una recomendación concreta del CCP aunque, en opinión del CCP, se podría avanzar en un grado mayor. En estos casos la recomendación se considera cumplida aunque en la columna de “grado de aplicación” aparezca la calificación de “parcial”.

Como conclusión de este apartado podemos decir que se ha ido aumentando el grado de cumplimiento de las recomendaciones del CCP hasta encontrarse en el 70%.

RECOMENDACIONES	CUMPLIMIENTO	GRADO DE APLICACION	OBSERVACIONES
RECOMENDACIONES SOBRE LA SELECCIÓN DE ASESORES			
2.1. Evitar las adjudicaciones directas en la selección de asesores.	SI	Alto	A lo largo del actual Programa se ha generalizado el uso de procedimientos concursenciales en la selección de estas entidades.
2.2. Sobre la preselección de las entidades en los concursos			
2.2.1. Convocatoria universal frente a convocatoria limitada.	NO	Bajo	El CCP no se ha mostrado contrario a la utilización de la convocatoria limitada, aunque ha recomendado que en aquellas ocasiones en las que las características de la operación lo permita, se utilice la convocatoria universal de entidades.
2.2.2. Incrementar el número de entidades preseleccionadas	SI	Parcial	Los Agentes Gestores han ido incrementando el número de convocados a estos concursos que, en general, ha resultado suficiente para garantizar un adecuado nivel de concurrencia.
2.2.3. Medidas para elevar el número de entidades que se presentan a los concursos.	SI	Parcial	Se ha ido mejorando progresivamente la preselección de entidades convocadas a los concursos.
2.2.4. Justificación de los criterios utilizados en la inclusión de candidatos en las convocatorias de los concursos.	NO	Bajo	El Agente Gestor ha mejorado en la aportación de explicaciones sobre los criterios por los que, en su opinión, se justifica la preselección realizada, aunque el CCP estima que se debe profundizar al respecto y seña útil la utilización de rankings u otros criterios objetivos que justifiquen dicha preselección.
2.2.5. Justificación de los criterios utilizados de exclusión de posibles candidatos en las convocatorias de los concursos.	NO	Bajo	Sería deseable que se incluyera también una explicación de los criterios de exclusión de determinadas entidades.
2.2.6. Aprobación previa de los criterios de inclusión/exclusión de candidatos.	NO	Bajo	Aunque se suelen aprobar con anterioridad a la convocatoria unos criterios generales sería conveniente un mayor grado de concreción en dichos criterios.
2.3. Prevaloración de la empresa en venta como criterio de selección	SI	Alto	Al comienzo del Programa de Privatizaciones se requiera a los candidatos que realicen una prevaloración de la empresa, que se incluya como criterio dentro del baremo de selección. Posteriormente, de acuerdo con la recomendación del CCP, se excluyó del baremo.
2.4. Sobre la ponderación de los criterios incluidos en el baremo.			
2.4.1. Aumentar la ponderación de las comisiones/honorarios en el baremo de selección	SI	Parcial-alto	Se ha observado un aumento del peso asignado a este criterio dentro del baremo, aunque esta evolución no ha sido homogénea en todas las operaciones.
2.4.2. Aprobación previa de los métodos de asignación de puntos a los criterios del baremo	NO		Esta recomendación no ha sido seguida por los Agente Gestores.
2.4.3. Utilización de sistemas de asignación de puntos por el criterio de las comisiones/honorarios que no contribuyan a disminuir su importancia frente al resto de los criterios.	SI	Parcial	En las operaciones realizadas recientemente se observa una mejora en este sentido aunque, en opinión del CCP, se debe profundizar en su cumplimiento
2.4.4. Objetivación y cuantificación de los criterios de selección más sujetos a interpretación.	SI	Parcial	Se ha ido producido una mejora en la aplicación de esta recomendación, pero al igual que en el caso anterior es mucho lo que se puede realizar.

RECOMENDACIONES	CUMPLIMIENTO	GRADO DE APLICACIÓN	OBSERVACIONES
2.4.5. Mejor justificación de las puntuaciones asignadas a cada uno de los criterios de las ofertas.	SI	Parcial-alto	Se ha incrementado la información proporcionada al Consejo sobre como se han asignado los puntos en los distintos criterios incluidos en el baremo.
2.5. Información a los candidatos en las cartas de convocatoria			
2.5.1. Información detallada sobre los servicios requeridos y la posible incompatibilidad de funciones del asesor.	SI	Parcial-alto	Las cartas de convocatoria remitidas a las entidades preseleccionadas proporcionan información sobre las funciones requeridas por el Agente Gestor, aunque en algunas cuestiones como en las "incompatibilidades" se podría profundizar.
2.5.2. Información sobre la importancia relativa de los criterios de selección	NO	Bajo	A menudo, no se proporciona información suficiente sobre la importancia relativa asignada a los distintos criterios del baremo, aunque en ocasiones se ha realizado alguna referencia a la relevancia del precio frente a otros criterios.
2.6. Cambio en las funciones iniciales del asesor (ampliación del mandato).	SI	Parcial	En recientes operaciones, en lugar de ampliar las funciones a realizar por el asesor para la actualización del informe de valoración, el Agente Gestor ha convocado un nuevo concurso de selección. Esto supone una mejora frente a operaciones previas en las que se amplió el mandato firmado por el asesor mediante negociación bilateral con el mismo.
2.7. Sobre el tiempo transcurrido desde la selección del asesor	NO	Bajo	En alguna OPV se ha registrado un elevado periodo de tiempo desde la selección del asesor hasta la ejecución de la operación.
2.8. Selección de otros asesores	NO	Bajo	La información proporcionada por los Agentes Gestores sobre la selección de determinados asesores no siempre resulta homogénea con la facilitada en el caso del asesor financiero o del valorador.
RECOMENDACIONES SOBRE OPVs			
3.1. Asesor financiero independiente.	NO	Bajo	En un elevado porcentaje de las OPVs no se ha seguido esta recomendación del Consejo.
3.2. Conflictos de interés Coordinador Global-Accionista Estable	SI	Parcial	Algunas de las medidas propuestas por el CCP han sido adoptadas (por ejemplo, el ser accionista estable ya no es considerado un mérito a la hora de evaluar las propuestas de los aspirantes al puesto de Coordinador Global). El cumplimiento de otras medidas señaladas por el CCP se facilitaría con la existencia de un asesor independiente.
3.3. Asignación de acciones en los tramos institucionales			
3.3.1. Prohibición de la adquisición de acciones por cuenta propia por parte de los Coordinadores Globales.	SI	Alto	Los organismos reguladores del mercado (CNMV, SEC) exigen el cumplimiento de esta recomendación.
3.3.2. Clasificación previa y objetiva de potenciales inversores para la asignación de acciones en el tramo institucional.	NO	Parcial	El CCP no ha tenido constancia documental de su cumplimiento (esta tarea se realizaría con posterioridad a la elaboración del dictamen del CCP)
3.3.3. Supervisión por parte del Agente Gestor de las decisiones adoptadas por los Coordinadores Globales.	SI	Parcial	Se ha ido mejorando el control ejercido por el Agente Gestor, el cual ha acumulado un mayor poder de decisión en determinados aspectos de la operación, tal y como se recoge en los folletos informativos registrados en la CNMV.

RECOMENDACIONES	CUMPLIMIENTO	GRADO DE APLICACION	OBSERVACIONES
3.3.4. Limitación de las funciones a desarrollar por parte de los Coordinadores Globales.	NO	Bajo	La existencia de un asesor independiente con funciones ampliadas constituiría una aportación al cumplimiento de esta recomendación. En parte, se han transferido funciones del Coordinador Global al Agente Gestor.
3.3.5. Tramo único institucional global	SI	Alto	En el inicio del Programa de Privatizaciones existían tramos institucionales segmentados por regiones, pero posteriormente, se ha generalizado la utilización de tramos globales, de acuerdo con la evolución del mercado, aunque solo para el mercado internacional.
3.3.6. Asignación automatizada de acciones en el tramo institucional	NO	Bajo	El CCP no tiene constancia de que se siga esta recomendación (que también se realizaría con posterioridad a la emisión del dictamen).
3.4. Asignación de acciones en el tramo minorista. Medidas para acercar las peticiones minoristas a la demanda real.	NO	Bajo	A lo largo del Programa de Privatizaciones, se han introducido ciertas medidas tendentes a limitar los posibles incentivos a la existencia de una demanda artificialmente elevada. Con todo, algunas propuestas no se han llegado a aplicar.
3.5. Medidas para favorecer un accionariado estable y evitar precios de venta múltiples	NO	Bajo	Se han introducido algunas medidas para evitar la venta inmediata de los títulos en el momento de la privatización, aunque la recomendación concreta del Consejo de tender a sustituir el descuento del tramo minorista por un bonus de fidelidad no se ha seguido.
3.6. Tramos minoristas especiales (reparto del coste con la empresa privatizada)	NO	Bajo	En algunas operaciones determinados costes de las OPVs han sido repartidos entre el Agente Gestor y la empresa privatizada (por ejemplo, en los gastos de publicidad). Sin embargo, no se tiene constancia de que los costes derivados del descuento orientado a los tramos de trabajadores hayan sido, al menos en parte, asumidos por la empresa privatizada.
3.7. No extensión de las ventajas del tramo minorista especial a otros colectivos	SI	Alto	En la operación de Tabacalera el Agente Gestor modificó su postura inicial después del informe del CCP, y decidió la no inclusión de determinados colectivos en las ventajas. También se ha restringido las ventajas a los trabajadores en activo de la empresa privatizada, evitándose su extensión a otros colectivos (por ejemplo a los trabajadores de los holding públicos).
3.8. Recomendaciones positivas del valor de la empresa a privatizar	SI	Parcial	Tras la recomendación del Consejo los Agentes Gestores no han utilizado las recomendaciones sobre el valor como criterio en el baremo de selección.
3.9. Sobre la existencia de un informe de valoración externo en las OPVs iniciales	SI	Alto	Los Agentes Gestores han contratado valoradores independientes en las OPVs iniciales.
3.10. Preferencia por la existencia de OPVs con tramo minorista, cuando las condiciones de la operación lo permitan.	SI	Parcial	En general los Agentes Gestores han incluido tramos minoristas en las OPVs aunque han existido diversas excepciones.
3.11 Sobre la utilización del sistema "Block Trade" en la venta de paquetes de empresas cotizadas en bolsa.			Sólo ha sido utilizado este método en una ocasión. Ello no permite verificar si se siguen las recomendaciones del CCP.
RECOMENDACIONES SOBRE OPERACIONES DISTINTAS A OPVs			
4.1. Separación de las funciones de Asesor y Valorador	SI	Parcial	En las últimas operaciones, el Agente Gestor se ha mostrado acorde con esta reiterada recomendación del Consejo, separando ambas funciones en entidades diferenciadas.

RECOMENDACIONES	CUMPLIMIENTO	GRADO DE APLICACIÓN	OBSERVACIONES
4.2. Sobre los conflictos de interés del asesor.	SI	Parcial	En una de las últimas operaciones desarrolladas se ha cumplido la recomendación del CCP, al rescindir el contrato con el asesor cuando se puso de manifiesto una situación de potencial conflicto de interés sobrevenido. En esa misma operación se incluyó explícitamente en el mandato firmado con el segundo asesor la posibilidad de rescisión del mismo en caso de incurrir dicha entidad en un conflicto de interés de forma sobrevenida.
4.3. Informe del asesor sobre el proceso de privatización desarrollado.	SI	Parcial	En los primeros dictámenes no existía un informe de estas características. Posteriormente se ha ido mejorando la calidad y los contenidos incluidos en dicho informe.
4.4. Concurrencia en la selección del comprador.			
4.4.1. Convocatoria de compradores.	SI	Parcial	En las primeras operaciones desarrolladas se utilizaron "perfiles" que limitaban el ámbito de los candidatos. Posteriormente aunque también se han utilizado se ha limitado en menor grado la posible participación en la compra de la empresa. En general se ha abierto el ámbito de los posibles interesados, además de utilizarse sistemas publicitarios que han difundido la disposición del Agente Gestor a vender la empresa.
4.4.2. Venta directa.	SI	Parcial	Las adjudicaciones directas revisten un carácter marcadamente excepcional, destacando los esfuerzos desarrollados por el Agente Gestor para promover la concurrencia en situaciones en las que los condicionantes existentes suponían una limitación importante a la misma.
4.4.3. Derechos de tanteo y cláusulas estatutarias.	SI	Parcial	Suponen una limitación a la concurrencia desde el inicio, ya que habitualmente estaban previstos en los estatutos de la empresa desde su creación. En estas situaciones, se ha tratado de desarrollar un proceso normalizado y concurrencial a pesar de las limitaciones existentes.
4.5. Sobre la publicidad			
4.5.1. Contactos previos del asesor.	SI	Alto	En general los contactos directos del asesor con potenciales compradores han sido amplios, habiéndose observado una mejora (mayor número de empresas contactadas).
4.5.2. Publicitar el carácter abierto de las operaciones de privatización.	SI	Parcial	En las primeras operaciones realizadas el ámbito de los potenciales compradores se encontraba limitado a los contactos del asesor. Posteriormente se fue abriendo dicho ámbito a otros interesados no necesariamente incluidos en la lista de preseleccionados. Progresivamente se ha ido publicitando cada vez en mayor medida el carácter abierto del proceso.
4.6. Cláusulas para recuperar posibles plusvalías que se generen en ulteriores ventas de la empresa.	SI	Alto	Se ha utilizado esta cláusula en algunas operaciones en las que no había posible competencia.
4.7. Procedimiento normalizado para la selección del comprador. Existencia de unas bases o criterios mínimos.			
4.7.1. Existencia de unas bases o criterios básicos.	SI	Alto	Esta recomendación ha sido seguida en las últimas operaciones desarrolladas. Se ha mejorado en el grado de información incluido en las Bases (descripción del proceso, calendario previsible, requisitos mínimos para la presentación de ofertas, etc.)
4.7.2. Difusión de las bases	SI	Parcial	Se ha mejorado progresivamente la información de la que disponen los candidatos a la compra de la empresa.

