

Informe de Actividades

2005

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Informe de Actividades 2005

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Avda. de Burgos, 8 bis

Edif. Génesis

28036 Madrid

Tel.: 91 383 47 10

Fax: 91 383 28 75

www.ccp.es

Correo electrónico: ccp@ccp.es

Depósito legal: M-13605-2006

Informe de Actividades
2005

ÍNDICE GENERAL

	Página
CAPÍTULO I El CCP y el proceso de privatizaciones	11
1. Introducción	13
2. Funciones del CCP	15
3. Descripción general de los procesos de privatización de empresas.....	16
CAPÍTULO II Las privatizaciones de empresas del Estado	19
1. Evolución de las privatizaciones del Estado.....	21
2. Las privatizaciones en 2005	27
3. Los Indices CCP de privatizaciones	31
CAPÍTULO III La actividad del CCP durante 2005.....	43
1. Operaciones dictaminadas por el CCP en 2005	45
2. Principales recomendaciones del CCP durante 2005.....	50
3. Otras actividades desarrolladas por el CCP durante 2005	61
CAPÍTULO IV Otros Informes publicados en 2005 y relacionados con las privatizaciones.....	65
1. Los Informes de Fiscalización del Tribunal de Cuentas sobre temas relacionados con las privatizaciones	68
2. El Informe de la IGAE sobre el Sector Público Empresarial en 2003	77
<hr/>	
ANEXO Operaciones informadas por el CCP en 2005	87
1. Privatización de las participaciones minoritarias de SEPI en ALDEASA, ALTADIS, ENDESA e IBERIA	89
2. Privatización del 8,5% del capital de RED ELÉCTRICA	101
3. Privatización de NAVALIPS, S.A.	111
4. Privatización de CLINISAS S.A.	123
5. Privatización de INISAS, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A.	137

ÍNDICE DE GRÁFICOS, TABLAS Y CUADROS

Gráfico II.1 Evolución de los ingresos por privatizaciones en España.....	22
Gráfico II.2 Ingresos por privatizaciones por sectores económicos.....	23
Gráfico II.3 Volumen de ingresos por privatizaciones en función del método de venta utilizado desde 1996	24
Gráfico II.4 Participación del Estado en el mercado bursátil	25
Gráfico II.5 Evolución de los Indices CCP1 y CCP1-ponderado frente al Ibex-35	37
Gráfico II.6 Evolución de los Indices CCP2 y CCP2-ponderado frente al Ibex-35	37
Gráfico II.7 Ponderaciones de los valores privatizados (dic-05).....	39
Gráfico II.8 Rentabilidad anual del Ibex-35 y los Indices de privatizaciones.....	40
Gráfico II.9 Evolución de los Indices mundiales frente al Índice de privatizaciones....	41
Gráfico IV.1 Adscripción ministerial de las “Empresas Públicas”.....	81
Gráfico IV.2 Evolución del Sector Público Empresarial	85
<hr/>	
Tabla II.1 Empresas privatizadas en 2005.....	30
Tabla II.2 Rentabilidad acumulada anualizadas de los índices de privatizaciones frente al mercado.....	34
<hr/>	
Cuadro IV.1 Clasificación de la LGP (2003).....	79

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

- AIE:** Agencia Industrial del Estado
- ADIF:** Administrador de Infraestructuras Ferroviarias
- AENA:** Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea
- AESA:** Astilleros Españoles, S.A.
- BOCG:** Boletín Oficial del Congreso de los Diputados
- BOE:** Boletín Oficial del Estado
- CCAA:** Comunidades Autónomas
- CCP:** Consejo Consultivo de Privatizaciones
- CDTI:** Centro para el Desarrollo Tecnológico Industrial
- CNMV:** Comisión Nacional del Mercado de Valores
- DGPE:** Dirección General de Patrimonio del Estado
- ICO:** Instituto de Crédito Oficial
- IDAE:** Instituto para la Diversificación y el Ahorro de la Energía
- IGAE:** Intervención General de la Administración del Estado
- LGP:** Ley General Presupuestaria
- LOFAGE:** Ley de Organización y Funcionamiento de la Administración
General del Estado
- OPA:** Oferta Pública de Adquisición
- OPV:** Oferta Pública de Venta
- PIB:** Producto Interior Bruto
- REE:** Red Eléctrica de España, S.A.
- SEPES:** Entidad Pública Empresarial del Suelo
- SEPI:** Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
- SEPPa:** Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales

CCP

CAPÍTULO I

***EL CCP Y EL PROCESO DE
PRIVATIZACIONES***

1. INTRODUCCIÓN

En este informe se recogen los hechos más destacables de la actividad privatizadora del Estado durante el año 2005.

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) fue creado por Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, que estableció las Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial del Estado (o Programa de Privatizaciones). Este Acuerdo recoge un marco general para la enajenación de empresas públicas que incluye las directrices que han de seguirse en el diseño y la ejecución de las operaciones concretas de privatización, además de la filosofía y los principios en los que deberá basarse el Programa.

El objetivo principal de la creación del CCP fue reforzar el sistema de garantías de las operaciones de privatización, desde la perspectiva del **cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia**. Esta labor se lleva a cabo a través de dictámenes públicos en los que se analiza la adecuación de cada operación de privatización al cumplimiento de los principios citados. De igual modo, el Consejo atiende las consultas que le sean planteadas por los Agentes Gestores, el Gobierno o la Comisión Delegada para Asuntos Económicos, durante el proceso de privatizaciones.

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO

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.

Los actuales miembros del Consejo son los siguientes:

PRESIDENTE

- **D. Juan Ramón Cuadrado Roura**
Catedrático de Economía Aplicada de la Universidad de Alcalá

CONSEJEROS

- **D. Álvaro Cuervo García**
Catedrático de Economía de la Empresa de la Universidad Complutense
- **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 Autónoma de Madrid
- **D. Jaime Requeijo González**
Catedrático de Estructura Económica de la Universidad Nacional de Educación a Distancia
- **D. Antonio Martínez Lafuente**
Abogado del Estado
- **D. Eliseo Fernández Centeno**
Consejero Emérito del Tribunal de Cuentas
- **Dña. Matilde Fernández Blanco**
Catedrática de Economía Financiera y Contabilidad de la Universidad de Valencia

2. FUNCIONES DEL CCP

Las funciones del CCP vienen recogidas en el apartado noveno, punto 1, del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, y son las siguientes:

a) Informar sobre todas las operaciones concretas de privatización que los Agentes Gestores deben someter a su consideración al objeto de que se dictamine si el proceso de privatización y la propuesta concreta de venta se acomodan a los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

b) Informar sobre cuantas cuestiones le sean planteadas por el Gobierno, la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos o los Agentes Gestores durante el desarrollo del proceso de privatizaciones. En este sentido, el Consejo ha resuelto numerosas consultas planteadas por los Agentes Gestores con carácter previo a la decisión de privatización y adjudicación de la empresa.

Debe resaltarse que la tarea del CCP se realiza con anterioridad a la adopción de la decisión final por el Consejo de Ministros, siendo por tanto un control *ex ante*.

3. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN DE EMPRESAS

Los procesos de privatización realizados desde la creación del CCP han seguido, con carácter general, el siguiente desarrollo en su ejecución:

Los Agentes Gestores¹ poseen la iniciativa en el proceso de privatización. Así, llevan a cabo la selección y contratación de “Asesores” y elaboran una propuesta de privatización con la asistencia, en su caso, de los “Asesores” contratados. En ocasiones, los Agentes Gestores realizan consultas previas sobre determinados aspectos de los procesos de privatización al CCP. Sobre la base de dichas consultas, los Agentes Gestores pueden seguir las recomendaciones del Consejo en los procesos de privatización.

A continuación, los Agentes Gestores diseñan el proceso de venta y, en función del mismo, realizan la propuesta de adjudicación de la empresa. Posteriormente, remiten el expediente con la información sobre el desarrollo del proceso y la propuesta concreta de venta al CCP para su correspondiente análisis.

Con la anterior información, el CCP elabora un dictamen en el que se pone de manifiesto el grado de adecuación del proceso a los **principios de transparencia, concurrencia y publicidad**, y que generalmente incluye también diversas recomendaciones con el fin de mejorar su cumplimiento. Conviene tener en cuenta que la función del CCP es consultiva y no vinculante y que, por tanto, no participa de forma directa en la toma de decisiones

¹ Al inicio del Programa existían tres Agentes Gestores: SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales), SEPPa (Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales) y la AIE (Agencia Industrial del Estado). Las posteriores reformas del sector público empresarial del Estado han hecho que, en la actualidad, el único Agente Gestor existente sea SEPI.

relativas a los procesos de privatización. La decisión de aprobación de la operación corresponde al Consejo de Ministros, siendo el dictamen del Consejo anterior a su celebración. Por otro lado, el CCP hace públicos sus informes y notas de prensa a los medios, así como a través de su página web www.ccp.es antes de que el Consejo de Ministros tome su decisión.

El dictamen del CCP se envía a los Agentes Gestores, que son los encargados de remitir, en su caso, la propuesta de privatización y el dictamen del CCP al Consejo de Ministros para su aprobación definitiva. Por tanto, son los Agentes Gestores y, en última instancia, el Consejo de Ministros, los órganos ejecutivos del proceso de privatización.

Al contrario que el CCP, tanto la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE) como, en su caso, el Tribunal de Cuentas actúan con carácter *ex post*, es decir, una vez que se ha producido la privatización de la empresa.

Una vez cerrada cada operación de privatización, el primero de dichos órganos, la IGAE, eleva al Ministro de Economía y Hacienda un informe de auditoría sobre el desarrollo de la misma.