RECOMENDACIONES	CUMPLIMIENTO	GRADO DE APLICACIÓN	OBSERVACIONES
4.7.3. Grado de seguimiento de las bases por parte del Agente Gestor.	SI	Parcial	En general los Agentes Gestores han seguido las fases y los plazos marcados en las bases del proceso.
4.8. Plazo suficiente para la presentación de las ofertas.	SI	Parcial	En general los plazos que proporcionan los Agentes Gestores parecen suficientes, aunque en algunas operaciones ha habido peticiones por parte de los posibles compradores para su ampliación.
4.9 Fijación de un baremo y normas para su aplicación en la selección del comprador.			
4.9.1. Existencia de un baremo para la comparación de ofertas.	SI	Parcial	Ha habido una evolución satisfactoria, aunque sólo en las últimas operaciones, en lo referente a la existencia de baremos en la selección del comprador, si bien en un principio no fueron utilizados.
4.9.2. Aprobación del baremo con anterioridad a la recepción de las ofertas.	SI	Alto	En la actualidad se aprueba el baremo antes de la recepción de las ofertas.
4.9.3. Aprobación de las normas para la aplicación del baremo y de los sistemas para la asignación de puntos con anterioridad a la recepción de las ofertas.	NO	Bajo	Se considera que existe margen para un mejor cumplimiento de esta recomendación.
4.9.4. Objetivación de los aspectos del baremo más sujetos a interpretación.	NO	Bajo	Últimamente se ha mejorado, aunque se considera que debería llevarse a cabo un mayor esfuerzo en este campo.
4.9.5. Existencia de unos requisitos mínimos en las bases.	SI	Parcial	En las últimas operaciones se han incluido unos requisitos mínimos en las bases.
4.9.6. Informar a los candidatos de la importancia de los diferentes criterios del baremo.	SI	Parcial	Se ha seguido esta recomendación en una reciente operación.
4.9.7. Explicación y justificación de la puntuación aplicada a las distintas ofertas	SI	Parcial	Se ha mejorado progresivamente en el seguimiento de esta recomendación.
4.10. Ponderación del precio	NO	Bajo	Se ha incrementado en cierto grado la importancia del precio aunque las fórmulas utilizadas no siempre son homogéneas y no siempre se mantiene la importancia de este criterio.
4.11. Sobre el papel de las diferentes fases (de ofertas no vinculantes y de ofertas vinculantes) en los procesos de selección de compradores.	SI	Alto	En las últimas operaciones sólo se han eliminado ofertas cuando se incumplan los requisitos mínimos recogidos en las bases.
4.12. Denominación expresa de la condición de oferta vinculantes y definitiva.			Recomendación reciente.
4.13. Negociación con los candidatos una vez presentadas las ofertas de compra.	SI	Parcial	Se ha avanzado con respecto a las primeras operaciones, en las que existía una negociación de los aspectos esenciales de las ofertas.
4.14. Negociación en exclusiva con un candidato en las fases iniciales del proceso.	SI	Alto	Desde que se realizara esta recomendación, existiendo ofertas competitivas, no se ha repetido esta actuación.
4.15. Oferta del equipo directivo de la empresa.	SI	Alto	Se ha permitido la participación del equipo directivo en una de las ofertas en muy pocas ocasiones.
4.16. Sobre la venta a término.			
4.17. Subasta como método de venta.			

RECOMENDACIONES	CUMPLIMIENTO	GRADO DE APLICACIÓN	OBSERVACIONES
4.18. El acuerdo de compraventa y el tratamiento de las contingencias.	SI	Parcial	Se ha ido prestando una creciente atención a estos aspectos en el acuerdo de compraventa.
4.19. Sobre negociaciones entre el Agente Gestor y los potenciales compradores relativas a aspectos ajenos al proceso de venta.			Desde que se formulara esta recomendación no se ha vuelto a producir una circunstancia de estas características.
4.20. Los informes de valoración.			
4.20.1. Utilización del método de descuento flujos de caja	SI	Alto	Normalmente, cuando no se utiliza este método se suelen justificar las razones por las que se emplea otro alternativo.
4.20.2. Actualización de las valoraciones	SI	Alto	Últimamente se presentan las valoraciones en el momento indicado.
4.20.3. Contenido del informe de valoración	NO	Bajo	En ocasiones no se explican adecuadamente los supuestos en los que se basan las proyecciones, o bien el valorador no elabora unas proyecciones propias.
4.20.4. Momento de la presentación del Informe de valoración	SI	Parcial-alto	Es importante que tanto las valoraciones, como sus posteriores actualizaciones, se realicen con carácter previo a la recepción de las ofertas no vinculantes de los candidatos.
4.20.5. Valoración de las empresas que son objeto de intercambio accionarial.	SI	Alto	Se ha seguido esta recomendación del CCP.
PORCENTAJE DE RECOMENDACIONES CUMPLIDAS 70,3%			

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

ANEXO II

OPERACIONES INFORMADAS EN 2002

PRIVATIZACIÓN DE COOSUR/OLCESA

I. INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de las participaciones que Alimentos y Aceites S.A. posee en el capital de Aceites Coosur, S.A. (89,365%) y Oleaginosas del Centro, S.A. (100%), en adelante Coosur/Olcesa.

Alimentos y Aceites, S.A., dependiente en inicio de la Dirección General de Patrimonio del Estado, fue integrada en SEPI en virtud del Acuerdo del Consejo de Ministros de 25 de mayo de 2001, siendo esta última titular del 91,06% de su capital.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN

El proceso de privatización de las empresas se inicia en mayo de 1999, fecha en la que el Consejo de Administración de SEPPa, en su condición de Agente Gestor, aprobó la lista de entidades preseleccionadas para los puestos de valorador y asesor financiero de la operación, así como los baremos aplicables en ambos concursos. En julio de 1999, el Consejo de Administración de SEPPa, acordó la selección de PriceWaterhouseCoopers para desarrollar las funciones de valorador de Coosur/Olcesa, y de Rothschild como entidad asesora del proceso. En esa misma fecha, y tras el proceso de selección desarrollado, se acuerda la contratación de Cuatrecasas como asesor jurídico de la venta.

Posteriormente, en septiembre de 2001, se puso de manifiesto la necesidad de actualizar la valoración disponible, debido al tiempo transcurrido desde su elaboración, abriéndose la convocatoria del concurso para la selección de un nuevo valorador, del que resulta elegido GBS Finanzas. Esta entidad elaboró un informe de valoración en diciembre de 2001 así como la posterior actualización del mismo en abril de 2002.

A finales de noviembre de 2001, se inicia el proceso de selección de potenciales compradores de Coosur/Olcesa mediante una inserción publicitaria publicada en diferentes diarios en la que se comunica el inicio del proceso formal de la venta, y una campaña de mailing dirigida a potenciales interesados a participar en el mismo. Como resultado de estas actuaciones se recibieron doce muestras de interés, a las que les fue remitido el Memorando Informativo en el que se detallan las Bases de la Transacción por las que se regirá el procedimiento de venta de las participaciones públicas en Coosur/Olcesa.

Dentro de los plazos comunicados a los potenciales interesados en la adquisición, se recibieron ocho ofertas de carácter no vinculante, dos de las cuales fueron excluidas del proceso por no cumplir los requisitos mínimos, especificados en las Bases del proceso, que habían sido comunicados a los candidatos.

Durante el mes de marzo de 2002, los oferentes que continuaron en el proceso mantuvieron reuniones aclaratorias con SEPI y el asesor financiero de la operación con objeto de precisar los criterios y procedimientos de la venta, realizándose en esas mismas fechas los "data room", las visitas a las instalaciones de Coosur/Olcesa y las entrevistas con los directivos de la compañía. Después de dichas fases, dos entidades comunicaron por escrito su renuncia a continuar en el proceso.

Finalmente, tras la comunicación enviada por SEPI a los cuatro participantes informándoles de los plazos para la presentación de ofertas vinculantes, se reciben cuatro propuestas de adquisición, que fueron evaluadas por el Agente Gestor, con la participación del asesor financiero, de acuerdo con los criterios y baremo contenidos en las Bases de la operación. En virtud de los resultados obtenidos, el Consejo de Administración de SEPI de 24 de mayo de 2002, aprobó resolver el concurso de privatización a favor del consorcio Jaenoliva, S.A., integrado por Aceites del Sur (80%), JaenCoop (10%) y la Caja Rural de Jaén (10%), por un precio total de venta de 7,007 M.€.

En la tabla siguiente se recoge, de manera resumida, el calendario de las principales fases del proceso de privatización desarrollado:

ANEXO II. OPERACIONES INFORMADAS EN 2002

FECHA	FASE	COMENTARIOS
27-may-99	Inicio del proceso	Lista de entidades preseleccionadas y el baremo aplicable para el concurso de asesor financiero y valorador.
14-jun-99	Cartas convocatoria de asesores	Enviadas a 8 entidades para la selección de valorador, 8 para la selección de asesor financiero y 6 para la selección de asesor legal.
22-jun-99	Propuestas de colaboración	Se reciben 5 ofertas para la selección de valorador y 3 para la selección de asesor financiero.
23-jun-99	Propuestas de colaboración	Las 6 entidades convocadas al puesto de asesor jurídico presentan oferta de colaboración.
9-jul-99	Selección asesores	Valorador: PriceWaterhouseCoopers. Asesor Financiero: Rothschild. Asesor Jurídico: Cuatrecasas
2-oct-01	Cartas convocatoria valorador	Se aprueba la lista de 8 entidades preseleccionadas y baremo aplicable para la selección de un nuevo valorador. Envío de cartas de convocatoria.
11-oct-01	Propuestas de colaboración	Se reciben 5 ofertas de colaboración.
5-nov-01	Selección valorador	El Consejo de Admón. de SEPI acuerda la selección de GBS Finanzas.
23-nov-01	Inserción publicitaria	Publicación en tres diarios económicos nacionales y tres diarios regionales.
26-nov-01	Mailing	A más de 1.200 potenciales interesados especificando requisitos y documentación necesaria
5-dic-01	Valoración	Presentación del Informe de valoración
31-ene-02	Admisión solicitudes	12 muestras de interés adjuntando la documentación requerida
12-feb-02	Memorando Informativo	Envío del Memorando Informativo y Bases de la venta a los 12 potenciales compradores.
5-mar-02	Ofertas no vinculantes	Se reciben 8 ofertas no vinculantes.
22-mar-02	Exclusiones	Exclusión de 2 ofertas por no cumplir los requisitos mínimos.
4/11-abr-02	Data Room y visitas instalaciones.	Asistencia de 5 entidades
12-abr-02	Entrevistas directivos	Participación de 4 entidades
5/15-abr-02	Renuncias	Renuncia escrita de 2 oferentes a continuar en el proceso
18-abr-02	Cartas invitación	Cartas a los 4 potenciales adquirentes para presentar ofertas vinculantes
30-abr-02	Actualiz. valoración	Revisión del informe de valoración de Coosur/Olcesa
8-may-02	Ofertas vinculantes	Se presentan 4 ofertas vinculantes
9/14-may-02	Evaluación ofertas	
23-may-02	Informe asesor	Informe del asesor sobre las ofertas vinculantes.
24-may-02	Designación adjudicatario	El Consejo de Admón. de SEPI acuerda la adjudicación de la venta al consorcio Jaenoliva, S.A.
24-may-02	Firma contrato de compra-venta	
29-may-02	CCP	Remisión del expediente de privatización de Coosur/Olcesa al CCP.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

A) DE CARÁCTER GENERAL

El Consejo Consultivo de Privatizaciones valora positivamente el esfuerzo realizado en la presente operación para adaptar el proceso de privatización a las recomendaciones que el CCP venía realizando en sus dictámenes. Estas recomendaciones, en opinión del CCP, contribuyen a incrementar la publicidad, transparencia y concurrencia de los procesos de privatización. Adicionalmente, el grado en que el Agente Gestor ha explicado y justificado las diferentes decisiones adoptadas a lo largo del proceso se considera razonable. Asimismo, se estima que la información aportada a este Consejo es adecuada.

En el apartado B) se recogerán algunas de las actuaciones en las que, en opinión del CCP, se han producido estos avances, en el apartado C) se agrupan otras observaciones que el Consejo realiza sobre esta operación y, finalmente, el apartado D) versará sobre la propuesta de adjudicación de Coosur/Olcesa realizada por SEPI.

B) SOBRE LAS ACTUACIONES EN LAS QUE SE HAN PRODUCIDO AVANCES EN LAS RECOMENDACIONES DEL CCP.

1. Separación entre las funciones de valorador y asesor financiero.

Esta ha sido una de las reiteradas recomendaciones del CCP prácticamente desde sus primeros dictámenes. Esta recomendación incrementa la transparencia de las operaciones de privatización y evita la posibilidad de que pueda existir conflicto de intereses cuando ambas funciones coinciden en una misma entidad (ya que parte de la remuneración del asesor depende de la culminación de la operación lo que podría, en algún caso, incentivar valoraciones que hicieran más fácil la venta). Adicionalmente, permite el mejor cumplimiento del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, en el que se recogía el requisito de realizar una valoración externa de la empresa ya que el asesor, al participar en las diferentes fases de la operación, en cierto grado se incorpora al proceso. Tanto el Tribunal de Cuentas como el IGAE se han mostrado de acuerdo con esta recomendación del Consejo.

En la operación que nos ocupa, desde un primer momento, SEPI tenía previsto el contar con dos entidades diferentes para cada una de las funciones. De esta manera, en julio de 1999 se elige a un valorador y a un asesor independientes, e incluso en

noviembre de 2001, ante el tiempo transcurrido desde la realización de la primera valoración, el Agente Gestor selecciona a un nuevo valorador.

2. Mejora de la preselección en los concursos de asesores.

Otra de las preocupaciones del CCP expresada en sus dictámenes ha sido la de la justificación de la preselección de candidatos a los diferentes puestos de asesores (valorador, asesor financiero, asesor jurídico...). Esta fase reviste especial importancia al tratarse de concursos con convocatoria limitada, ya que es en este momento cuando se define el alcance de la concurrencia. Por ello, el CCP había recomendado que las preselecciones se realizaran, en la medida de lo posible, sobre la base de criterios objetivos y que se realice un especial esfuerzo tanto en la explicación como en la justificación de la preselección efectuada.

En la operación de Coosur/Olcesa se observa un especial esfuerzo en la justificación de la preselección y en la explicación de los criterios previos tenidos en cuenta para realizarla. El CCP valora positivamente este esfuerzo que contrasta con el inadecuado grado de cumplimiento de esta recomendación en determinadas operaciones anteriores, como se ha puesto de manifiesto en los correspondientes dictámenes.

3. Ponderación y pautas de aplicación del baremo en el criterio del precio en los concursos de asesores.

En este campo el CCP se ha mostrado partidario de: a) que el criterio de los honorarios tuviera un peso significativo y b) que las pautas que se aplicaran para asignar los puntos a los diferentes candidatos no supusieran una disminución de la importancia de este criterio mediante la utilización de fórmulas tendentes a reducir las diferencias entre las distintas ofertas.

En el caso actual, la ponderación de los honorarios en los cuatro concursos desarrollados para elegir asesores se ha situado por encima de la media, alcanzando un nivel que se puede considerar suficiente siempre que las fórmulas empleadas para la asignación de puntos no minimizaran las diferencias de puntos obtenidos por los candidatos (por ejemplo, utilizando una puntuación mínima que obtendría el candidato con una propuesta más cara relativamente elevada). Sobre este punto, se considera positivo que en todos los concursos (incluido también el de selección de comprador) SEPI haya utilizado la misma fórmula lo que elimina la discrecionalidad en este campo. Adicionalmente, la fórmula utilizada no implica la adopción de una decisión sobre cual sería la puntuación mínima, lo que es otro elemento que va en la línea de disminuir la

discrecionalidad asociada a todas estas decisiones, por la que el CCP se había mostrado preocupado en anteriores dictámenes.

Por tanto, se considera razonable el sistema que SEPI ha mantenido para la asignación de los puntos en uno de los criterios (el del precio) que recibe una mayor importancia.

Los principios por los que se rige, desde su creación, la actuación de este Consejo son de aplicación a las diversas fases por las que discurre cada proceso de privatización, lo que le lleva a señalar que en uno de los concursos realizados (el de asesor financiero) en 1999 y al analizar las puntuaciones asignadas en el criterio de honorarios, el CCP ha observado que, en una de las ofertas, la estimación de la retribución de acuerdo al esquema propuesto por la entidad asesora se ha basado en una interpretación del texto de la oferta diferente a la que se considera habitual en este tipo de operaciones.

El CCP considera que dicha interpretación deriva de un error material involuntario. De todas maneras, el CCP se ve en la obligación de recomendar que se repasen cuidadosamente los cálculos, para evitar este tipo de errores, aunque estima que, en este caso, no invalida el resultado del proceso.

4. Anuncios públicos sobre la operación de venta y convocatoria universal de potenciales compradores

Normalmente, la selección de los candidatos a la compra de las empresas tenía su origen bien en los contactos realizados por el asesor (basados en una lista acordada con el Agente Gestor) o en manifestaciones de interés realizadas directamente por candidatos ante el Agente Gestor. En ocasiones, este sistema se complementaba por declaraciones públicas de responsables de SEPI anunciando la apertura de un determinado proceso de venta. El CCP ha considerado que “la mera publicación de notas o artículos no asegura una adecuada difusión, en grado y en forma, de los aspectos de la operación que puedan interesar al Agente Gestor, ya que, en todo caso, dependerá de la forma en que cada medio reproduzca la noticia”. Además, el anterior sistema generaba asimetrías de trato entre los candidatos que podrían ser desincentivadoras sobre su participación en el proceso. Por otra parte, en diversas operaciones se había puesto de manifiesto que candidatos que no habían sido tenidos en cuenta en primera instancia por el asesor, habían jugado un papel relevante en el proceso de venta al presentar propuestas interesantes que incluso, en algunos casos, resultaron ser los adjudicatarios.

Por todo ello, el CCP había recomendado que la labor del asesor se complementara con la inserción de anuncios, redactados específicamente para tal fin, en

los medios que se consideren adecuados. Esta medida tendría los efectos además del informativo, de ayudar a disminuir las asimetrías en el trato de los candidatos y de transmitir la señal de que el proceso se encuentra abierto a todos los potenciales interesados que cumplan con los requisitos establecidos por SEPI.

De ahí que se valore positivamente que en el actual proceso SEPI haya complementado la labor del asesor con la inserción de anuncios en prensa nacional y regional.

5. Proceso de selección del comprador con un elevado grado de normalización en todas sus fases.

La elaboración de unos “Criterios Básicos” sobre el desarrollo del proceso de privatización había sido recomendada por el CCP en anteriores dictámenes. Dichos criterios básicos deberían ser puestos en conocimiento de los potenciales candidatos de manera que tuvieran información sobre cómo se desarrollaría el proceso, sus diferentes fases, la duración aproximada de las mismas, los criterios de eliminación o de selección de ofertas en cada fase, etc. El objetivo sería intentar disminuir los costes que para los potenciales candidatos puede tener el participar en el proceso de venta, mediante la reducción del grado de incertidumbre existente sobre el desarrollo del mismo. Todo ello podría redundar, a su vez, en un incremento de la participación en el proceso así como en el nivel de transparencia.

Por todo ello se valora positivamente la elaboración, por parte de SEPI, de las llamadas “Bases de la Transacción”, que contienen una descripción no sólo de las diferentes fases del proceso de venta sino también de los requisitos mínimos que se exigen a los oferentes y al contenido de las ofertas, una descripción del calendario de la fase de ofertas no vinculantes, el baremo que se utilizará para la valoración de las ofertas, un modelo de oferta no vinculante, etc. Adicionalmente se avanzan detalles de la operación, como que los candidatos que finalmente accedan al “Data Room” tendrán acceso al modelo de “contrato de compraventa que se utilizará para formalizar la compraventa y que deberá ser asumido por el comprador”, la fianza que tendrán que presentar los oferentes que realicen una propuesta de adquisición de carácter vinculante o los trámites administrativos que serán necesarios una vez firmado el contrato. El especificar el tipo de contrato es importante para homogeneizar las ofertas sin tener que recurrir a conversaciones aclaratorias posteriores a la presentación de las distintas propuestas, lo que permite el incremento del grado de transparencia del proceso.

En opinión del CCP, toda esta información resulta suficientemente completa y detallada y facilita la labor de todos aquellos interesados en participar en el proceso, al mismo tiempo que, como se ha comentado, contribuye a reducir el grado de

incertidumbre de los potenciales candidatos, lo que puede facilitar la elaboración y presentación de ofertas de compra. Quizás con el objeto de disminuir la incertidumbre sobre el desarrollo temporal del proceso y, reconociendo las dificultades que puedan surgir, se podría haber realizado un esfuerzo para incluir las previsiones sobre el calendario provisional de la fase de ofertas vinculantes.

Adicionalmente, otra de las ventajas, en opinión del CCP, que se derivan de la elaboración de unas Bases lo suficientemente detalladas, es reducir el posible margen de discrecionalidad que puede tener el Agente Gestor en la toma de determinadas decisiones, como por ejemplo, la posible exclusión de ofertas no vinculantes. En este caso, las Bases preveían una serie de requerimientos mínimos que todas las ofertas debían cumplir. A partir del incumplimiento de algunos de estos requisitos mínimos SEPI ha descartado a dos ofertas no vinculantes realizadas. El hecho de que esta actuación se encontrara prevista en las mismas bases del concurso otorga objetividad a esta decisión, lo cual había sido uno de los requisitos que el CCP había recomendado que se cumpliera en este tipo de decisiones.

Otra de las ventajas de la elaboración de unas bases del proceso es que en las mismas pueden estar contenidas una gran parte de las cláusulas y condiciones del Acuerdo de Compraventa. Ello impide que sea a través de una negociación bilateral, posterior a la presentación de las ofertas, entre el oferente seleccionado y el Agente Gestor como se puedan llegar a modificar las condiciones finales de la transacción, lo que redundaría en un aumento de la transparencia del proceso.

En resumen, el CCP estima de una manera muy satisfactoria la elaboración de estas “Bases de la Transacción” en esta operación y recomienda que, de forma similar, se apliquen en el resto de operaciones de privatización.

C) OTRAS OBSERVACIONES DEL CCP.

1. Medidas para incentivar la participación de los asesores.

En el concurso para la selección de asesor financiero se ha convocado a ocho entidades, aunque finalmente, y por diferentes motivos, sólo tres presentaron ofertas. Se considera que, aunque ocho pueda ser un número suficiente para asegurar una adecuada concurrencia, el número de presentados finalmente es reducido. La no presentación de un número significativo de convocados es un hecho que viene ocurriendo en diversos concursos para la selección de asesores. El CCP muestra su

preocupación por este hecho, que puede limitar la concurrencia efectiva en estos procesos y, por ello, recomienda que se analicen las causas que pueden originar tales circunstancias. Adicionalmente recomienda que, en situaciones en que se pueda anticipar una reducida participación, se incremente el número de convocados para intentar asegurar un adecuado grado de concurrencia.

Una de las posibles causas (entre otras como las expectativas sobre la duración de los procesos) que puede originar este hecho podría ser el tiempo para la presentación de ofertas que, en este caso, ha sido de ocho días. Este plazo podría considerarse ajustado en determinados casos como los concursos para la contratación de asesor financiero, pudiendo desincentivar la participación en el proceso (se recuerda que la oferta de colaboración de los asesores financieros debía incluir, entre otros aspectos, un análisis de la situación actual y tendencias del sector de la alimentación y distribución alimentaria, los puntos fuertes y débiles de las sociedades objeto de venta, la estructura y calendario de la operación o la identificación y análisis de potenciales inversores). Por tanto, en los casos en que no exista una urgencia elevada se recomendaría la ampliación de estos plazos.

2. Sobre los informes de valoración y su actualización.

El Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 indica que en todas las operaciones de privatización debe realizarse una valoración de la empresa objeto de venta. En esta operación se han elaborado tres informes de valoración a lo largo del proceso, por parte de dos entidades diferentes. El Consejo estima adecuada la realización de una nueva valoración dado el tiempo transcurrido (casi dos años) desde la elaboración del primer informe. A su vez esta segunda valoración, realizada en diciembre de 2001, se ha actualizado en marzo de 2002.

En todo caso, el CCP recomienda que las valoraciones, así como sus actualizaciones, se realicen de manera previa a la presentación de las ofertas no vinculantes de los candidatos.

Por otra parte, en relación con el contenido de los informes de valoración, existen determinados aspectos de carácter técnico sobre los que se considera que el Agente Gestor debería exigir a la entidad valoradora un mayor esfuerzo en su explicación y justificación. Así, el valor asignado a las empresas a lo largo de la operación ha ido variando de manera significativa, observándose elevadas diferencias cuantitativas entre los tres informes de valoración existentes.

En concreto, en opinión del CCP, la posible variación en el tiempo de

determinadas hipótesis, como es el caso de los márgenes operativos de las empresas, pueden estar sujetas en mayor medida a la propia evolución del sector. Sin embargo, existen otras variables relacionadas con aspectos estructurales que deberían ser suficientemente justificadas por los valoradores. Tal puede ser el caso de la estructura de endeudamiento objetivo de las empresas, ya que en el primer informe de valoración elaborado se utiliza una estructura óptima del pasivo muy diferente a la utilizada en el segundo informe (realizado por otra entidad), sin que en ninguno de los casos se haya justificado las razones para la utilización de dichas estructuras, que adquieren especial importancia por su influencia en la estimación del coste del capital medio ponderado.