Por su parte, la función fiscalizadora del Tribunal de Cuentas tiene carácter externo, permanente y consuntivo, y su misión es enjuiciar la actividad económica desde los principios de legalidad, eficiencia y economía en relación con la ejecución de los programas de ingresos y gastos.

Junto a los anteriores, se da otro tipo de control, el ejercido por el Parlamento, que puede actuar tanto con carácter *ex-ante* como *ex-post*. Así, desde la creación del CCP han existido dos subcomisiones para el seguimiento de los procesos de privatización y reconversión de las empresas pertenecientes al sector público.

CCP

CAPÍTULO II

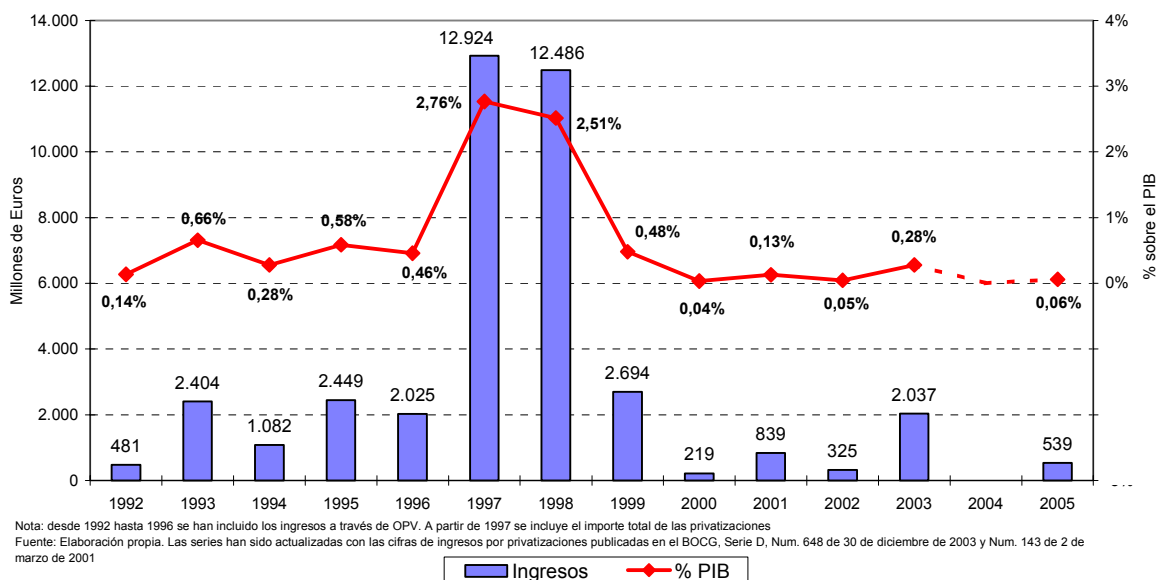
**LAS PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS DEL
ESTADO**

1. EVOLUCIÓN DE LAS PRIVATIZACIONES DEL ESTADO

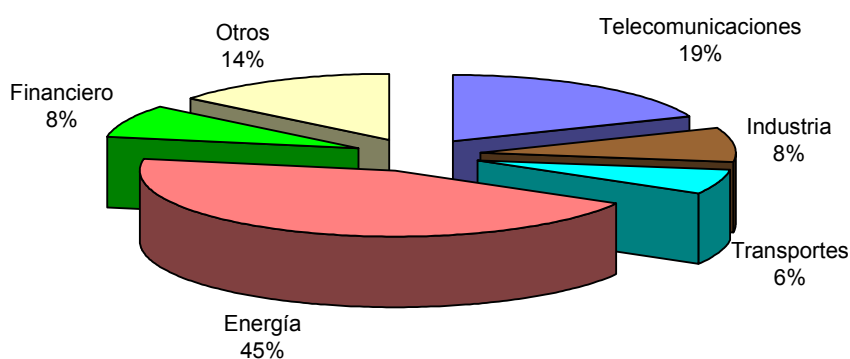
Desde la creación del CCP, en junio de 1996, se ha venido desarrollando en España una importante actividad de venta de empresas y participaciones públicas. Como consecuencia de dicho proceso, el Estado ha vendido su participación (total o parcial) en el capital de **55 empresas**, si bien el número de operaciones de privatización ha ascendido hasta 66 al cierre de 2005, ya que algunas empresas han sido privatizadas en varias fases (consecutivas o simultáneas). En términos de ingresos, el volumen generado por las operaciones de privatización desde 1996 hasta el final de 2005 alcanza la cifra de **32.286 Millones de Euros**, cifra que se eleva hasta los 40.400 millones en términos actualizados a diciembre de 2005.

Dicho proceso privatizador no ha sido, sin embargo, continuo en el tiempo, sino que ha atravesado distintas etapas desde el punto de vista de su intensidad. Así, durante los años 1997 y 1998, coincidiendo con la venta mediante OPV de las grandes empresas públicas, como es el caso de Telefónica, Endesa, Repsol, Tabacalera o Argentaria, fueron los años de mayor intensidad en la actividad privatizadora del Estado. En el Gráfico II.1 puede observarse que en 1997 los ingresos alcanzan un máximo, con 12.984 M.€, mientras que en 1998 se obtiene la cifra de 12.486 M.€, lo que representaba el 2,76% y el 2,51%, respectivamente, del Producto Interior Bruto (PIB) español de esos años.

En los años siguientes, sin embargo, el volumen de ingresos por privatizaciones se redujo notablemente debido a que desciende el tamaño medio de las empresas privatizadas. Finalmente, tras el paréntesis del año 2004, la actividad privatizadora se reanuda en 2005.

Gráfico II.1 Evolución de los ingresos por privatizaciones en España

En cuanto a las características de las empresas privatizadas a lo largo del citado proceso, cabe señalar que éste ha afectado a empresas de diferente tamaño, resultados y sectores de la economía. Sobre este último aspecto, se observa el importante peso acumulado por el sector energético, con un 45% del total de ingresos, dentro del cual se incluyen las privatizaciones de las empresas de gas, electricidad y petróleo (Gas Natural, Repsol, Endesa y Red Eléctrica, junto a otras de menor tamaño). En los últimos años, el sector que más ha aumentado el porcentaje de ingresos por privatizaciones es el que se ha denominado “otros”, en el cual se incluyen las privatizaciones de empresas diversas, pero en muchos casos de notable relevancia, como es el caso de Aldeasa, Tabacalera (actual Altadis), Indra o Enausa. Así, como se verá, en 2005 han entrado a formar parte de dicho grupo la venta de las participaciones residuales del Estado en dos de ellas (Aldeasa y Altadis) junto con los ingresos derivados de las ventas de Clinisas e Inisas.

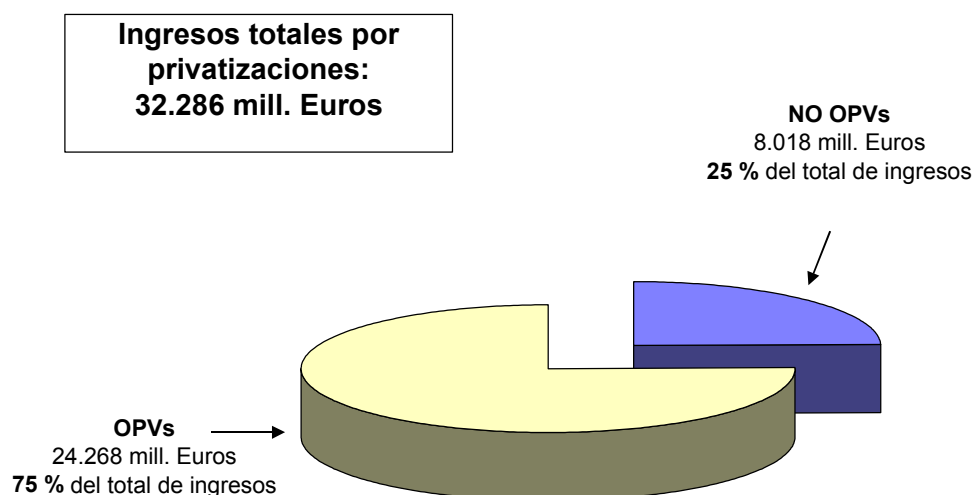
Gráfico II.2 Ingresos por privatizaciones por sectores económicos

Fuente: Elaboración propia

Por otro lado, es importante destacar que, dentro del proceso privatizador desarrollado, el mercado de valores ha jugado un papel esencial. De hecho, el 75% del total de ingresos por privatizaciones proviene precisamente de la ejecución de las ofertas públicas de venta (OPVs) de empresas públicas. Así, las 13 OPVs desarrolladas hasta la fecha han supuesto algo más de 30.000 Millones de Euros actualizados para el Estado (unos 24.200 M.€ en términos corrientes). Desde julio de 2001, fecha de la OPV institucional de Ence, no se ha desarrollado en España ninguna otra privatización a través de este sistema.