Por otro lado, y en lo que se refiere a la prima de mercado, el Consejo considera que esta variable, por su propia definición teórica, debe ser única para el mercado, resultando por tanto poco justificadas las diferencias atribuidas a lo largo de este proceso privatizador. Sería deseable una mayor explicación por parte de los valoradores de los criterios utilizados para el cálculo de esta variable.

Adicionalmente, también sería aconsejable que las entidades valoradoras incluyeran un adecuado "diagnóstico" previo de la empresa.

3. Sistema de evaluación de las ofertas de compra vinculantes.

En los concursos para la selección del comprador el Agente Gestor, además de tener en cuenta el precio incluido en las ofertas toma en cuenta otros aspectos (empleo, inversiones, garantía de fondos propios, permanencia en el accionariado, etc.) que se incluyen bajo el epígrafe del plan industrial.

Sobre este tema el CCP ha considerado que el precio debería tener un peso importante, ya que es el criterio más objetivo y, por tanto, el menos discrecional a la hora de valorarlo. En cuanto al plan industrial, las recomendaciones de este Consejo, de acuerdo con los criterios de concurrencia y, sobre todo, de transparencia han sido diversas. Entre ellas, a) que el Agente Gestor realice el mayor esfuerzo posible para objetivar y cuantificar, incluso previamente a la recepción de ofertas, el baremo que utilice para las distintas partes del plan industrial; b) que exista después una argumentación amplia y detallada de la coherencia entre los puntos obtenidos en cada parte del plan industrial y el esfuerzo mencionado en a); y c) que las reglas concretas de aplicación de las pautas de los baremos (por ejemplo, el grado de "apertura" del abanico de puntos dentro de un baremo) sean también coherentes y justificadas en los distintos concursos.

Pero el CCP también había recomendado que se estudiara la posibilidad de establecer unas condiciones mínimas de cumplimiento obligatorio para todos los

participantes. Esto permitiría que entre los candidatos que superaran esos requisitos, el criterio del precio pudiera tener una importancia mucho mayor. En este proceso han existido esos compromisos mínimos a asumir por los candidatos (en este caso por un plazo mínimo de tres años en relación con la permanencia en el capital de la empresa, el mantenimiento de los fondos propios, el mantenimiento de la sede social y la propiedad de la marca “Coosur”, la continuidad de las actividades industriales en los centros existentes y el mantenimiento de las condiciones laborales), aunque ello no ha servido para incrementar la importancia del precio dentro del baremo.

Por otra parte, el CCP recomienda que, en la medida en que los planes industriales sigan teniendo una importancia significativa, se estudie la posibilidad de implantar un sistema en el que los candidatos presenten su oferta económica en sobre cerrado, separado del plan industrial, para que, de esta manera, se permita el análisis y la valoración de los planes industriales de forma previa a conocer las ofertas económicas. Con ello, se permitiría que el análisis de los criterios del baremo menos objetivos y más sujetos a valoración, no se encontrara influido, al menos potencialmente, por el importe de las ofertas económicas. Esta recomendación permitiría incrementar la objetividad y transparencia de la evaluación de las ofertas vinculantes.

D) SOBRE LA PROPUESTA DE ADJUDICACIÓN DE SEPI Y SOBRE EL CONTRATO DE COMPRA-VENTA.

En la fase final del concurso fueron presentadas cuatro ofertas vinculantes. La aplicación del baremo a dichas ofertas dio como resultado dos ofertas con una puntuación muy baja y otras dos ofertas con puntuación elevada. Entre estas dos últimas SEPI seleccionó aquella que había ofrecido un mayor precio y que, en su opinión, presentaba un mejor plan industrial. La oferta seleccionada obtuvo una mayor puntuación en todos y cada uno de los criterios individuales que fueron objeto de calificación dentro del plan industrial (empleo; inversiones; y desarrollo y consolidación de la empresa, del mercado y de los productos). Por tanto, cualquiera que hubiera sido el peso relativo de los diferentes criterios de selección, la oferta adjudicataria hubiera resultado finalmente seleccionada. Sin embargo, en opinión del CCP, sería deseable que el Agente Gestor hubiera justificado más explícitamente la puntuación de ciertos criterios del plan industrial (especialmente en los aspectos de desarrollo y consolidación del negocio del aceite de oliva y girasol, mejoras a realizar en las compañías y desarrollo de nuevos productos y actividades).

La decisión de SEPI resulta apoyada por la opinión del Asesor financiero, que ha sido incluida en el expediente: “después de estudiar las ofertas vinculantes presentadas

por los grupos interesados en la adquisición [...] y basándonos en el análisis que se adjunta, recomendamos como adjudicatario al consorcio Jaenoliva, S.A”.

En opinión del CCP, y a la vista de la documentación aportada, se considera razonable y justificada la propuesta de SEPI de adjudicar las empresas Coosur/Olcesa al consorcio Jaenoliva, S.A.

Adicionalmente, en el contrato de compraventa se limitan las posibles reclamaciones del comprador y se garantizan los compromisos asumidos por el mismo (relativos a los requisitos mínimos del concurso así como el cumplimiento de las inversiones previstas) mediante una cláusula penal (estas garantías en caso de incumplimiento pueden ser reclamadas de forma solidaria a cualquiera de los tres socios del consorcio adjudicatario). Del análisis del contrato de compraventa se estima que se ha realizado un esfuerzo en la limitación de las contingencias y en la obtención de garantías sobre los compromisos adquiridos por el consorcio adjudicatario, en la línea de las propuestas anteriores del CCP.

IV. CONCLUSIONES

Después del análisis del expediente de privatización de Coosur/Olcesa, y a la vista de lo expuesto en el apartado III anterior, el Consejo Consultivo de Privatizaciones considera que en el proceso de privatización mencionado y en la propuesta concreta de venta se han cumplido de manera adecuada los principios de publicidad, transparencia y concurrencia. Asimismo, como se ha comentado en el apartado III. A) valora positivamente el esfuerzo realizado en la presente operación para adoptar varias de las recomendaciones que el CCP venía realizando en sus últimos dictámenes lo que, en opinión del Consejo, contribuye a reforzar los mencionados principios.

Junio, 2002

PRIVATIZACIÓN DE TRASMEDITERRÁNEA

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de las acciones que constituyen la participación de SEPI (95,24%) en el capital social de COMPAÑÍA TRASMEDITERRÁNEA, S.A., en adelante TRASMEDITERRÁNEA.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN

El proceso de privatización de TRASMEDITERRÁNEA se inició el 2 de octubre de 2001, fecha en la que el Consejo de Administración de SEPI aprobó la lista de entidades a convocar para el concurso de asesor financiero, así como los criterios de ponderación de las ofertas que se habrían de recibir. Se envió carta de invitación al proceso a 10 entidades, recibéndose dentro del plazo fijado 7 ofertas de asesoramiento. Tras el análisis de las citadas propuestas, el Consejo de Administración de SEPI de 5 de noviembre de 2001 autorizó la contratación de Santander Central Hispano Investment (en adelante SCHI) como asesor de la privatización.

El asesor, dentro del desarrollo de sus funciones, contactó con 108 potenciales candidatos para la adquisición, de los que 51 firmaron el Acuerdo de Confidencialidad. Por otro lado, se remitió un comunicado a ECSA (European Community Shipowners Association) para la difusión de la operación entre sus asociados. La publicidad del proceso se complementa con la comunicación a la CNMV de los hechos relevantes relacionados con la privatización de TRASMEDITERRÁNEA, que fueron publicados en la página web de la citada entidad.

Durante el mes de marzo de 2002 se remitieron los Cuadernos de Venta de la compañía, junto con las Bases del Proceso, a las 51 empresas que habían firmado el Acuerdo de Confidencialidad. En dichas Bases se les comunicaba a los potenciales interesados, entre otros aspectos, los requisitos mínimos para la presentación de ofertas no vinculantes, así como los criterios de valoración y la ponderación asignada al precio y plan industrial. Posteriormente, mediante carta de 20 de marzo, se remite a los candidatos aclaración sobre determinados aspectos recogidos en las Bases. Las Bases del Proceso habían sido previamente aprobadas por el Consejo de Administración de SEPI de fecha 1 de marzo de 2002.

En esa misma fecha, el Agente Gestor aprobó la propuesta de 8 entidades

preseleccionadas para la elección de un valorador externo de TRASMEDITERRÁNEA, independiente del asesor de la operación, así como la ponderación de los distintos criterios incluidos en el baremo aplicable en este concurso. Se recibieron 7 ofertas de colaboración y, tras su correspondiente análisis, el 22 de marzo de 2002 el Consejo de Administración de SEPI acordó la selección de GBS Finanzas como entidad valoradora de la operación.

El 16 de abril, SCHI, de acuerdo con las funciones recogidas en la carta mandato firmada por dicha entidad, remitió a SEPI su informe de valoración de la compañía. Posteriormente, con fecha 26 de abril de 2002, GBS Finanzas entregó su correspondiente informe de valoración.

El plazo inicial fijado en las Bases para la presentación de Ofertas de compra no Vinculantes (15 de abril de 2002), se amplió hasta el 22 de abril atendiendo a la solicitud de un número significativo de candidatos. Dicha ampliación de los plazos fue comunicada por carta de fecha 3 de abril a todos los participantes en el proceso.

Finalmente se recibieron 10 Ofertas no Vinculantes, siendo todas ellas admitidas para su participación en el proceso de “due diligence” (“data room” y presentaciones del equipo directivo de TRASMEDITERRÁNEA) que se desarrolló entre el 24 de abril y el 10 de mayo de 2002, ampliándose posteriormente entre el 16 y 22 de mayo de 2002. Antes del comienzo de esta fase, uno de los oferentes comunicó por escrito a SEPI su retirada del proceso.

El 10 de mayo de 2002 se envió a los 9 candidatos que continuaban en el proceso las bases correspondientes a la fase final de la operación, así como el baremo y criterios de evaluación que serían utilizados para la valoración de las Ofertas Vinculantes. SEPI establece el 10 de junio de 2002 como fecha tope para la recepción de las Ofertas, presentándose dentro de dicho plazo 6 Ofertas Vinculantes.

En junio de 2002 se produce la incorporación como vocales al Consejo de Administración de Banco Santander Central Hispano, S.A., entidad matriz del asesor de la operación (SCHI), de personas con intereses en distintas ofertas de adquisición presentadas, lo que provoca que, en opinión de SEPI, pudiera concurrir sobrevenidamente un riesgo de conflicto de interés. Por esta razón, el 28 de junio de 2002, el Agente Gestor revoca el mandato otorgado a SCHI como asesor de la privatización. Esta decisión fue ratificada por el Consejo de Administración de SEPI el día 5 de julio de 2002, aprobando en esa misma fecha la apertura del proceso de elección de un nuevo asesor, así como la lista de 8 entidades invitadas y los criterios de selección aplicables en dicho concurso. Todos los convocados presentaron, dentro de los plazos establecidos, sus ofertas de colaboración, y el 12 de julio de 2002 el Comité de Dirección

de SEPI, mediante delegación otorgada por el Consejo de Administración, autorizó la contratación de JP Morgan Chase como asesor de SEPI en la privatización hasta el cierre de la misma.

Con fecha 22 de julio de 2002, tras el análisis de las Ofertas Vinculantes y del resultado de la valoración de las mismas elaborado por SEPI, JP Morgan Chase emite un informe en el que manifiesta que en su opinión "la evaluación de las ofertas finales realizada por SEPI, a resultas de la cual el consorcio liderado por Acciona obtuvo la máxima puntuación tanto en precio como en plan industrial, resulta razonable."

Con posterioridad a los plazos fijados para la presentación de las ofertas, SEPI recibe comunicación de varios oferentes manifestando su intención de mejorar el contenido de sus Ofertas Vinculantes. Dichas mejoras no fueron tenidas en cuenta por el Agente Gestor por encontrarse fuera de los plazos fijados para la presentación de ofertas.

El 30 de julio de 2002, el Consejo de Administración SEPI acuerda por unanimidad la propuesta de venta de su participación en TRASMEDITERRÁNEA al Consorcio integrado por las siguientes compañías: Sociedad Constructora Ferroviaria, S.A. (Acciona, S.A.) en un 55%; Compañía de Remolcadores Ibaizabal (Grupo Aznar), en un 10%; Caja de Ahorros del Mediterráneo, en un 15%; Agrupación Hotelera Doliga (Grupo Matutes), en un 9,6%; Suministros Ibiza (Grupo Matutes), en un 2,4% y; Naviera Armas S.A. (Grupo Armas) en un 8%. Esta venta se ejecutará mediante una Oferta Pública de Adquisición de Valores (OPA) del adjudicatario sobre el 100% del capital de la empresa a un precio de 45€ por acción, lo que supone 258,9 millones de euros por el total de la participación en el capital propiedad de SEPI.

Mediante el Contrato de Promesa de Compraventa de las acciones, firmado por ambas partes el 1 de agosto de 2002, el adquirente se obliga, hasta el 2 de enero de 2008 a: mantener una participación mínima en TRASMEDITERRÁNEA que asegure la mayoría y el control de la empresa; mantener de la plantilla fija existente en el momento de la ejecución de la compraventa así como de las condiciones laborales existentes en dicha fecha; mantener la sede social en España; mantener la unidad de la empresa; y, finalmente, al mantenimiento de fondos propios en cuantía no inferior a la existente a 31 de diciembre de 2001. Adicionalmente, el Consorcio adjudicatario se compromete al cumplimiento de los Contratos vigentes con el Estado hasta la fecha de su vencimiento. Cada uno de dichos compromisos quedan garantizados mediante cláusula penal en caso de incumplimiento.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

A) DE CARÁCTER GENERAL

En su anterior dictamen sobre la privatización de Aceites Coosur S.A. y Oleaginosas del Centro S.A., el CCP destacaba los esfuerzos que el Agente Gestor había efectuado para acomodarse a las recomendaciones que el Consejo ha venido realizando. Estas recomendaciones, en opinión del CCP, contribuyen a incrementar la publicidad, transparencia y concurrencia de los procesos de privatización. Habría que mencionar que en la actual operación, y en ciertos ámbitos, se han dado pasos adicionales en esta dirección, aunque también se han producido circunstancias diferentes a las de la operación anterior, como se desprende de las observaciones y recomendaciones que formula el CCP en este dictamen.

En relación con la información suministrada a este Consejo hay que señalar que desde un primer instante esta ha sido amplia. Además, el CCP ha solicitado información adicional sobre diversos puntos, información que, finalmente, también le ha sido facilitada.

B) SOBRE LA SELECCIÓN Y FUNCIONES DE LOS ASESORES

1. En relación con la separación de funciones entre asesor y valorador.

En este proceso SEPI ha aplicado la recomendación del CCP: que el valorador y el asesor sean entidades independientes. En este caso, han existido dos valoraciones dado que el asesor también ha realizado su propia valoración. El CCP considera positiva esta actuación de SEPI, que ya se viene repitiendo en las últimas operaciones y recomienda que se siga aplicando en futuros procesos.

2. Sobre el tratamiento de potenciales conflictos de interés sobrevenidos.

Una vez presentadas las Ofertas Vinculantes, quedando pendiente, por tanto, la propuesta de adjudicación de la compañía por SEPI, así como la emisión de la opinión del asesor sobre la citada propuesta de adjudicación, se produce la incorporación como

vocales al Consejo de Administración del Santander Central Hispano, entidad matriz del asesor financiero de la privatización (SCHI), de personas con intereses en distintas ofertas de adquisición presentadas. Ante esta circunstancia sobrevenida, SEPI decide la revocación del mandato firmado con la citada entidad, así como la apertura de un concurso para la selección de un nuevo asesor que culminase las últimas fases del proceso.

Ante situaciones similares acaecidas en anteriores operaciones, el CCP había recomendado que el Agente Gestor tomara medidas para evitar riesgos sobrevenidos de conflictos de interés y que, además, en el mandato firmado con el asesor estuviera prevista la aparición de este tipo de situaciones. Por tanto, el CCP considera razonable la decisión de SEPI de rescindir el contrato al asesor así como la selección de uno nuevo para terminar la operación. En todo caso, reitera su recomendación de que, en el futuro, y en las cartas mandato se contemple alguna cláusula que prevea la aparición de conflicto de interés sobrevenido y la sustitución del asesor.

En este sentido, en el mandato firmado posteriormente con JP Morgan ya se incluye explícitamente la posibilidad de rescisión del mismo en caso de incurrir dicha entidad en un conflicto de interés de forma sobrevenida.

3. Sobre el momento de presentación del informe de valoración.

El CCP ha recomendado en anteriores dictámenes que, con el objeto de evitar que el valorador pudiera verse influido por las ofertas presentadas por los compradores, el informe de valoración sea elaborado y presentado a SEPI con anterioridad a que los candidatos hayan presentado sus ofertas. En la presente operación el informe de valoración realizado por GBS tiene una fecha anterior a la presentación de las Ofertas Vinculantes pero posterior a la presentación de las Ofertas no vinculantes. Por otra parte, el informe del asesor se presentó con anterioridad a la fecha límite establecida para las Ofertas no Vinculantes. En todo caso, el CCP insiste en su recomendación de que estos informes de valoración sean elaborados y entregados antes de que los compradores presenten cualquier tipo de ofertas con independencia de que, de estimarlo oportuno el Agente Gestor, se encargara una actualización en fecha posterior.

4. Criterios para la aplicación de los puntos del baremo.

En anteriores dictámenes el CCP ha recomendado que se aprueben, con carácter previo, no sólo las ponderaciones de los baremos sino también los criterios que se tendrán en cuenta para asignar los puntos en cada uno de los apartados del mismo. En

esta operación, y por primera vez, SEPI ha aplicado esta recomendación, aunque sólo en el proceso de selección de compradores. Se recomienda que dicha actuación se extienda también a los procesos de selección de asesores.

5. Informes sobre las ofertas presentadas.

Entre las tareas del asesor se encuentran las de analizar y evaluar las ofertas presentadas por los potenciales compradores. En esta operación el CCP, dejando aparte el potencial conflicto de interés sobrevenido, destaca la labor realizada previamente por el SCHI tanto en su análisis y comparación de las Ofertas no Vinculantes como de los planes industriales incluidos en las Ofertas Vinculantes. Especialmente en este último caso, la entidad asesora ha elaborado un informe en el que se encuentran amplias justificaciones de las asignaciones de puntos realizadas en los diferentes criterios del baremo. La existencia en el expediente de cada privatización de un informe del asesor en el que se analicen, comparen y evalúen las ofertas ha sido una de las recomendaciones del CCP que se ha cumplido de manera satisfactoria en el presente caso, a diferencia de lo ocurrido en ciertas privatizaciones anteriores, como se recoge en pasados dictámenes de este Consejo.

6. Sobre los informes de valoración de TRASMEDITERRÁNEA.

En los dos informes de valoración elaborados en esta operación, el de SCHI de fecha 16 de abril de 2002 y el de GBS Finanzas de 26 de abril, se ha utilizado como método fundamental para la valoración de la empresa el descuento de flujos de caja. Adicionalmente, dicho método se ha completado con la aplicación de técnicas de carácter estático (múltiplos de entidades cotizadas comparables y múltiplos de operaciones comparables), cuyos resultados deben utilizarse como contraste de los obtenidos mediante el descuento de flujos, por ser éste el método que recoge de manera mas adecuada las perspectivas futuras de la empresa.

Por otro lado, y aunque se ha observado una mayor justificación de las hipótesis utilizadas en la elaboración de ambos informes, en ciertos casos convendría detallar más las razones por las que el valorador ha utilizado esos supuestos.

Otro de los elementos positivos de esta operación es que la proximidad temporal de los dos informes de valoración realizados permite contrastar los resultados obtenidos por ambos, así como las hipótesis y los supuestos utilizados por los respectivos valoradores.

C) EN RELACIÓN CON EL PROCESO DE SELECCIÓN DEL COMPRADOR.

7. Sobre la publicidad del proceso de venta.

Como se comenta en la descripción del proceso, la publicidad para la búsqueda de un comprador ha consistido en los contactos directos establecidos por el asesor (un total de 108) con potenciales interesados, el comunicado presentado ante ECSA para su difusión entre sus asociados y finalmente las comunicaciones realizadas ante la CNMV (de carácter obligatorio por ser TRASMEDITERRÁNEA una sociedad cotizada en bolsa). Se considera que, en este caso, la difusión de la noticia de la venta ha sido suficientemente amplia.

8. La formalización del proceso de venta

En esta operación se ha observado un elevado grado de formalización en todas las fases desarrolladas para la selección del comprador. El esfuerzo realizado queda reflejado en la elaboración de las Bases del Proceso que fueron remitidas a todos los participantes, tanto en la fase de Ofertas no Vinculantes como, posteriormente, en la de presentación de Ofertas Vinculantes. El hecho de que las aclaraciones requeridas por determinados candidatos sobre el contenido de las Bases fuesen comunicadas por escrito a todos los potenciales oferentes contribuye, de igual manera, a la transparencia y formalización de todo el proceso.

La elaboración de las citadas Bases y el conocimiento de las mismas por todos los participantes ha sido una recomendación repetida por el CCP en diferentes dictámenes. En las últimas operaciones, dicho enfoque ha sido seguido por SEPI. Con ello, al tiempo que se favorece la transparencia del Agente Gestor en todo el proceso de adjudicación, se contribuye también a incrementar la competencia efectiva entre los distintos oferentes. La información contenida en las Bases y, en especial, el detalle de los diferentes aspectos que debían incluir en sus Ofertas no Vinculantes primero, y en las Vinculantes posteriormente, así como los requisitos mínimos a los que debían comprometerse los potenciales interesados, suponen un aspecto claramente positivo de esta privatización.

Por tanto, la elaboración de estas “Bases” en cada operación de privatización es otra de las recomendaciones del CCP que toma cuerpo en los procesos de privatización realizados en nuestro país.

9. Requisitos mínimos exigidos a los candidatos.

En las Bases remitidas a todos los posibles oferentes del proceso, SEPI les comunica los requisitos mínimos a los que deberán comprometerse expresamente en sus correspondientes ofertas, así como el plazo mínimo de vigencia para dichos compromisos. En concreto, los interesados debían asumir, como mínimo, hasta el 2 de enero de 2007 los siguientes compromisos:

1. "El mantenimiento de una participación mínima en la Compañía (no inferior al 51% del capital social) que asegure la mayoría y el control de la misma".
2. "El mantenimiento de la plantilla fija de Compañía Trasmediterránea, S.A. existente en el momento de la formalización, y el mantenimiento de las condiciones laborales existentes en la fecha de la formalización".
3. "El mantenimiento de la sede social de Trasmediterránea en España".
4. "El mantenimiento de la unidad de empresa".
5. "El mantenimiento de los fondos propios en una cuantía no inferior a los que figuren en el balance auditado de la Compañía a 31-XII-2001".
6. "En cuanto a los contratos vigentes con el Estado español, el comprador asumirá la continuidad de las actividades comprometidas, así como el cumplimiento de los mismos, hasta su finalización".

Además de asumir necesariamente el cumplimiento de los anteriores requisitos para poder continuar en el proceso, los candidatos debían detallar las garantías aportadas para asegurar el cumplimiento de los mismos. SEPI fijó dicha garantía mínima en una cláusula penal de 6 millones de euros para cada uno de dichos requisitos. Además, los candidatos podían superar los mínimos exigidos bien en plazo o en garantías, lo cual se anunciaba que sería valorado dentro del plan industrial.

El Consejo valora positivamente la exigencia de unos requisitos mínimos. Adicionalmente, recomienda que se analice la posibilidad de que, una vez acreditados estos requisitos, el precio pueda tener un mayor peso en el baremo. De esta manera, la decisión final se apoyaría en criterios más objetivos.

10. Fijación del Baremo y de las Normas de asignación de puntos.

En este apartado se produce un nuevo paso en la evolución de la operaciones de privatización. Al inicio del actual Programa de Privatizaciones era muy común que no existiera un baremo previo en el que se señalara la importancia que iban a tener conceptos tales como el precio y el plan industrial para valorar las ofertas de los potenciales compradores. Ante la insistencia del CCP, los Agentes Gestores van

utilizando con una mayor generalidad baremos que fijen la importancia de estos criterios.

Sin embargo, la recomendación del CCP iba más allá, al señalar que no sólo el baremo, sino también las reglas que se aplicarían para otorgar los puntos a los candidatos en los diferentes criterios del baremo, fueran aprobados con carácter previo. Esta recomendación reviste gran importancia ya que, con un mismo baremo, criterios diferentes de asignación de puntos podrían suponer alteraciones significativas en las puntuaciones obtenidas por los candidatos.

Como se mencionó con anterioridad, en las Bases del proceso se detallan no sólo las ponderaciones del baremo sino también las pautas generales de cómo se iba a realizar la asignación de puntos en cada criterio. Esta es la primera vez que este Agente Gestor procede a fijar estas pautas de manera previa. Aunque, en algún caso cabría concretar más las reglas, dichas previsiones suponen una mejora respecto de anteriores procesos, y es un paso importante en el cumplimiento de una de las recomendaciones más reiteradas por el CCP.

En definitiva, el Consejo considera que se ha producido una mejora en relación con anteriores procesos, y recomienda que se siga avanzando en esa dirección.

11. Sobre la relación entre las Ofertas no Vinculantes y Vinculantes

Como se comenta en la introducción se reciben diez Ofertas no Vinculantes. Tras comprobar que todas ellas cumplen los requisitos mínimos (aunque alguna presentara alguna deficiencia, posteriormente subsanada) SEPI considera que todas ellas pueden pasar a la fase de “due diligence” para, más tarde, presentar las Ofertas Vinculantes. Se considera acertada la decisión de SEPI de no realizar descartes en la fase de Ofertas no Vinculantes ya que todas cumplían con los requisitos mínimos. Esta decisión está en línea con lo dicho en dictámenes anteriores del CCP, en los que se objetó la eliminación prematura de ofertas, dado que en ocasiones, la mejora en las Ofertas Vinculantes resultaba muy destacada.