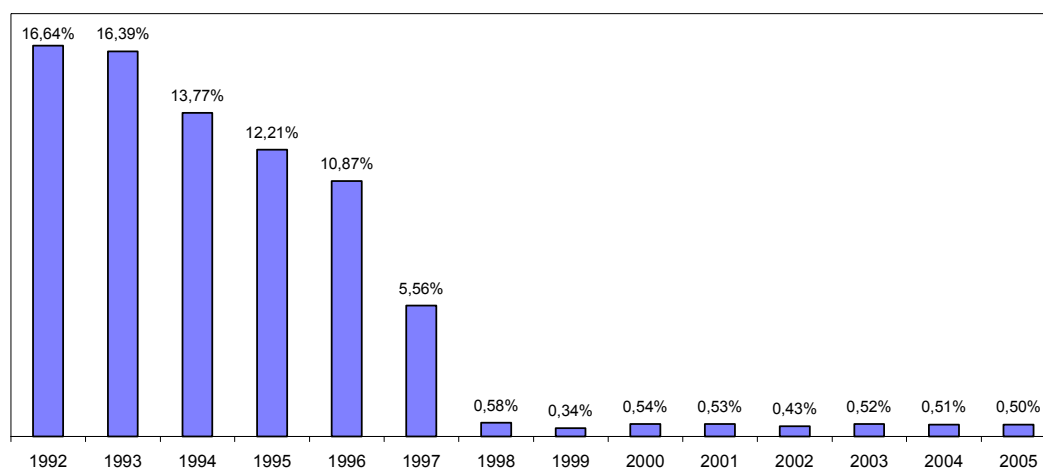
Pero además, antes de la creación del CCP en 1996, se realizaron OPVs de empresas públicas con las que se obtuvieron en conjunto unos ingresos cercanos a los 14.250 millones de euros constantes de 2005, lo que da una idea aproximada de la importancia que este tipo de colocaciones ha tenido en todas las fases del proceso privatizador español.

Gráfico II.3 Volumen de ingresos por privatizaciones en función del método de venta utilizado desde 1996



Nota: Datos de ingresos en millones de euros corrientes
Fuente: Elaboración propia

La evolución del porcentaje de participación poseído por el Estado en el conjunto de las empresas cotizadas es una muestra de la intensidad que ha tenido el proceso de privatizaciones español desde 1996. Así, mientras que el citado porcentaje se elevaba a un 12,2% en el año inmediatamente anterior al inicio del citado proceso (siendo superior incluso en periodos anteriores, tal y como se observa en el Gráfico II.4), a finales de 2005 el porcentaje de acciones en poder del Estado se ha reducido hasta el 0,5% de la capitalización total del mercado bursátil español. De hecho, actualmente la presencia del Estado en el capital de empresas cotizadas se reduce a las participaciones minoritarias de Endesa e Iberia, así como en los casos de EADS y Red Eléctrica. En esta última, la legislación eléctrica obliga a mantener, en todo caso, la titularidad pública sobre al menos un 10% de su capital.

Gráfico II.4 Participación del Estado en el mercado bursátil

Fuente: Bolsa de Madrid y elaboración propia

Nota: Según los datos publicados por la Bolsa de Madrid en los años 2000 y 2001 el porcentaje de participación de las Administraciones Públicas en las empresas cotizadas españolas fue del 0,21% en ambos periodos

En el Gráfico II.4 se observa la fuerte reducción experimentada en el porcentaje de participación pública en el mercado a partir de 1997. Las oscilaciones en el citado porcentaje, que se producen a partir de ese año, son consecuencia de los incrementos o reducciones en el precio de los títulos cotizados, así como del número de empresas con participación pública en cada uno de los periodos, ya que, en ocasiones, la decisión de privatización de una empresa puede traer consigo la entrada del Estado en el capital de otras empresas cotizadas. Ese fue el caso de la privatización mediante canje accionarial de CASA en el año 2000, que supuso la entrada del Estado en el capital de EADS; o de Iberia, pues como consecuencia de la falta de ejercicio de la opción de sobreadjudicación (“*Greenshoe*”)² en la OPV desarrollada en

² El *Greenshoe*, u opción de sobreadjudicación, se refiere a una práctica habitual en las OPVs que implica que el sindicato de colocación de acciones venda en firme a los inversores un volumen de acciones superior al que compra al emisor, tomando prestado para ello en el mercado esas acciones. Para cubrir esa “posición corta” se requiere que el emisor “otorgue” al sindicato una opción, denominada “*Greenshoe*”, y que suele durar un mes, por la cual debe vender acciones de la compañía al sindicato al mismo precio de la OPV. Si el valor de las

2001, el Estado mantiene desde esa fecha un porcentaje de participación en el capital de una empresa que antes de la privatización no cotizaba.

De hecho, las variaciones en la cotización de las acciones han hecho que, a finales de 2005, el porcentaje de participación del Estado se haya reducido ligeramente respecto al año anterior, cuando realmente durante este ejercicio se ha producido la salida del mismo de dos empresas en las que mantenía un pequeño porcentaje del capital, como son Altadis y Aldeasa, así como la enajenación del 8,5% del capital de Red Eléctrica.

acciones sube, el sindicato ejercerá su opción comprando acciones al emisor y devolviendo las acciones que había tomado prestadas con anterioridad. Por el contrario, si el valor baja, el sindicato no ejercerá la opción (es decir, no comprará acciones al emisor) y deberá comprar acciones en el mercado para devolver los títulos que había tomado prestados con anterioridad. Esta operativa forma parte de las medidas de estabilización del valor que llevan a cabo los Coordinadores Globales en las OPVs en los primeros días tras la colocación.

2. LAS PRIVATIZACIONES EN 2005

Como se ha mencionado, 2005 ha supuesto, en cierto grado, la reanudación de la actividad privatizadora en el Sector Público Empresarial del Estado. Durante este año se han desarrollado **seis operaciones** de privatización, que han generado unos ingresos brutos por importe de **539,38 millones de euros**, lo que supone, en términos de PIB, un **0,06%**. En la Tabla II.1 se recogen, de manera resumida, los aspectos esenciales de los procesos de venta desarrollados en 2005.

Dos de estas operaciones, Aldeasa y Altadis, han supuesto la salida definitiva del Estado del capital de dos empresas ya privatizadas y en las que se seguía manteniendo una pequeña participación pública de carácter residual (5,06% y 2,19% del capital respectivamente), como consecuencia de la opción de compra no ejercitada por los coordinadores globales en las OPVs de ambas empresas realizadas en años anteriores (Aldeasa en 1997 y Tabacalera, actual Altadis, en 1998). De hecho, la antigua SEPPa (propietaria de ambas participaciones) ya se había planteado en un ejercicio anterior la venta de ambos porcentajes. Tales operaciones fueron objeto de análisis y dictamen por el CCP en julio de 1998, si bien finalmente no llegaron a ejecutarse.

La venta de la participación estatal en **Aldeasa** se ha desarrollado dentro del proceso de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) abierto sobre la empresa, procediéndose a la adjudicación del citado porcentaje público a la oferta que ofrecía las condiciones financieras más favorables, tal y como había acordado el Consejo de Administración de SEPI.

En el caso de **Altadis**, la enajenación del 2,19% del capital propiedad de SEPI se produjo mediante su colocación en el mercado a través de un proceso

de venta en bloque del paquete accionario. Para ello, se diseñó un procedimiento que, en líneas generales, suponía la adjudicación de las acciones a una entidad que, posteriormente, se encargó de la colocación en el mercado de las citadas acciones.

Por otro lado, en julio de 2005 se autorizó la venta del 8,5% del capital en **Red Eléctrica** propiedad de SEPI, cuya colocación en el mercado se produjo en el mes de septiembre mediante la aplicación de un procedimiento similar al descrito para Altadis. En este caso, el Estado sigue manteniendo una participación del 20% en el capital de la empresa, si bien está obligado, por imperativo legal (Ley 54/1999 del Sector Eléctrico, modificada por la Ley 53/2002 de Medidas Fiscales, Administrativas y de Orden Social) a mantener el 10% del capital de Red Eléctrica.

Durante 2005 se ha producido también la desinversión del 50% del capital que Astilleros Españoles, S.A. (AESAs), integrada en el Grupo SEPI, poseía en **Navalips**. En esta operación, las restricciones a la libre transmisión de las acciones recogidas en los Estatutos de la empresa supusieron una limitación desde el inicio para el desarrollo de un proceso de privatización abierto a la competencia. Finalmente, la venta se realizó al otro accionista de NAVALIPS, propietario del 50% restante del capital.

Las últimas operaciones de privatización desarrolladas en 2005 fueron las ventas de la totalidad del capital de **Clinisas** e **Inisas**, de las que el Grupo SEPI era propietario del 100% del capital. Las enajenaciones se desarrollaron mediante procesos de venta paralelos, que en determinadas fases fueron comunes para ambas operaciones, como las figuras del asesor y el valorador seleccionados. La venta de ambas empresas se desarrolló mediante sendos procesos concurrentes, de los que resultaron adjudicatarios Mapfre Caja Salud en el caso de Clinisas y Adeslas en el caso de Inisas.

En cuanto a los métodos de venta utilizados, éstos han variado en función de las características propias de cada una de las empresas en venta. Así, la privatización de las participaciones de SEPI en Altadis y Red Eléctrica se desarrolló mediante operaciones de venta en bloque y, concretamente, a través de lo que se conoce como un “*bought deal*”, que supone la venta de la participación a una entidad financiera a un precio cerrado que, habitualmente, se establece a través de una subasta. La entidad seleccionada será la que se encargue, posteriormente, de la colocación de las acciones en el mercado. La enajenación del 5,06% de Aldeasa, por su parte, se produjo en el marco del proceso de OPAs abierto sobre la empresa, adjudicándose la citada participación a la oferta que ofreció las mejores condiciones económicas. En el caso de Navalps, la limitación a la libre transmisión de las acciones recogida en los estatutos de la empresa, que comportaba en caso de enajenación un derecho de adquisición preferente para los restantes accionistas, obligó al desarrollo de un procedimiento de venta directa de la participación de Astilleros Españoles (AESAs) al otro accionista de la empresa. Finalmente, las privatizaciones de Clinisas e Inisas se desarrollaron mediante concurso, en los cuales la adjudicación final se realizó en función del precio ofertado, una vez aceptados los requisitos mínimos exigidos por el Agente Gestor.

Tabla II.1 Empresas privatizadas en 2005

EMPRESA	AGENTE GESTOR	MÉTODO	FECHA ⁽¹⁾	PORCENTAJE	INGRESOS	ASESORES	COMPRADOR	COMENTARIOS
ALDEASA	SEPI	OPA	14-Abr-05	5,06%	38,90 M.€		Retail Airport Finance,S.L.U.	En inicio, Aldeasa formaba parte del Sistema de Seguimiento de entidades elaborado por SEPI para la colocación de sus participaciones minoritarias en bolsa. Posteriormente, la apertura de un proceso de OPA sobre la empresa aconsejó la venta de la participación de SEPI como parte de dicho proceso. El Consejo de Administración de SEPI aprobó acudir a la OPA más favorable financieramente o, en su caso, a la más favorable de las mejoras de las condiciones de las ofertas presentadas.
ALTADIS	SEPI	<i>Bought Deal</i>	7-Jul-05	2,19%	202,02 M.€	Asesor: Grupo Analistas	Deutsche Bank	SEPI ha venido realizando con carácter bimestral una clasificación de entidades según unos criterios predefinidos. En el momento de la venta de su participación SEPI convocó a las entidades mejor clasificadas para que presentaran una oferta de compra. Se adjudicó la operación a aquella entidad financiera que mediante el sistema de sobre cerrado ofertó un precio superior.
RED ELECTRICA	SEPI	<i>Bought Deal</i>	29-Sep-05	8,5%	262,04 M.€	Asesor: Analistas Financieros Internacionales (AFI)	UBS	SEPI ha venido realizando con carácter bimestral una clasificación de entidades según unos criterios predefinidos. En el momento de la venta de su participación SEPI convocó a las entidades mejor clasificadas para que presentaran una oferta de compra. Se adjudicó la operación a la entidad financiera que mediante el sistema de sobre cerrado ofertó un menor descuento sobre el precio de cierre de Red Eléctrica en esa fecha.
NAVALIPS	SEPI	Venta Directa	25-Nov-05	50%	0,15 M.€	Valorador: Analistas Financieros Internacionales (AFI)	Wartsila Propulsión United B.V.	Como consecuencia de la restricción estatutaria a la libre transmisibilidad de las acciones de Navalips, reconociéndose, en caso de enajenación, un derecho de adquisición preferente para los restantes accionistas de la empresa, el proceso de privatización se desarrolla mediante la negociación directa con el otro accionista de la empresa, que finalmente adquirió el porcentaje del capital en venta.
CLINISAS	SEPI	Concurso (aceptación de requisitos mínimos y adjudicación en función únicamente del precio ofertado)	25-Nov-05	100%	20,45 M.€	Asesor: Pool Gest Valorador: Valtecsa	Mapfre Caja Salud de Seguros y Reaseguros, S.A.	Se publicó la apertura del proceso en prensa y en la página web de SEPI. Adicionalmente el asesor contactó con 61 potenciales interesados de los que 18 firmaron el acuerdo de confidencialidad. Se recibieron 5 ofertas no vinculantes y, finalmente, tres ofertas vinculantes (una de ellas contenía carta de desistimiento). Según lo establecido en las Bases, la adjudicación se produjo a la oferta que, cumplimiento los requisitos mínimos exigidos, incluía una oferta económica mas elevada.
INISAS	SEPI	Concurso (aceptación de requisitos mínimos y adjudicación en función únicamente del precio ofertado)	16-Dic-05	93,81% de SEPI y 6,19% de la Fundación de Servicios Laborales (Grupo SEPI)	15,83 M.€	Asesor: Pool Gest Valorador: Valtecsa	Compañía de Seguros Adeslas	Se publicó la apertura del proceso en prensa y en la página web de SEPI. Adicionalmente el asesor contactó con 45 potenciales interesados de los que 16 firmaron el acuerdo de confidencialidad. Se recibieron 6 ofertas no vinculantes y, finalmente, 4 ofertas vinculantes. Según lo establecido en las Bases, la adjudicación se produjo a la oferta que, cumplimiento los requisitos mínimos exigidos, incluía una oferta económica mas elevada.

⁽¹⁾ Las fechas de Navalips, Clinisas e Inisas corresponden a la fecha de aprobación de la venta por el Consejo de Ministros. En Red Eléctrica y Altadis, la fecha señalada es la de ejecución de la venta mediante la colocación de las acciones en el mercado. En el caso de Red Eléctrica, se incluye la fecha del último día del plazo de aceptación de la OPA presentada por el adjudicatario. En esta operación, el Consejo de Ministros autorizó la venta del 5% del capital de Red Eléctrica en julio de 2005 puesto que la autorización sobre el 3,5 por ciento restante fue ya concedida el 21 de mayo de 1999, al proceder dicho porcentaje de la opción de compra "green shoe" no ejercitada en la OPV realizada en julio de ese año. Los porcentajes en venta de Aldeasa y Altadis corresponden a la opción de compra no ejercida en las correspondientes OPVs de dichas empresas por lo que la autorización del Consejo de Ministros para la enajenación ya fue concedida en el momento de la ejecución de las citadas operaciones.

3. LOS INDICES CCP DE PRIVATIZACIONES

Los Índices CCP de privatizaciones buscan analizar cuál ha sido la evolución en el tiempo de las OPVs de empresas públicas ejecutadas desde el momento de la creación del Consejo. Dichos indicadores son índices de rendimiento, es decir, incorporan dividendos y otros incentivos recibidos por los inversores, y se elaboran a partir de los precios diarios corregidos por splits, ampliaciones y procesos de fusión de empresas que hayan podido afectar a los valores privatizados.

Desde diciembre de 1996, fecha de la OPV de Gas Natural y hasta la actualidad, se han producido trece OPVs de empresas públicas, dos de las cuales han sido colocaciones de una misma empresa (Endesa-97 y Endesa-98). El hecho de que desde julio de 2001 no se haya producido ninguna otra OPV, unido a que las más importantes en términos de volumen de colocación fuesen ejecutadas entre 1997 y 1998, ha contribuido a que los citados índices hayan dejado de ser unos índices de privatizaciones en sentido estricto para convertirse en indicadores de rentabilidad en el medio/largo plazo.

La elaboración de estos índices se basa en la creación de una cartera ficticia en la que se incluyen las citadas 13 OPVs. La composición de la cartera varía a medida que se van produciendo nuevas entradas o salidas de títulos lo que origina una recomposición de la misma. Así, en un momento inicial la cartera estaría formada únicamente por títulos de Gas Natural. Posteriormente, en el momento de la ejecución de la OPV de Telefónica, sus títulos se incluirían en la cartera y la inversión total se repartiría entre ambos valores³. En los dos

³ Se presupone una inversión inicial de 6.010 euros, capital que irá variando en el tiempo como consecuencia de la evolución del precio de las acciones. La cuantía de la inversión inicial presupuestada resulta irrelevante a efectos de la evolución en precio de los

últimos años se ha producido una variación en la composición de la cartera de privatizaciones como consecuencia de la salida de la misma de dos valores (Aceralia⁴ y Aldeasa⁵), por lo que la citada cartera estaría compuesta en la actualidad por valores de 10 empresas. Tales modificaciones han determinado un cambio en las ponderaciones atribuidas a cada uno de los títulos incluidos en la cartera. Con todo, hasta la fecha, la ponderación atribuida a los valores de la cartera de privatizaciones habría variado en quince ocasiones (como consecuencia de trece entradas y dos salidas).

La forma en que se distribuyen las ponderaciones de los títulos dentro de la cartera es, precisamente, la que ha dado lugar a dos índices de privatizaciones. En el primero, denominado Índice CCP, se atribuye el mismo peso en cada momento a todos los valores privatizados. Por el contrario, en el segundo, llamado Índice CCP-ponderado, el peso atribuido a cada uno de los títulos depende del volumen total de la colocación realizada en el mercado. Así, siguiendo el ejemplo citado, tras la OPV de Telefónica en el Índice CCP la inversión se repartiría al 50% entre los dos títulos incluidos en la cartera, mientras que en el caso del Índice CCP-ponderado, el 5,55% de la inversión sería para Gas Natural y el 94,5% restante para Telefónica. Dicho proceso se iría repitiendo progresivamente a medida que se van incorporando (o saliendo) valores en la cartera.

A su vez, dentro de cada uno de estos indicadores se ha diferenciado entre la cartera de un inversor minorista (o particular) y la de un inversor de carácter institucional, debido a que las diferencias en cuanto a los incentivos que reciben ambos tipos de inversores pueden influir en la rentabilidad final

índices, sin embargo, la determinación de la citada cuantía si influye en otros aspectos tales como descuentos diferidos, bonos de fidelidad o dividendos, incentivos todos ellos que se han tenido en cuenta para la elaboración de los índices de privatizaciones.

⁴ La salida se debe a la OPA de exclusión presentada por la propia empresa en enero de 2004 y cuyo plazo de aceptación finalizó el 23 de febrero de 2004.

⁵ La salida se debe a la OPA de adquisición sobre la empresa lanzada por Retail Airport Finance S.L.U. y cuyo plazo de aceptación terminaba en abril de 2005.

estimada de la inversión de cada uno de ellos.

Finalmente, para analizar la evolución de la cartera de privatizaciones se estima la rentabilidad acumulada en términos anualizados de los Índices de privatizaciones, así como del Ibex-35 y el índice de fondos de inversión de renta variable⁶, utilizados ambos como indicadores de referencia del mercado de valores español. Deben tenerse en cuenta determinadas características de dichos indicadores que pueden influir en las posibles diferencias de rentabilidad existentes con los índices de privatizaciones. Así, el Ibex-35 es un índice de precios y, por tanto, no incorpora dividendos, a diferencia de los índices de privatizaciones. El índice de fondos de inversión, por el contrario, sí incorpora dividendos, puesto que se toma el valor liquidativo de los fondos pero, sin embargo, incluye las comisiones de gestión de las gestoras, lo que supone, en definitiva, una penalización a la rentabilidad estimada de este indicador.