Por otra parte, en las Bases de la operación entregadas a los concursantes con anterioridad a la presentación de las Ofertas no Vinculantes se incluye que la “Oferta Vinculante ... deberá basarse en la Oferta No vinculante y justificar las variaciones que se pudieran producir entre ambas”. El CCP entiende que tanto la decisión de incluir esta cláusula como el no hacerlo pueden considerarse como decisiones razonables ya que existen razones a favor y en contra de cada una de estas dos opciones. Por ejemplo, al incluirla se fuerza a los candidatos a presentar Ofertas no Vinculantes “realistas” y se atenúa la predisposición a poner en práctica un comportamiento estratégico. Por otro lado, las Ofertas no Vinculantes se presentan antes de realizar el “due diligence” y, por

tanto, los candidatos no han tenido acceso a información que es esencial para poder realizar una oferta con rigor. En todo caso, el CCP considera que sean cuales sean las Bases, una vez aprobadas, el Agente Gestor debe esforzarse por lograr que el comportamiento de los candidatos se adapte al contenido de las Bases.

En la operación actual, la oferta económica del grupo ganador, contenida en la Oferta Vinculante, experimenta un incremento importante en relación con la no vinculante. Solicitadas por el CCP las aclaraciones pertinentes, tanto al Agente Gestor como al adjudicatario, la razón de ese aumento parece traer causa, según los escritos recibidos, en los datos conocidos con posterioridad a la presentación de Ofertas no Vinculantes, datos que, en opinión del oferente, aumentaban de forma significativa el valor de la empresa.

12. Sobre el sistema de venta utilizado

El vendedor puede elegir entre diferentes sistemas de venta para que los candidatos a la compra compitan por obtener la empresa. Así, si nos centramos en la fase de presentación de Ofertas Vinculantes se podría utilizar, por ejemplo, el sistema en el que los candidatos presentan una única y definitiva oferta o un sistema en el que los candidatos tuvieran la oportunidad de ir mejorando sus ofertas en varias etapas sucesivas. En principio, y aunque los diferentes sistemas puedan tener ventajas relativas en determinados contextos, ambas alternativas podrían ser válidas desde el punto de vista del vendedor siempre que los potenciales compradores supieran, con certeza, cuál iba a ser el sistema utilizado por el Agente Gestor. Sin embargo, cuando esto último no ocurre, los resultados obtenidos por el vendedor podrían no ser satisfactorios por el posible comportamiento estratégico de los compradores.

En la actual operación, el Agente Gestor ha utilizado un sistema en el que los candidatos pueden presentar una Oferta Vinculante antes del plazo fijado. Por tanto, es un sistema que no permite, después de la fecha límite, presentar mejoras en las ofertas. En este caso, el CCP considera justificada la decisión de SEPI de no aceptar las mejoras de ofertas presentadas con posterioridad al vencimiento de dicho plazo. Adicionalmente, el Consejo recomienda a SEPI que intensifique su labor para eliminar posibles incertidumbres en los candidatos sobre el sistema de venta que se utilizará. De esta

Este sistema puede presentar alguna complicación cuando el vendedor no sólo se encuentra interesado en el precio sino en otros aspectos que se recogen bajo el epígrafe de plan industrial. En este caso, se podrían fijar unos requisitos mínimos que tendrían que cumplir todos los candidatos y a partir de ese momento fijarse únicamente en el precio. También se podría permitir que, además de fijar los requisitos mínimos, los candidatos puedan mejorarlos y además valorar otros aspectos del plan industrial. En este segundo caso el sistema en que los candidatos van mejorando sus ofertas en varias fases se entendería sólo para el criterio del precio. Así, una vez presentadas las ofertas vinculantes que incluyen el plan industrial y el precio se abriría una nueva fase en que los potenciales compradores podrían mejorar su oferta económica sucesivamente hasta que ninguno de los candidatos estuviera dispuesto a modificar su oferta. Una vez terminada esta fase se pasaría a valorar el conjunto de las ofertas (consistente en el plan industrial y el último precio ofrecido) según los criterios y el baremo previamente establecido.

manera, cuando el Agente Gestor utilice un sistema que no permita mejoras de ofertas (en la fase de Ofertas Vinculantes), el CCP recomienda que en las Bases se emplee la expresión "Oferta Vinculante y Definitiva" o cualquiera otra denominación que manifieste aún mas claramente que el candidato no podrá mejorar su oferta con posterioridad.

D) SOBRE LA VALORACIÓN DE LAS OFERTAS FINALES Y LA PROPUESTA DE ADJUDICACIÓN DE SEPI.

13. Sobre la asignación de puntos a las distintas ofertas.

Basándose en las normas previamente aprobadas, SEPI procedió a la evaluación de las diferentes Ofertas Vinculantes presentadas. Una de las recomendaciones del CCP ha sido que esta asignación de puntos tenga una amplia explicación y justificación. Aunque en esta operación se aprecia el esfuerzo realizado, se considera que sigue siendo necesaria una profundización en la explicación de las puntuaciones asignadas en los diferentes subcriterios del plan industrial. Por ejemplo, el informe elaborado por el banco asesor valorando los planes industriales (no las ofertas completas) es bastante más exhaustivo en este campo que la explicación ofrecida por SEPI. En todo caso, y aunque en algún subcriterio del plan industrial, como el del proyecto empresarial, puedan existir determinadas diferencias, los dos trabajos coinciden en el orden de calificación de los planes industriales en su conjunto.

14. Sobre la propuesta de adjudicación de SEPI.

SEPI selecciona como ganador del concurso al consorcio liderado por Acciona, que es el que ha presentado una oferta económica superior y el que obtiene una puntuación más elevada en el plan industrial.

La decisión de SEPI se encuentra apoyada por la opinión del asesor (JP Morgan) que considera que: "la evaluación de las Ofertas realizada por SEPI, a resultas de la cual el consorcio liderado por Acciona obtuvo la máxima puntuación, tanto en precio como en plan industrial, resulta razonable".

A continuación se detallan algunos aspectos destacados de la oferta adjudicataria:

El precio de compra de las acciones de TRASMEDITERRÁNEA es de 45€ por acción, lo que supone 271,9 millones de € para el 100% del capital de la empresa.

En cuanto al plan industrial, el comprador se compromete, hasta el 2 de enero de 2008 (un año más que en las bases de la convocatoria), a cumplir los cinco primeros

criterios básicos enumerados en el punto 3.1. Adicionalmente, el Consorcio se compromete a cumplir los contratos vigentes con el Estado hasta la fecha de su vencimiento.

En el aspecto de garantías, la exigencia mínima para cada uno de los 6 compromisos de los Requisitos mínimos consistía en una cláusula penal de 6 millones de euros. En este sentido, el Consorcio ha ofrecido una cláusula penal de 7 millones de euros para cada uno de los requisitos mínimos y, cláusula penal por 7 millones de euros para el conjunto del plan industrial. Adicionalmente se presentó aval bancario para cada una de las garantías mencionadas, por un valor conjunto de 49 millones de euros (7 millones de euros por compromiso).

15. Sobre el control de concentraciones

El CCP tiene encomendado el estudio, con anterioridad a su aprobación por el Consejo de Ministros, de la adecuación de los procesos de privatización a los principios de transparencia, concurrencia y publicidad. Sin embargo, no es función del Consejo el análisis de las potenciales situaciones de dominio en el mercado que se pudieran producir como consecuencia de cada proceso de privatización.

En todo caso, el contrato de promesa de compraventa firmado entre SEPI y el consorcio adjudicatario obliga al comprador a "cumplimentar todas y cada una de las obligaciones exigidas por las Autoridades de la Competencia".

IV. CONCLUSIONES

El CCP destaca que, en las últimas operaciones, se han aplicado algunas de las recomendaciones que venía sugiriendo en sus dictámenes, como, por ejemplo la de contar con un valorador independiente del asesor. Además, se ha hecho un esfuerzo para cumplir otras recomendaciones, como la aprobación, con carácter previo, no sólo las ponderaciones de los baremos, sino también las normas que se utilizarán para su aplicación. No obstante, como se desprende del apartado III, también han existido una serie de características específicas de este proceso en las que existe margen de mejora para profundizar en los principios por los que tiene que velar este Consejo.

Por otra parte el CCP recuerda las puntualizaciones de los apartados III.11 y III.13 y considera que, globalmente, en la operación de privatización de TRASMEDITERRÁNEA y en la propuesta concreta de venta, se han cumplido suficientemente los principios de publicidad, concurrencia y transparencia.

Octubre, 2002

PRIVATIZACIÓN DE QUÍMICA DEL ESTRONCIO

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 propuesta de privatización del 51% del capital de QUÍMICA DEL ESTRONCIO, S.A. mediante la transmisión de las acciones que constituyen su participación a Fertiberia, S.A., propietaria del 49% restante del capital de la empresa.

En noviembre de 2001, SEPI remitió al Consejo Consultivo de Privatizaciones un Expediente-Propuesta de desinversión de la participación pública en Química del Estroncio. Dicha documentación fue analizada por este Consejo y antes de la emisión de su dictamen sobre la operación, el CCP recibió una comunicación de SEPI anunciando el desistimiento del proceso de privatización en los términos planteados. Posteriormente, en septiembre de 2002, SEPI ha remitido al Consejo el Expediente de privatización de la empresa objeto de este dictamen.

II. ANTECEDENTES Y DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN

QUÍMICA DEL ESTRONCIO, S.A. (en adelante QSr), se constituyó en 1996 como filial al 100% de Minas de Almadén y Arrayanes, S.A. (en adelante MAYASA), con un capital social inicial de 0,60 M.€ (99 Mptas). SEPI, a su vez, es propietaria del 100% del capital de MAYASA. Desde su creación, la empresa ha recibido por diferentes vías inyecciones de recursos (subvenciones, créditos sin intereses, ampliaciones de capital), en su mayoría públicos.

La actividad de producción de la planta industrial de QSr se inició en octubre de 2000. Los retrasos acumulados para el lanzamiento del producto al mercado, los costes necesarios para su adecuación a los requerimientos del mercado, unidos a las pérdidas de la sociedad, desembocan en la suspensión de pagos de QSr solicitada por el Consejo de Administración de la sociedad el 9 de mayo de 2001.

Como consecuencia de dicha situación, el 29 de noviembre de 2001 se aprueba una reestructuración patrimonial de la empresa mediante una operación acordeón (reducción de capital a cero y ampliación simultánea en 20,43M.€ totalmente desembolsados). En dicha operación ejecutada en enero de 2002, MAYASA/SEPI suscribe el 51% del capital de la empresa Fertiberia el 49% restante. Los otros dos socios

de QSr renuncian a su derecho de suscripción.

El 25 de enero de 2002 se inicia el actual proceso de privatización de QSr, fecha en la que el Consejo de Administración de SEPI acuerda adquirir a MAYASA el 51% del capital de la empresa por su valor nominal. Se aprueba igualmente la lista siete entidades convocadas para la selección del Asesor financiero de la operación así como la ponderación del baremo que sería de aplicación en dicho concurso. Se recibieron cinco propuestas de colaboración, entre las cuales el Consejo de Administración de SEPI, en la sesión de 1 de marzo de 2002, acordó contratar a BANESTO como asesor de la operación

Entre el 27 y 28 de mayo, el asesor se puso en contacto con 36 potenciales compradores, nacionales y extranjeros, a los que les fue remitido el Documento Informativo Previo sobre QSr (con indicación expresa del derecho preferente de adquisición de FERTIBERIA sobre las acciones), así como el Acuerdo de Confidencialidad.

Entre el 29 de mayo y el 3 de junio, se devolvieron firmados seis Acuerdos de Confidencialidad. A estos seis interesados les fue remitido, con fecha 13 de junio, el Cuaderno de Venta de la compañía junto con las Bases del Proceso. Se inserta en prensa un anuncio publicitario comunicando la apertura del proceso de venta de la compañía, y adicionalmente, dicha información es publicada en la página web de SEPI.

A su vez, en el mes de junio, antes de la presentación de ofertas no vinculantes, el asesor presenta el informe de valoración de la empresa. Dentro del plazo fijado, el 28 de junio de 2002, se recibió una única oferta no vinculante de Fertiberia. Tras el análisis de dicha oferta por parte de SEPI, y el informe favorable del asesor, se aceptó su pase a la fase siguiente del proceso. El 9 de julio le fue enviada al candidato la invitación a presentar la Oferta Vinculante de compra junto con las bases para la presentación de la misma. El 12 de julio de 2002 se desarrolla el Data Room de información sobre la empresa.

El 19 de julio de 2002 Fertiberia presentó su Oferta Vinculante. Tras el análisis de la misma, el Consejo de Administración de SEPI acordó en su reunión del 23 de julio:

- Vender a FERTIBERIA, 409 acciones representativas del 2% del capital social de QSr por el valor nominal de las mismas, esto es, 409.000 €.
- Vender a término a Fertiberia el 49% restante del capital (10.012 acciones). El vencimiento de dicho término se fija para el tercer mes desde la aprobación de las cuentas de QSr del ejercicio 2003 (o en su defecto el 30 de septiembre de 2004). El precio acordado para dicho porcentaje del capital es el valor neto

patrimonial que resulte de la certificación emitida por el auditor de la compañía, y si éste fuera cero o negativo, por el precio de un euro (1 €).