La tabla siguiente recoge la rentabilidad acumulada, en términos anualizados, de los Índices CCP frente a los dos indicadores del mercado hasta el 30 de diciembre de 2005. Se presentan, a modo de resumen, únicamente los resultados obtenidos al cierre de cada uno de los ejercicios.

⁶ Índice de fondos de inversión de renta variable española publicado mensualmente por el diario Expansión.

Tabla II.2 Rentabilidad acumulada anualizadas de los índices de privatizaciones frente al mercado (desde junio de 1996 hasta diciembre de 2005)

Fecha	Ibex-35	Fondos R.V.	CCP1 (instituc.)	CCP2 (minorista)	CCP1-p (instituc.)	CCP2-p (minorista)
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%
Dic-03	7,3%	9,0%	14,4%	15,6%	12,8%	14,7%
Dic-04	8,5%	10,6%	15,7%	16,7%	13,7%	15,3%
Dic-05	9,5%	11,2%	17,1%	18,0%	14,4%	15,8%

Fuentes: Elaboración propia sobre datos de la Bolsa de Madrid y el Índice de Fondos de Renta Variable Española publicado por el Diario Expansión

Los resultados anteriores ponen de manifiesto que, desde el inicio, la cartera de privatizaciones española ha mostrado, en general, un comportamiento más favorable en términos de rentabilidad que los indicadores del mercado, lo que significaría que los inversores que hubiesen acudido a las citadas OPVs de privatización habrían alcanzado, hasta el momento actual, un rendimiento superior al de otras posibles inversiones alternativas en el mercado.

Por otro lado, tales resultados parecen haberse mantenido, en términos generales, con independencia de la evolución del mercado de valores. Así, en periodo de descenso del mercado de valores, como ocurrió entre marzo de 2000 y marzo de 2003, el Ibex-35 retrocedió un 51%, mientras que el Índice CCP lo hizo en un 24% en el caso de los inversores minoristas (y un 25% para los inversores institucionales). Los resultados del índice ponderado durante ese mismo periodo, aunque negativos, también fueron mejores que los del mercado (con una bajada del 36% y 39% respectivamente).

Sin embargo, a partir del segundo trimestre de 2003 se inicia un cambio de rumbo en los mercados que les lleva a registrar importantes alzas hasta diciembre de 2005, compensando las pérdidas registradas en ejercicios precedentes. La cartera de privatizaciones también parece haber seguido la tendencia positiva experimentada por el mercado bursátil, mejorando incluso la rentabilidad media del mercado, aunque sin llegar, eso sí, a los resultados observados hasta 1999 (coincidiendo con la época de las grandes colocaciones de empresas públicas en el mercado). Desde marzo de 2003, fecha en la que se produce el citado cambio de tendencia en las bolsas de valores, y hasta diciembre de 2005, el Ibex-35 habría subido un 83% mientras que en ese mismo intervalo los Índices CCP lo hicieron en un 111% (minoristas) y un 115% (institucionales). Ligeramente inferiores, y más en la línea de la evolución media del mercado, fueron los incrementos registrados por los índices ponderados (82% y 87% respectivamente).

Ante el comportamiento observado de la cartera de privatizaciones en relación con el entorno bursátil cabría analizar el nivel de riesgo asociado a la misma. Para ello, se ha calculado el coeficiente *beta*⁷ asociado a las carteras de privatizaciones, obteniéndose un valor de 1 en el caso de la cartera ponderada y de 0,88 para la cartera sin ponderar⁸. El primero de ellos coincidiría con el valor de la *beta* de mercado, por lo que, en teoría, cabría esperar que el rendimiento de dicha cartera variara en la misma proporción que

⁷ El coeficiente *beta* asociado a un activo financiero mide el riesgo sistemático, o no diversificable, asociado a un valor y representa la sensibilidad del título ante los movimientos del mercado bursátil. Por su parte, el coeficiente *beta* de una cartera se obtiene como el promedio ponderado de los coeficientes *beta* de cada uno de los títulos incluidos en ella.

El valor de la *beta* del mercado es, por definición, igual a uno. Los valores con *beta* superior/inferior a la unidad tienen un riesgo superior/inferior al del mercado y, en consecuencia, son más sensibles ante los cambios de rendimiento del mercado de valores, por lo que su rentabilidad esperada será mayor/menor que la rentabilidad media del mercado bursátil.

⁸ Datos estimados a partir de los coeficientes *beta* correspondientes a las últimas 250 sesiones estimados para cada uno de los valores de la cartera de privatizaciones y publicados por la Sociedad de Bolsas en su Informe mensual de diciembre de 2005.

el rendimiento del mercado. En el caso de la cartera sin ponderar, sin embargo, la *beta* asociada a la misma es inferior a la unidad, por lo que, a priori, el rendimiento de la cartera se vería menos afectado que el índice del mercado en épocas tanto de retroceso bursátil como de subida del mercado. Estas consideraciones sobre el riesgo de las carteras, no explicarían, pues, el que los índices CCP (ponderados y sin ponderar) mejoren al mercado en épocas de ascenso bursátil y retrocedan menos que la media del mercado en épocas de caída de la bolsa, como se ha comentado.

Pese al comportamiento favorable, en términos de rentabilidad, de los índices de privatizaciones frente a otros indicadores del mercado es posible observar diferencias en función tanto del tipo de índice (ponderado o sin ponderar) como del tipo de inversor (minoristas o institucionales). Tales diferencias se aprecian en los gráficos siguientes, que representan la evolución de los Índices CCP para inversores institucionales (Gráfico II.5) y minoristas (Gráfico II.6) tomando para su elaboración como base 100 diciembre de 1996.

Gráfico II.5 Evolución de los Índices CCP1 y CCP1-ponderado frente al Ibex-35 (inversor institucional)



Fuente: Elaboración propia a partir de cotizaciones bursátiles

Gráfico II.6 Evolución de los Índices CCP2 y CCP2-ponderado frente al Ibex-35 (inversor minorista)



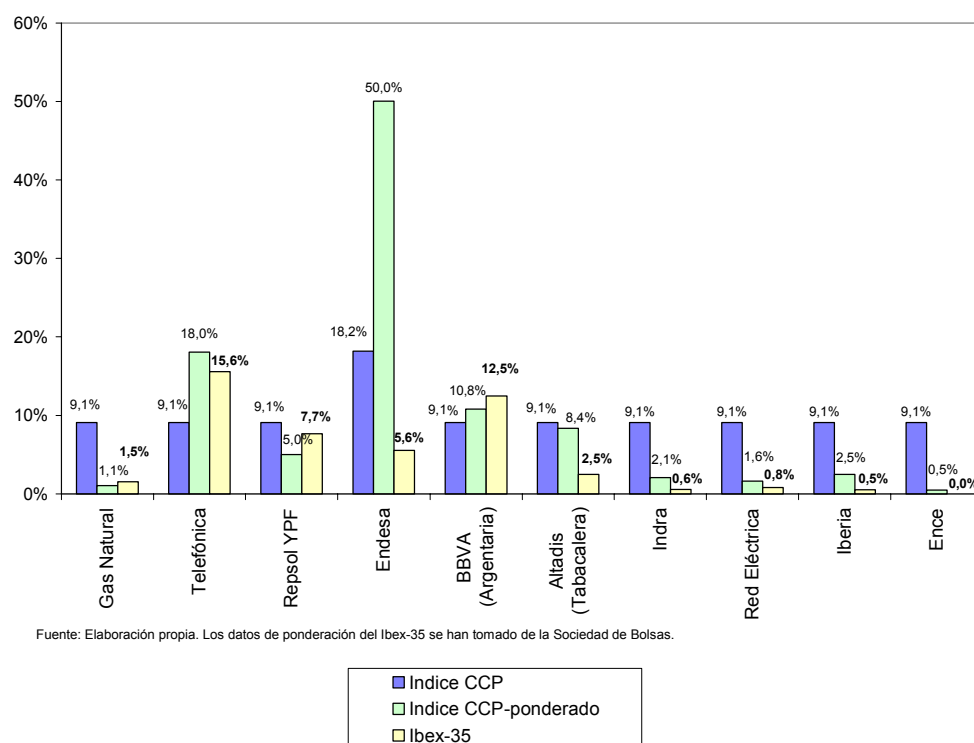
Fuente: Elaboración propia a partir de cotizaciones bursátiles

La mayor rentabilidad de la cartera de un inversor minorista frente a la de un institucional es consecuencia de los distintos incentivos reservados a los primeros en este tipo de colocaciones. Entre otros cabe destacar la entrega de acciones gratuitas, los incentivos por mantenimiento de acciones en la cartera o el mayor descuento en el precio de venta.

Por su parte, las diferencias de rentabilidad observadas entre el Índice CCP y el Índice CCP-ponderado vienen determinadas por el distinto peso atribuido a cada uno de los títulos dentro de las carteras. En el Gráfico II.7 se representa el peso atribuido a cada uno de los valores en ambos índices de privatizaciones, así como la ponderación de dichos títulos en el Ibex-35⁹. Cabe destacar que los títulos privatizados suponen, a 30 de diciembre de 2005, un 47,21% del peso total del Ibex, lo que explica en gran medida la estrecha correlación observada de los índices de privatizaciones con el citado indicador del mercado.

Como puede observarse, el elevado peso acumulado por Endesa (50%), e, incluso, por Telefónica (18%), en la cartera ponderada determinaría en gran medida la evolución del citado indicador. Así, desde marzo de 2003, en contra de lo que se había observado hasta ese momento, el Índice CCP (sin ponderar) ha mostrado un mejor comportamiento que el ponderado, lo que pone de manifiesto los incrementos en términos de precio durante los dos últimos años de las operaciones de menor volumen, como es el caso de Indra, Red Eléctrica, Iberia o Ence.