El 29 de julio se firma el contrato de compraventa entre ambas partes, en el cual se concreta la forma de fijación del valor término. En dicho contrato, el comprador se compromete por un plazo mínimo de tres años desde la fecha de la efectividad de la compraventa a los siguientes aspectos:

- Mantenimiento de una participación mínima en QSr que asegure la mayoría y el control de la misma.
- Mantenimiento de los fondos propios de la sociedad por encima de los dos tercios de los recogidos en el balance de transferencia.
- Mantenimiento de la plantilla fija de la empresa y de las condiciones laborales existentes en la fecha de efectividad de la compraventa.
- Mantenimiento del Centro productivo de Escombreras (Cartagena) continuando con su actividad en el sector.

El cumplimiento de los compromisos anteriores queda garantizado mediante cláusula penal, a primer requerimiento, de 400.000 € para cada uno de dichos compromisos, con un importe máximo de 1.600.000 € en caso de incumplimiento de todos ellos.

Junto al contrato de compraventa, el 29 de julio de 2002, ambas partes firman el Acuerdo de Accionistas en el que se recogen las condiciones de suministro de CO₂, amoniaco y otros suministros de FERTIBERIA a QSr, así como la venta a dicha entidad de los subproductos de la empresa.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP SOBRE EL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN DE QUÍMICA DEL ESTRONCIO.

1.- Sobre la publicidad y concurrencia en la selección de comprador

En el presente proceso, SEPI ha tratado de desarrollar un proceso concurrencial de venta. De esta manera, tras elegir a la entidad asesora y la elaboraron las Bases de la operación, se invitaron al proceso 36 potenciales interesados y se realizaron anuncios de la operación en prensa y en la página web de SEPI. Finalmente seis entidades firmaron el Acuerdo de Confidencialidad y solamente se recibió una Oferta no Vinculante.

Se valora positivamente que, frente a la opción de una negociación bilateral, el agente gestor haya realizado un esfuerzo para promover la concurrencia en un proceso

de venta que contaba con importantes limitaciones desde el principio (debido a la existencia de derechos de adquisición preferente, la existencia de acuerdos comerciales con los actuales socios, la escasa presencia de QSr en los mercados, etc).

2.- Sobre la existencia de condicionantes previos para la venta de la empresa (derechos de adquisición preferente y acuerdos comerciales).

Este dictamen del CCP se limita, según el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, a informar “sobre todas las operaciones concretas de privatización que los Agentes Gestores deben someter a su consideración y al objeto de que por el mismo se dictamine ... si el proceso de privatización y la propuesta concreta de venta se acomoda a los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia”. Quedan, por tanto, fuera de su competencia decisiones anteriores a la iniciación del proceso.

En todo caso, el CCP recuerda que, en anteriores dictámenes, ya había constatado los efectos limitativos sobre la concurrencia que se derivan de la existencia de derechos de adquisición preferente. Esta situación se ha repetido en este proceso ya que estos derechos de adquisición preferente parecen haber sido uno de los motivos que han desincentivado la concurrencia en esta operación. Por tanto, este proceso de venta viene a reforzar la recomendación del Consejo de evitar, en lo posible, este tipo de cláusulas. En este caso, a las limitaciones que provienen de los derechos de adquisición preferente habría que añadir que QSr ha firmado acuerdos comerciales de suministro de materias primas y venta de coproductos con el accionista privado lo que también podrían suponer una limitación de partida para la concurrencia del proceso.

3.- Sobre la actualización del informe de valoración.

Esta operación de privatización tiene dos fases: una inicial en la que se vende el 2% del capital y una venta término donde se traspasa el 49% de capital restante y cuyo plazo vence el tercer mes a contar desde la aprobación de las cuentas de la empresa correspondientes al ejercicio 2003. El precio de venta para dicho porcentaje del capital será el que resulte de aplicar proporcionalmente a la participación que ostente el vendedor, el valor neto patrimonial de QSr en el momento de la ejecución. En el contrato se indica que, para ello, se “solicitará certificación emitida por el auditor de QSr”.

En el mes de junio de 2002 se elaboró el informe de valoración de QSr con lo que se cumpliría con lo establecido en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996. No obstante el traspaso del 49% del capital en la venta a término se va a ejecutar en el entorno de los dos años desde el momento en que se elaboró el informe de valoración. Cuando una compañía como QSr está empezando su actividad comercial, un período de

dos años es un tiempo muy largo y, en cualquier caso, esencial para la valoración de la compañía. Por otro lado, el Consejo también ha recomendado en sus dictámenes que se procure que el informe de valoración se encuentre lo más actualizado posible en relación con el momento en que se produzca el traspaso efectivo de la empresa mientras que, en este caso, el informe del auditor no puede considerarse un informe de valoración propiamente dicho ya que queda limitado a la certificación del valor patrimonial neto.

Por todo ello el CCP considera recomendable que, con independencia del sistema para fijar el precio, se elabore un informe de valoración externo en el momento de la transmisión del 49% del capital de QSr y que dicho informe sea remitido, en su momento, a este Consejo.

4.- En relación con el procedimiento de “venta a término” elegido para ejecutar esta operación.

En esta operación, por primera vez desde el inicio del actual Programa de Privatizaciones, el Agente Gestor ha propuesto una operación que incluye el sistema de “venta a término”. Este sistema implica que el socio público no sale del capital de manera inmediata, sino que se mantiene como accionista de la empresa hasta el vencimiento del plazo fijado (en este caso, hasta el año 2004).

En opinión del CCP la “venta a término” incluida en el contrato de compraventa puede presentar diversos inconvenientes. En primer lugar, cabe señalar que desde el momento de su creación, en 1996, la empresa ha necesitado numerosas aportaciones de recursos, en forma de créditos sin intereses, subvenciones o ampliaciones de capital, en su mayoría públicas, siendo estos ingresos la base sobre la que se ha sustentado la empresa, ya que los retrasos acumulados para la entrada en funcionamiento de su planta productiva, y, posteriormente, las inversiones necesarias para adecuar el producto a los requerimientos de los posibles clientes, han impedido el normal funcionamiento de la explotación.

Por otra parte, tal y como está planteada la operación, SEPI se compromete a vender su participación en la empresa en el momento actual a un precio indeterminado, y que dependerá en gran medida de la gestión de la empresa hasta el cierre del 2003. Si la evolución de la empresa en dicho intervalo no resultase favorable, y el valor patrimonial certificado por el auditor fuese nulo o negativo, el precio de venta acordado para el 49% del capital de la empresa sería de 1€.

En opinión del CCP, esta forma de fijación del precio de venta puede dar lugar a una

distorsión de los incentivos de los accionistas-gestores de la compañía ocasionando un potencial conflicto de intereses entre los accionistas en tanto que vendedor y comprador. En todo caso en el contrato de compraventa el comprador se compromete, hasta la fecha efectiva de la compraventa, a no sustituir al Presidente y Consejero-Delegado, a los directivos ni al auditor (nombrados con la mayoría del capital en poder de SEPI) sin el previo voto favorable del vendedor.

Adicionalmente, este tipo de situación supone un obstáculo a la transparencia del proceso debido a que el sistema para calcular un aspecto tan sustancial de la operación como es el precio, queda determinado por el resultado de la gestión de la empresa a lo largo de un plazo superior a un año.

Finalmente, habría que añadir que este sistema de privatización no parece seguir la línea que ha presidido el actual Programa de Privatizaciones, que ha consistido en vender conjuntamente la totalidad de sus participaciones en el acto de privatización salvo en el caso de Endesa por la cuantía de las OPVs o en el de Red Eléctrica por exigencia legal-.

Como consecuencia de las observaciones anteriores y, en especial, por el grado de incertidumbre al que queda sujeto el precio final de la venta, el CCP recomienda que en futuras operaciones se evite, en lo posible, la utilización de la “venta a término” como método de privatización. En la actual operación el CCP recomienda la realización de una “fairness opinion” sobre la gestión y evolución de la vida de la empresa y, en particular, del período comprendido desde la firma del contrato de compra-venta hasta el momento en que se produce el traspaso efectivo del 49% del capital. Este informe sería elaborado por una entidad independiente e incluiría, en su caso, la valoración actualizada de la empresa que se comentaba en el apartado III.3.

5.- Sobre el Acuerdo Final alcanzado entre SEPI y Fertiberia.

La decisión del Consejo de Administración de SEPI de adjudicar su participación en QSr a Fertiberia se encuentra respaldada por la opinión del asesor del proceso: "al no existir ninguna oferta alternativa de otro candidato recomendamos la adjudicación de la participación de SEPI en QSr a Fertiberia". Adicionalmente, según SEPI esta adjudicación era más favorable que otras posibles alternativas como la quiebra de la empresa.

No obstante, en opinión del CCP el acuerdo de compraventa alcanzado en esta operación implica algún grado de incertidumbre no sólo sobre el precio sino también sobre si será necesaria una nueva aportación de capital por parte de los socios con

anterioridad al vencimiento del término fijado para la venta, aunque esta posibilidad no parece probable si se cumplen tanto las previsiones de SEPI como las estimaciones realizadas por el asesor sobre la evolución de los fondos propios.

Por otra parte, en el contrato de compraventa se han incluido diferentes aspectos valorados positivamente por este Consejo. Así, por un lado, el comprador se obliga, durante 3 años, al cumplimiento de los siguientes compromisos asumidos en el Plan Industrial: a) Mantenimiento de una participación mínima en la compañía que asegure la mayoría y el control de la misma; b) Mantenimiento de una cifra de fondos propios superior a los 2/3 de los recogidos en el balance de transferencia; c) Mantenimiento de la plantilla fija de la compañía y las condiciones laborales existentes en la fecha efectiva de la compraventa sin perjuicio de los cambios que puedan producirse como consecuencia de los mecanismos habituales de la negociación laboral; d) Mantenimiento del Centro productivo de Escombreras (Cartagena) continuando con su actividad en el sector y; e) Realización del programa de inversiones propuesto en el plan industrial. Salvo la cuantía de las inversiones, las demás obligaciones del comprador quedan respaldadas por cláusula penal.

Por otro lado, el comprador garantiza que no efectuará reclamación alguna al vendedor con posterioridad a la firma del contrato de compraventa por hechos, actos negocios o contratos anteriores a dicha fecha o derivada de reclamaciones de terceros como consecuencia de dichos hechos, actos, negocios o contratos anteriores.

Junto al contrato de compraventa, SEPI y Fertiberia firmaron el Acuerdo de Accionistas en el que se recogen los términos de los acuerdos comerciales de suministro de materias primas y adquisición de productos terminados existentes entre QSr y el comprador. Dado que en el mismo se recogen los precios de suministro de las materias primas fundamentales para la producción de la empresa (CO₂ y amoníaco), los términos de dicho Acuerdo tendrán una destacada importancia en la evolución futura de la empresa. En algunos casos estos acuerdos mejoran los existentes desde el punto de vista de QSr aunque en cualquier caso incorporan un componente técnico difícil de evaluar y que queda fuera del alcance de este Consejo.

IV. CONCLUSIONES

En la operación de privatización de Química del Estroncio, S.A. existían unos condicionantes previos (derechos de adquisición preferente, acuerdos comerciales, escasa actividad comercial de la empresa) que dificultaban la realización de un proceso de venta concurrencial. A pesar de dichas limitaciones se considera que SEPI ha

realizado un esfuerzo para intentar promover la competencia.

Teniendo en cuenta los condicionantes mencionados y las actuaciones desarrolladas por el Agente Gestor, el CCP considera que en el proceso de privatización de Química del Estroncio se han cumplido los principios de transparencia, concurrencia y publicidad. En lo que se refiere a la propuesta concreta de venta, y con el objeto de reforzar la transparencia, el CCP recuerda su recomendación incluida en el apartado III.4 sobre la realización de una “fairness opinion” que incluya la valoración de la empresa en el momento de perfeccionarse la venta a término. Asimismo, se recomienda que en futuras operaciones se evite, en lo posible, la utilización de la venta a término como método de privatización.

Octubre, 2002

PRIVATIZACIÓN DE OCHO FINCAS RÚSTICAS PROPIEDAD DE EXPASA, AGRICULTURA Y GANADERÍA S.A.

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996 y, en concreto, de lo dispuesto en la letra b), del punto 1, de su apartado noveno, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha analizado la documentación remitida por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (en adelante SEPI) sobre la enajenación de ocho fincas rústicas de EXPASA, AGRICULTURA Y GANADERÍA, S.A. (en adelante EXPASA) mediante el sistema de licitación pública.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

En abril de 2001, la Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales (SEPPa), remitió al CCP el expediente sobre el procedimiento a aplicar en la privatización de los activos inmobiliarios de EXPASA, así como las actuaciones desarrolladas para la venta de las primeras diez fincas rústicas.

El CCP emitió su dictamen en mayo de 2001 señalando que, en el proceso concreto de venta de diez fincas pertenecientes a la empresa pública EXPASA, “tanto en las actuaciones desarrolladas hasta la fecha de emisión de este dictamen, como en el procedimiento y la metodología de venta propuesto por SEPPa, se han cumplido satisfactoriamente los principios de publicidad, transparencia y concurrencia”.