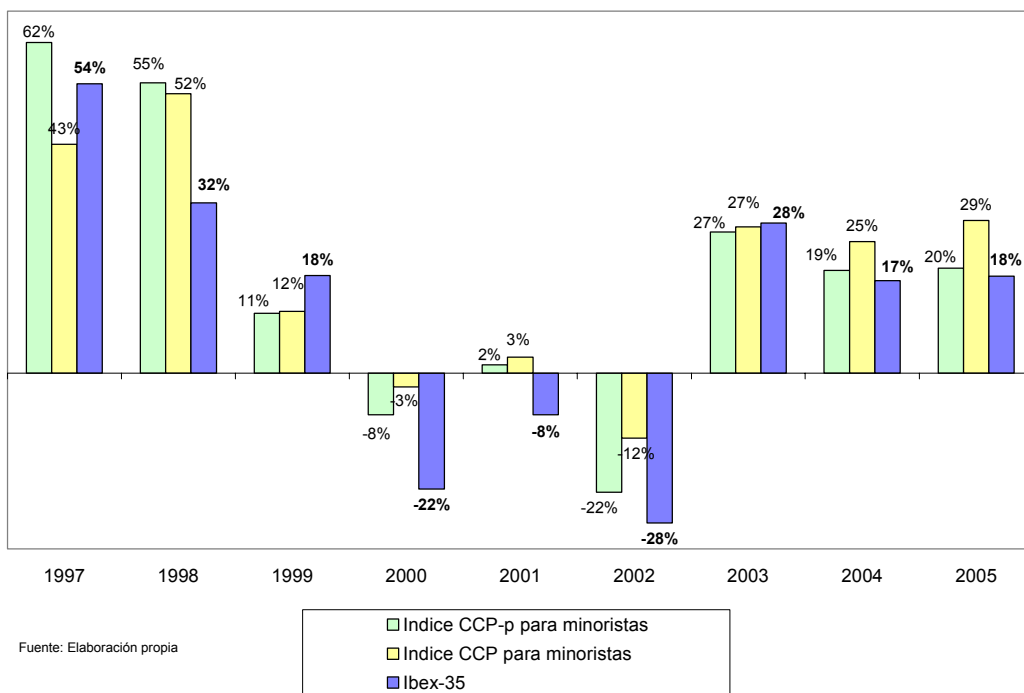
⁹ De los diez valores incluidos en diciembre de 2005 en la cartera de privatizaciones,

Gráfico II.7 Ponderaciones de los valores privatizados (dic-05)

El Gráfico II.8. recoge la rentabilidad anual de los índices de privatizaciones para el caso de un inversor minorista, así como las del mercado español representado por el Ibex-35. En él se observa con mayor claridad el mejor comportamiento en términos de rentabilidad de la cartera de valores privatizados sin ponderar en los dos últimos años.

sólo Ence queda fuera del Ibex-35.

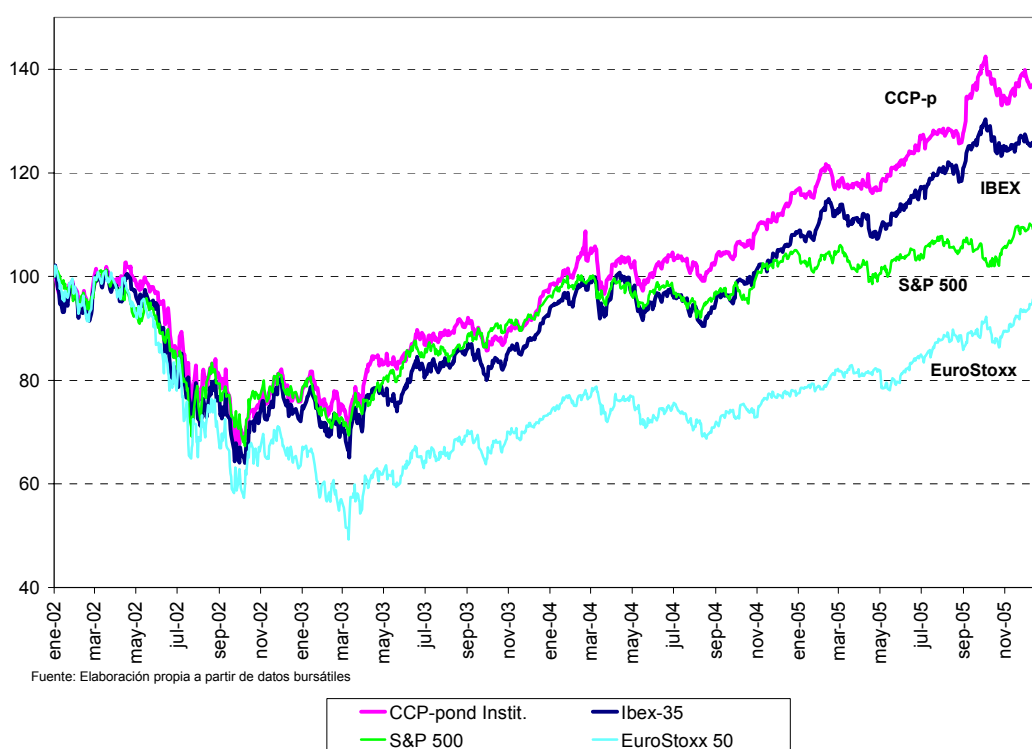
Gráfico II.8 Rentabilidad anual del Ibex-35 y los Indices de privatizaciones (inversor minorista)



Finalmente, debe señalarse que los signos de recuperación y el cambio de tendencia experimentado por el mercado español en los últimos ejercicios no han sido un fenómeno aislado, sino una mejora generalizada de las bolsas de valores en el ámbito internacional. Así, los índices de las principales bolsas han registrado subidas continuadas desde el primer trimestre de 2003 si bien dicha recuperación parece haber sido mas positiva en los mercados europeos (Gráfico II.9). Desde el segundo trimestre de 2003 el Eurostoxx-50, tomado como indicador de la zona euro, ha experimentado un crecimiento del 76%, mientras que, en ese mismo intervalo, el Standard&Poors-500, como representación del mercado norteamericano, subió un 47%. Si comparamos dicha evolución con el mercado bursátil español, parece que la bolsa española ha mejorado a la media europea, ya que la subida del Ibex-35 ha alcanzado el

83% respecto a marzo de 2003. El índice de privatizaciones, tomando el caso de un inversor institucional con objeto de que resulte más comparable con el Ibex-35, habría experimentado una subida similar a la del índice del mercado español (un 87%) y superior, en todo caso, al de los principales valores europeos.

Gráfico II.9 Evolución de los Índices mundiales frente al Índice de privatizaciones (inversor institucional)



En resumen, y a la vista de los resultados comentados en este apartado, parece que las privatizaciones españolas mediante OPV seguirían la línea observada en el ámbito internacional, según la cual las empresas privatizadas muestran, en general, un comportamiento favorable desde el punto de vista de la rentabilidad en el medio/largo plazo.

CCP

CAPÍTULO III

LA ACTIVIDAD DEL CCP DURANTE 2005

1. OPERACIONES DICTAMINADAS POR EL CCP EN 2005

En este apartado se analizan las características más relevantes de las operaciones analizadas y dictaminadas por el CCP durante el año 2005. En dicho periodo se han ejecutado seis operaciones de privatización, aunque el CCP sólo ha emitido cinco dictámenes, ya que uno de ellos se refería a la venta de las participaciones minoritarias del Estado en varias empresas cotizadas. Debe señalarse que en todas las operaciones ejecutadas el Agente Gestor ha sido SEPI.

A continuación se enumeran los dictámenes emitidos por el CCP durante 2005 (que se incluyen en el ANEXO de este Informe), siguiendo el orden de emisión, y, posteriormente, se realiza una breve descripción de cada una de las operaciones:

- Privatización de las participaciones minoritarias en Aldeasa, Altadis, Endesa e Iberia.
- Privatización de Red Eléctrica.
- Privatización de Navalips.
- Privatización de Clinisas.
- Privatización de Inisas.

Las participaciones minoritarias de SEPI en Aldeasa, Altadis, Endesa e Iberia se derivaban de la no ejecución de la opción de compra (“*Greenshoe*”)¹⁰ por parte de los Coordinadores Globales en las OPVs de dichas empresas

¹⁰ Ver nota al pie número 2 (página 25).

desarrolladas en ejercicios anteriores (concretamente, Aldeasa en 1997, la antigua Tabacalera y Endesa en 1998 e Iberia en 2001). En 1998 SEPPa se planteó la venta de las participaciones residuales en Aldeasa y Tabacalera por un procedimiento similar al utilizado en la actualidad, si bien finalmente tales colocaciones no llegaron a ejecutarse. En 2005 SEPI, como propietario de las citadas participaciones minoritarias, decidió proceder a su colocación el mercado.

Inicialmente, el sistema propuesto para las cuatro participaciones era una venta en bloque, pero la posterior existencia de un proceso de OPAs sobre Aldeasa hizo que SEPI se sirviese del mismo para desprenderse de su participación en la empresa. Finalmente la adjudicación de la participación en Aldeasa se realizó en favor de la oferta competidora que ofreció las mejores condiciones económicas. En dicho proceso, tras la presentación de tres ofertas competidoras sucesivas, y una mejora posterior de las condiciones de una de ellas, resultó ganadora la oferta de Retail Airport Finance.

Para la colocación de las restantes participaciones minoritarias, SEPI definió un procedimiento de venta en bloque del paquete accionario, estableciendo para ello dos fases diferenciadas: en una primera fase se realiza un seguimiento de las empresas por las entidades candidatas a la colocación de cada una de las participaciones en el mercado, elaborándose para ello bimestralmente una clasificación de dichas entidades en función de unos parámetros previamente definidos. Y, en la segunda fase, se procede a seleccionar a la entidad colocadora, convocando para ello a las entidades financieras mejor posicionadas en la última clasificación bimestral, a las que se solicita la presentación de una oferta económica. El proceso termina con la selección del banco colocador entre los preseleccionados y la ejecución de la venta. Tal procedimiento contó con la opinión favorable del CCP en su dictamen de abril de 2005

Al inicio, Red Eléctrica no formaba parte del referido proceso de seguimiento previsto para la venta de las participaciones minoritarias de SEPI. Sin embargo, posteriormente, ante la decisión de SEPI de proceder a la venta de un determinado porcentaje de la empresa, fue incorporada al citado sistema de seguimiento.

Entre los métodos de ejecución de la venta de bloque existentes, SEPI ha aplicado el denominado “*bought deal*” para la venta de su participación en Altadis así como del 8,5% del capital de Red Eléctrica. Este sistema supone la venta del paquete accionario a la entidad financiera seleccionada a un precio cerrado (que habitualmente supone un descuento sobre el precio de cierre de la acción en el mercado), para que sea dicha entidad la que se encargue posteriormente de su colocación entre inversores institucionales.

De la aplicación del procedimiento descrito resultaron adjudicatarias para la colocación de las acciones en el mercado Deutsche Bank, en el caso del 2,19% de Altadis, y UBS, para el 8,5% de Red Eléctrica. En ambos casos el precio de venta vino determinado por un descuento sobre el precio de cierre de la acción en el mercado ese mismo día (0,67% y 1,13% respectivamente). Al cierre de 2005, quedaban pendientes de ser colocadas en el mercado las participaciones de SEPI en Endesa e Iberia.

Por otra parte, en octubre de 2005 el CCP emitió dictamen sobre la privatización del 50% del capital de Navalips del que era titular Astilleros Españoles S.A., integrada a su vez dentro del Grupo SEPI. La empresa en venta, dedicada al negocio de la fabricación, reparación, compra-venta, importación y exportación de hélices para barcos, tenía una restricción estatutaria a la libre transmisibilidad de sus acciones. En virtud de la misma, en caso de venta de las acciones por uno de los socios, los restantes accionistas de la empresa poseían un derecho preferente de adquisición. Adicionalmente, los Estatutos preveían que, en caso de discrepancia en cuanto al precio de

transmisión de las acciones, éste sería fijado en su valor contable. Esta restricción supuso, desde el inicio, una limitación para el desarrollo de un proceso de privatización concurrente y abierto a la competencia. Por esta razón, previa valoración de la empresa por la entidad seleccionada para tal fin (Analistas Financieros Internacionales), SEPI llegó a un acuerdo con el socio propietario del 50% restante del capital de la empresa (Wärtsila Propulsión United, B.V) para la adquisición del porcentaje en venta de Navalips por un valor de 150.000 euros, según los términos recogidos en el contrato.

Las últimas operaciones de privatización desarrolladas en 2005 fueron las de Clinisas e Inisas, cuyas ventas se realizaron a través de sendos procesos paralelos. La primera, Clinisas, se constituyó en el año 2002 mediante la adquisición de la Clínica SAS a la Fundación de Servicios Laborales (integrada a su vez en el Grupo SEPI), y está dedicada al desarrollo de servicios de asistencia sanitaria integral. Inisas, por su parte, está dedicada a las operaciones de seguro en el ramo de salud, en la modalidad de asistencia sanitaria, en todo el territorio nacional, y su capital estaba participado por SEPI en un 93,18%, siendo el resto propiedad de la Fundación de Servicios Laborales.

Ambos procesos compartieron, además de las figuras de asesor y valorador (para las que resultaron seleccionados Pool Gest y Valtecsa, respectivamente), el diseño de la operación así como el propio contenido de las bases del concurso que serían aplicadas para la selección del comprador. Para ello se publicitó tanto en prensa económica como en la página web de SEPI el carácter abierto del concurso y, paralelamente, el asesor contactó con 61 potenciales interesados en el caso de Clinisas y 45 para Inisas. De ellos, 18 y 16, respectivamente, manifestaron su interés en participar en el proceso y firmaron los Acuerdos de Confidencialidad.

El diseño de ambos procesos, previsto en las Bases de cada uno de

ellos, incluía una primera fase de presentación de ofertas no vinculantes en la que los candidatos debían aceptar expresamente los requisitos mínimos exigidos por SEPI y presentar, además, una oferta no definitiva de precio y plan industrial. Se recibieron cinco ofertas no vinculantes para Clinisas y seis para Inisas. La segunda fase del proceso de privatización, la correspondiente a la presentación de las ofertas vinculantes, incluía a su vez una primera parte en la que los candidatos hubieron de presentar su plan industrial para la empresa junto con la ratificación del cumplimiento de los requisitos exigidos, y una segunda referida a la presentación de la oferta económica. Dos candidatos en el caso de Clinisas y cuatro en el caso de Inisas ofertaron un precio de adquisición por cada una de las empresas, en función de los cuales resultaron seleccionados Mapfre Caja Salud de Seguros y Reaseguros, S.A. como adjudicatario de Clinisas por un precio de 20.450.000 € y Compañía de Seguros Adeslas, S.A. como adquirente de Inisas por 15.826.000 €.

2. PRINCIPALES RECOMENDACIONES DEL CCP DURANTE 2005

En este apartado se incluyen algunas de las recomendaciones más destacables incluidas en los dictámenes emitidos por el CCP durante 2005. Tales recomendaciones han sido agrupadas en dos apartados: a) Recomendaciones relacionadas con los asesores y valoradores; y b) Recomendaciones sobre el proceso de selección del comprador.

A) RECOMENDACIONES RELACIONADAS CON LOS ASESORES Y VALORADORES

1. Sobre los criterios de selección de asesores y valoradores

Muchas de las recomendaciones realizadas acerca de la selección de asesores y valoradores coinciden, en alto grado, con las expresadas acerca de los procesos de selección de compradores. Así, el CCP ha opinado favorablemente acerca de importancia asignada al criterio del precio respecto a otros criterios de selección, como ocurrió, por ejemplo, en el caso de Navalips, ya que esto va en la línea de dar más peso a los criterios más objetivos, aspecto este en el que se ha insistido en dictámenes previos. Similares fueron las consideraciones del Consejo acerca de los procedimientos aplicados para la selección de entidades colocadoras con motivo de la venta de las participaciones minoritarias en Aldeasa, Altadis, Endesa e Iberia, así como en la venta del porcentaje de Red Eléctrica, ya que en todos ellos la selección final se basó, únicamente en la oferta económica, siendo en las fases de preselección previas en las que se valoraron otro tipo de factores de carácter cualitativo.

Adicionalmente, el CCP ha recomendado que en las cartas remitidas a los candidatos convocándoles para la presentación de sus propuestas de colaboración, se debería aumentar la información sobre los distintos aspectos que serán valorados de sus ofertas. Tal recomendación, como ha aclarado el Consejo, no supone necesariamente que se tengan que hacer públicos los baremos aplicados por el Agente Gestor, sino simplemente una ordenación de los criterios incluidos en el citado baremo.

Por otro lado, el Consejo ha recalcado la importancia de seguir las normas habituales en este tipo de proceso (tanto las declaradas explícitamente como las consuetudinarias) debido al problema de credibilidad que cambios en la aplicación de las mismas en una determinada operación pueden generar en procesos futuros. Tal recomendación se realizó con motivo de la operación de Navalips, en cual una vez analizadas las propuestas de colaboración presentadas, se comunicó a los concursantes que “reconsiderasen su propuesta y los honorarios solicitados”, lo cual hicieron dos de ellos. En opinión del CCP, este tipo de actuaciones de SEPI podría favorecer la generación de comportamientos estratégicos de los concursantes en operaciones futuras.

2. Concurrencia en la selección de asesores y valoradores.

Durante el año 2005 el CCP ha formulado diversas recomendaciones referidas a la selección de asesores y valoradores, algunas de las cuales ya habían sido reiteradas en dictámenes anteriores.

En general el CCP ha insistido en la conveniencia de que la selección de asesores se realice con la debida concurrencia. Para ello, un aspecto importante es la preselección de entidades convocadas al concurso, siendo necesario que dicha preselección se base en criterios objetivos, por ejemplo, a partir de las clasificaciones de asesores realizadas por firmas especializadas

que valoran tanto el número de operaciones como la calidad de su trabajo en el pasado. En los casos en los que estas clasificaciones no cubran todo el rango deseado de asesores y valoradores, el CCP ha recomendado que el Agente Gestor realice un esfuerzo por explicar y justificar de forma extensa los criterios que se han tenido en cuenta para realizar una determinada preselección. La conveniencia de tal recomendación, señalada en las operaciones de Clinisas e Inisas, se debe a que la heterogeneidad observada entre los perfiles de los candidatos preseleccionados ha podido influir en la amplia dispersión en los precios de las ofertas presentadas por cada uno de ellos. Por ello, el CCP recomendó que en casos como los señalados, en los que se recurra a perfiles diversos en la preselección de entidades, el número de candidatos convocado en cada subgrupo sea suficiente para garantizar la competencia dentro de cada uno de ellos.

3. Existencia de un valorador independiente

La existencia de un valorador independiente del asesor financiero de la operación es una de las recomendaciones más repetidas por el Consejo desde su creación y sobre la que se ha venido observando una aplicación creciente en las últimas operaciones. En 2005, sin embargo, esta figura no estuvo presente en la operación de privatización de Navalips, justificándose la no selección de la citada entidad en el propio diseño del proceso, en el que no se preveía el establecimiento de contactos con posibles interesados distintos del otro socio en el capital de Navalips y que, finalmente, resultó adjudicatario. El CCP recalcó en su informe que la presencia de un asesor financiero hubiera podido contribuir a aumentar la transparencia de la operación así como asistir al vendedor en diferentes aspectos del proceso, pese a que, en ese caso, el valorador pudo realizar, en algún grado, estas labores.