A continuación, el 8 de junio de 2001, el Consejo de Ministros “autoriza a la Sociedad Estatal 'EXPASA, Agricultura y Ganadería, S.A.' para la enajenación de los activos inmobiliarios de su propiedad, que deberá realizarse mediante procedimientos que observen los principios de publicidad y concurrencia”. Tras la celebración de la subasta, tres de las fincas quedaron sin adjudicar al no recibir ninguna oferta válida de adquisición.

Posteriormente, solucionados algunos problemas de carácter jurídico que afectaban a otras cuatro fincas, SEPI decide iniciar la segunda fase de venta de activos de EXPASA que comprende ocho fincas (cuatro de ellas pertenecen a las que se quedaron sin vender en la fase anterior ya que una de ellas se divide en dos en el actual proceso).

El 22 de marzo de 2002 el Consejo de Administración de SEPI aprueba la lista de entidades preseleccionadas en el concurso para la selección de un valorador que deberá realizar la actualización de las valoraciones existentes. Asimismo, se aprueba el baremo y los criterios de selección de dicha convocatoria.

El 26 de abril de 2002 el Consejo de Administración de SEPI selecciona a la firma TASACIONES HIPOTECARIAS como valorador de las fincas que serán subastadas durante el año 2002.

El proceso elegido para esta segunda fase es una subasta similar a la utilizada en la primera fase. El 21 de junio de 2002 el Consejo de Administración de SEPI aprueba las Bases para la Licitación. Tras la campaña de difusión realizada estas Bases, junto con los Cuadernos de Venta de las fincas, fueron enviadas a 3.915 interesados, recibándose 83 Declaraciones Responsables firmadas por los interesados.

Transcurrido el plazo de subsanación de deficiencias especificado en las Bases, el Comité de Dirección de SEPI acordó el 24 de septiembre de 2002 la exclusión del proceso de venta de cinco entidades por no atender el requerimiento de subsanación, comunicándoseles por escrito tal extremo.

Posteriormente, tras la fase de visita a las fincas y de "Data Room", con fecha 8 de octubre, el Agente Gestor envió a los 78 licitantes admitidos la carta de convocatoria comunicándoles el plazo para la presentación de sus ofertas de adquisición así como de las formalidades y el contenido de las mismas de acuerdo con lo estipulado en las Bases de Licitación en poder de los interesados.

Hasta el 29 de octubre, fecha de vencimiento del plazo para la presentación, se recibieron 36 ofertas de adquisición. Posteriormente, el 13 de noviembre de 2002, y siguiendo el procedimiento expresado en las Bases, se celebró el acto público de apertura de los sobres por el notario y lectura de las ofertas económicas en la sede social de SEPI. Cada una de las fincas fue adjudicada a la mayor oferta económica recibida. La tabla siguiente recoge el precio de salida y de adjudicación para cada una de las fincas, así como la oferta ganadora.

FINCA	LOCALIZACIÓN	Nº ofertas	PRECIO SALIDA	PRECIO ADJUDIC.	LICITADOR
Vistahermosa	Ocón / La Rioja	4	4.665.100	8.296.972	El Jardín de Almayate, S.A.
Puentelargo	Aranjuez / Madrid	7	3.920.000	7.523.388	El Jardín de Almayate, S.A.
Dehesa de Sotomayor	Aranjuez / Madrid	7	2.250.100	2.924.880	El Jardín de Almayate, S.A.
Guadianeja	Villamanrique / Ciudad Real	4	4.557.900	5.610.200	Tikalo, S.L.
La Romana	Utrera / Sevilla	2	8.591.000	12.426.876	El Jardín de Almayate, S.A.
La Perdiz	Jerez de la Frontera / Cádiz	2	2.843.000	4.036.747	El Jardín de Almayate, S.A.
Ginetas	Jerez de la Frontera / Cádiz	5	1.698.500	2.233.710	El Jardín de Almayate, S.A.
Granja La Merced	Arcos de la Frontera / Cádiz	5	2.072.800	2.300.005	Ubrial, S.L.

A continuación, y basándose en el apartado noveno 1.b del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, SEPI remite el expediente de privatización de las mencionadas ocho fincas propiedad de EXPASA, previo a la firma, en su caso, de las escrituras de compraventa con los adjudicatarios.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

Como se ha indicado, en su dictamen de mayo de 2001, "Sobre el proceso de privatización de diez fincas rústicas propiedad de EXPASA", el CCP analizó el procedimiento de venta desarrollado por el Agente Gestor.

El proceso de venta actual es muy similar al anterior por lo que sobre muchos de los aspectos de este procedimiento, el CCP se remite a lo ya indicado en el primer dictamen sobre EXPASA.

Adicionalmente, en este dictamen se ha analizado el proceso de selección de valorador, así como del contenido del informe de valoración llevado a cabo por la firma seleccionada. En lo referente a las funciones de asesor financiero y legal se mantienen los contratos firmados con Proasset y Garrigues & Andersen (actualmente Garrigues Abogados y Asesores Tributarios) respectivamente, ya que ambos conservan su vigencia en esta fase. Sobre la selección y funciones de estas últimas entidades el CCP se remite, igualmente, a lo expresado en su anterior dictamen.

1) En relación con el alcance de la publicidad del proceso

En el actual proceso de venta, desde el 24 de junio de 2002, fecha en la que se inicia la campaña de difusión de la operación, y hasta el 16 de agosto de 2002, se realizaron las siguientes actuaciones:

- Edición y distribución de 9.000 folletos donde se recogían las características básicas de las ocho fincas (extensión, localización, etc.), así como de las fechas clave del proceso: 16 de agosto para la solicitud de los Cuadernos de Venta y 30 de agosto para la presentación de la documentación previa (declaración responsable) para la admisión en el proceso, así como la identificación del asesor de la venta.
 - Difusión electrónica de dicha Síntesis informativa a través de las páginas Web de SEPI y del Asesor.
 - Envío de 3.915 Cuadernos de venta a los solicitantes: 1.995 por correo postal, 1.647 por correo electrónico y 273 entregados en mano.
 - Inserciones en prensa periódica: a) tres inserciones en 17 diarios (4 nacionales, 10 regionales y 3 económicos); b) una inserción en color en 4 diarios (3 nacionales y 1 regional); c) Una inserción de una página en 10 revistas especializadas del sector agrario.

A la vista de las anteriores actuaciones de SEPI, el CCP considera muy favorablemente el esfuerzo realizado por el Agente Gestor en la publicidad de la operación.

2) En relación con el proceso de selección del valorador.

El CCP valora positivamente la decisión de realizar un nuevo concurso para la selección de la firma que llevó a cabo la actualización de la valoración, en lugar de ampliar el contrato con la firma anteriormente elegida.

En relación con la selección del valorador, el CCP ha encontrado algunos aspectos en los que la actuación del Agente Gestor puede ser mejorable. Dado que son recomendaciones conocidas y explicadas en otros dictámenes en detalle se procede a continuación a mencionarlas de forma breve:

Sería conveniente un mayor esfuerzo por parte del Agente Gestor en justificar la preselección realizada (en todo caso, las firmas convocadas coinciden en su mayor parte con las preseleccionadas en la anterior fase de la privatización).

En relación con el número de firmas convocadas se ha producido una ligera mejora al invitar a un número de siete, superior al de la anterior fase. Con todo, el CCP considera que sería conveniente que el número de convocados se situara más cerca del extremo superior fijado por los Agentes Gestores en la "Norma sobre privatizaciones" donde se establecía para este tipo de convocatorias un rango de candidatos situado entre cuatro y diez.

Sería conveniente que en las cartas de invitación a los concursos (también en los que tienen por finalidad la selección de diferentes tipos de asesores) se indicara la ponderación de los criterios que serán utilizados en la selección o, al menos, el orden de importancia de los mismos. En la actual operación esta recomendación estaría especialmente indicada dada la elevada importancia que el Agente Gestor ha otorgado al precio.

En este proceso el baremo de aplicación de puntos por el criterio de los honorarios se aprueba con anterioridad a la recepción por parte de SEPI de las propuestas de colaboración de los candidatos, pero no ocurre lo mismo con el sistema de puntuación. Dado que en ciertas circunstancias la aplicación de diversos sistemas de puntuación puede dar lugar a resultados distintos es conveniente que dicho sistema sea aprobado al mismo tiempo que el baremo. En este caso SEPI ha utilizado un sistema de puntuación que viene aplicando habitualmente en este tipo de concursos, aunque también se han utilizado en el pasado métodos diferentes.

Por otro lado el CCP recuerda que en anteriores dictámenes había indicado la conveniencia de que se incrementara la ponderación de aquellos criterios de selección más objetivos (entre ellos, de forma singular, el precio). A la vista de la gran importancia otorgada en este proceso a los honorarios como criterio de selección, el CCP considera que la actuación de SEPI ha seguido dicha recomendación.

3) Sobre el informe de valoración

El CCP ha recomendado en el pasado la conveniencia de que la valoración fuera realizada por una entidad independiente del asesor. Por otro lado también había recomendado que la valoración estuviera lo más actualizada posible a la fecha efectiva de la venta. En este sentido las decisiones de SEPI de separar la figura de asesor y valorador y la de realizar una actualización de la valoración se ajustan a las recomendaciones del CCP tal como se recogió en el anterior dictamen sobre EXPASA.

En este caso, la entidad valoradora ha aplicado los métodos de capitalización de la renta actual y de comparación con otras explotaciones vendidas de características similares, de acuerdo con la metodología prevista en la Orden Ministerial de 30 de noviembre de 1994 “sobre normas de valoración de bienes inmuebles para determinadas entidades financieras”. Si bien dichas técnicas resultan válidas para la estimación del valor de las fincas, el Consejo considera, como ya indicó en el anterior dictamen sobre la venta de las fincas de EXPASA, que en la medida en que cada finca es una unidad de negocio en funcionamiento, podía haberse incluido una valoración realizada por el sistema de flujos de caja.

Adicionalmente, se estima que podrían haberse justificado de forma más detallada los supuestos adoptados en diversos aspectos de la valoración.

4) Sobre el momento de petición de Informe al CCP.

Como se comenta en la descripción del proceso (punto II), en la anterior venta de activos inmobiliarios de EXPASA el CCP emitió su dictamen sobre las 10 fincas en venta (al igual que en el resto de operaciones de privatización) con anterioridad a la autorización del Consejo de Ministros. No obstante, en opinión de SEPI, esta última autorización era más amplia que el contenido del dictamen del CCP y comprendía también las fincas que ahora se privatizan.

Considerando que el Agente Gestor, en la primera fase de venta de activos de EXPASA, solicitó al CCP informe sobre el conjunto del proceso, así como que la segunda fase sigue un procedimiento similar a la primera, SEPI estima que esta fase es una continuación de la anterior y utiliza la vía contemplada en el apartado noveno 1.b) del Acuerdo del Consejo de Ministros de 1996 para la petición de dictamen a este Consejo. Sin embargo, aun tomando en cuenta su argumentación, el CCP recomienda al Agente Gestor que adopte las medidas necesarias para que esta situación no se vuelva a

producir en futuras ventas, aunque se trate de activos pertenecientes a una misma empresa y de procedimientos de venta tan similares como los utilizados en estas operaciones.

5) Sobre el desarrollo del proceso de venta

En el actual proceso se ha empleado el mismo sistema de venta que fue utilizado en la enajenación de las diez primeras fincas, en 2001, y cuyo procedimiento fue aprobado por el Acuerdo del Consejo de Ministros de junio de ese mismo año. Tan solo se han realizado algunos cambios menores en las bases del proceso.

Uno de dichos cambios se refiere a la no posibilidad de realizar pujas por el conjunto de las ocho fincas, de forma que si la mejor puja conjunta superaba la suma de las mejores ofertas individuales el adjudicatario sería el de la puja conjunta. En el actual proceso, esta posibilidad fue descartada al no haberse presentado ninguna oferta conjunta en la subasta del año 2001. Otro de los cambios respecto a la anterior fase de venta de las fincas, en parte relacionada con lo anterior, consistió en la segregación en dos fincas (denominadas Ginetas y La Perdiz) de una de las parcelas (anteriormente denominada Ranchiles) incluida en la subasta del año 2001 y que no había sido vendida en aquella ocasión.

El actual proceso de venta se ha adaptado a lo previsto en las Bases para la Licitación aprobadas por el Consejo de Administración de SEPI en su sesión del 21 de junio de 2002, y que reproducen en su mayor parte las elaboradas en la primera fase de esta privatización. Sobre el contenido de dichas Bases el Consejo se remite a lo dicho en su dictamen de mayo de 2002, en que destacaba su opinión favorable sobre estos aspectos.

El elevado grado de formalización con que se ha dotado al proceso en la recepción y apertura de ofertas, con la presencia de un fedatario público, incrementa en gran medida el grado de seguridad jurídica del proceso. El Consejo estima que este sistema u otro similar de apertura pública y simultánea de las ofertas debería ser utilizado, en la medida de lo posible, en otros procesos de venta.

IV. CONCLUSIONES

Sin perjuicio de las consideraciones incluidas en este dictamen, especialmente en los apartados III.3) y III.4), el CCP opina que, en lo que se refiere al proceso seguido y a la propuesta concreta de venta de las ocho fincas de EXPASA, se han cumplido los principios de concurrencia, transparencia y publicidad.

Diciembre, 2002