Adicionalmente, el CCP también ha recomendado la conveniencia de que la valoración de la empresa esté disponible con anterioridad a la recepción

de cualquier tipo de oferta (vinculante y no vinculante) por parte de los potenciales interesados, como ocurrió, por ejemplo, en las ventas de Inisas y Clinisas en las cuales se tuvo en cuenta tal recomendación.

4. Informe de valoración

Todas las operaciones de privatización deben contar con, al menos, un informe de valoración de la empresa o de la participación objeto de la venta. Desde el inicio, el CCP ha venido insistiendo en distintos aspectos sobre el contenido de estos informes, para que, en su opinión, contribuyan a favorecer tanto la transparencia de la operación como la objetividad de la decisión final de adjudicación.

En 2005, el Consejo ha vuelto insistir en la conveniencia de utilizar, siempre que sea posible, el descuento de flujos de caja como método fundamental de valoración, con independencia de que el valor estimado mediante dicha técnica pueda ser contrastado posteriormente con la aplicación de otros métodos, como se recomendó, por ejemplo, en las operaciones de Clinisas e Inisas. Similares consideraciones respecto a la utilización del descuento de flujos de caja fueron realizadas en el dictamen de Navalips.

Por otro lado, la aplicación de esta técnica de valoración, se basa habitualmente en una proyección de resultados y balances para un horizonte temporal determinado. El CCP ha insistido en diversas ocasiones en que para la elaboración de tales previsiones, sea el propio valorador el que realice un diagnóstico de la compañía y elabore sus propias proyecciones de resultados futuros, evitando así el basarse, únicamente, en la información proporcionada por el vendedor o por la propia empresa en venta. En la operación de Clinisas se tuvo claramente en cuenta esta recomendación.

En todo caso, el aspecto en que más ha insistido el Consejo a lo largo

de 2005, es en la necesidad de que las diferentes hipótesis y supuestos asumidos en la valoración queden debidamente justificados en el informe. En opinión del CCP, la explicación aportada por los valoradores en las operaciones de Navalips, Clinisas e Inisas ha sido escasa en lo que se refiere a determinadas variables que, por su propia condición, incorporan un elevado grado de subjetividad y en los que, por tanto, cabría realizar un especial esfuerzo en su justificación. Tal es el caso, por ejemplo, de la tasa de descuento aplicada, el valor residual estimado de la empresa al término del horizonte temporal, o las consideraciones de valoración sobre determinadas partidas del balance de la empresa.

B) RECOMENDACIONES SOBRE EL PROCESO DE SELECCIÓN DEL COMPRADOR

5. Concurrencia y publicidad en los procesos de búsqueda de compradores.

La recomendación de que en los procesos de selección de compradores se publicitara de forma notoria su carácter abierto a los potenciales interesados ha sido repetida por el CCP en numerosos dictámenes. También en los realizados durante el año 2005 ha sido formulada esta importante recomendación, concretamente en los casos de Clinisas, Inisas y Navalips.

En las dos primeras operaciones señaladas, Clinisas e Inisas, la publicidad del proceso contó con la opinión favorable del CCP, aspecto este que fue destacado positivamente en ambos dictámenes. En dichas operaciones, SEPI ha llevado a cabo distintas iniciativas para favorecer tanto la publicidad como el carácter abierto del proceso siguiendo, en este sentido, las recomendaciones anteriormente formuladas por el CCP. Así, se establecieron contactos directos entre el asesor de SEPI y un amplio número de potenciales

compradores, se publicó la noticia de la venta en la página web de SEPI y, adicionalmente, se publicaron anuncios específicos en periódicos económicos de difusión nacional en los que quedaba explicitado tanto en inicio del proceso como el carácter abierto del concurso.

Totalmente diferente, en lo que a la publicidad del proceso se refiere, fue la privatización de Navalips. En este caso, a diferencia de los anteriores, las limitaciones estatutarias existentes impidieron desde el inicio el diseño de un proceso de venta abierto a la competencia, obligando a negociar la venta únicamente con un candidato, que era al mismo tiempo socio de la empresa con el 50% restante del capital. En concreto, los Estatutos de Navalips incluían una restricción a la libre transmisión de las acciones según la cual los accionistas tenían que ser informados de forma previa a cualquier compraventa del número de acciones que desearan transmitir, del precio de la acción y de la identidad del adquirente, dificultando con ello la apertura del proceso a la competencia. Adicionalmente, los accionistas podían ejercer el derecho preferente de compra en las mismas condiciones que el tercero, o bien si no estaban de acuerdo con el precio, recurrir al que pudiera fijar el auditor de cuentas de la sociedad.

En este caso, el CCP señaló en su dictamen que era consciente de las dificultades que existían en esta operación y de la racionalidad de la opción finalmente escogida por SEPI, si bien recalcó su opinión favorable de intentar promover la competencia en todos los procesos favoreciendo la publicidad de la operación en los medios que se consideren adecuados en cada caso. Adicionalmente, destacó en estos casos la conveniencia de la selección de un asesor financiero, servicio que no fue contratado en la privatización de Navalips por las peculiaridades del caso antes ya descritas.

6. Formalización en los procesos

De los procesos desarrollados durante 2005, en opinión del Consejo, dos de ellos se adaptaron en gran medida a las recomendaciones del CCP sobre la formalización de las operaciones de privatización. Estos han sido, al igual que en el caso de la recomendación incluida en el punto anterior, los casos de Clinisas e Inisas, que se desarrollaron sobre la base de un sistema reglado en todas sus fases.

En ambos existieron, nuevamente, muchos elementos comunes, entre los que cabe destacar la existencia de unas bases del proceso de venta aprobadas con anterioridad a la apertura de los concursos y puestas a disposición de todos los interesados que firmaron el Acuerdo de Confidencialidad y acreditaron los requisitos exigidos por SEPI. Dichas bases recogían ampliamente los criterios por los cuales se regiría el proceso de venta de la empresa, al tiempo que informaban a los potenciales compradores de la existencia de tres fases para su desarrollo. En una primera fase de oferta no vinculante en la que los candidatos debían aceptar expresamente los requisitos mínimos, así como unas condiciones de obligada aceptación, y presentar una oferta no definitiva que incluyera un precio y un plan industrial. En la segunda fase, denominada de oferta vinculante, los interesados debían presentar una oferta económica por la empresa. Y finalmente, la tercera y última fase, suponía la adjudicación de la empresa y el cierre de la operación.

El CCP estimó que tanto en el caso de Clinisas como en el de Inisas las bases redactadas por SEPI para la venta de las empresas se adaptaban satisfactoriamente a sus recomendaciones, ya que contribuían a incrementar la transparencia de la adjudicación final y fomentaban la participación de candidatos en el proceso, al evitar las posibles incertidumbres de los candidatos sobre el desarrollo previsible del proceso.

Por otro lado, junto a las citadas bases, la existencia de unos requisitos mínimos y unas condiciones de obligada aceptación, contribuía adicionalmente a fomentar el nivel de transparencia deseable del proceso. Finalmente, otros elementos formales de estos dos procesos fueron la inclusión de unos criterios objetivos en las bases para la eliminación de ofertas, la entrega del borrador del contrato de compraventa a los candidatos en la segunda fase del proceso y la recepción de las ofertas en presencia de un notario. En opinión del CCP, todas estas medidas contribuyeron a aumentar la transparencia de los procesos.

En los restantes procesos de privatización desarrollados en este año, el grado de formalización de los mismos fue distinto, y adaptado en cada caso a las características propias de cada una de las operaciones. Por ejemplo, en la operación de Navalips, ante las limitaciones preexistentes para la venta de la participación en el capital, que obligaban a negociar la venta con el otro socio, no se elaboraron unas bases del proceso.

Finalmente, en el proceso desarrollado para la venta de las participaciones residuales en Aldeasa, Altadis, Endesa e Iberia (si bien estas dos últimas no han sido ejecutadas hasta la fecha, por lo que SEPI sigue manteniendo la titularidad de ambas participaciones), así como en la privatización del 8,5% del capital de Red Eléctrica, la formalización de los procesos se ajustó a los requisitos exigidos por la legislación del mercado de valores. En estos casos se previó que la venta de estas participaciones minoritarias se llevaría a cabo en dos fases. En la primera se realizaría un seguimiento de las empresas y de las entidades candidatas a la colocación, como actuación previa a cada una de las operaciones. A partir de este seguimiento se elaboraba una clasificación bimestral de entidades en función de los parámetros evaluables recogidos previamente en un baremo. La segunda fase se iniciaba en el momento en el que se decidiese la ejecución de la venta, y suponía la convocatoria a las entidades financieras mejor

posicionadas en la última clasificación aprobada por el Consejo de Administración de SEPI a las que se solicitaba una oferta económica para una estructura concreta de colocación de bloques. En todo caso, dado el diseño de la operación, en el momento de emitir su informe el CCP no tenía posibilidad de conocer el resultado del concurso para elegir al banco colocador ni el propio resultado de la venta.

7. Importancia del precio en la adjudicación de las empresas

Un aspecto muy importante en los procesos de privatización se refiere a los criterios tenidos en cuenta a la hora de seleccionar el adjudicatario de una determinada empresa. El CCP, desde los primeros dictámenes, ha defendido que el precio debía tener una importancia creciente en la adjudicación, ya que se considera el más objetivo de los criterios de selección por no estar sujeto a una posible interpretación por parte del vendedor (como sí ocurre, por el contrario, en el caso de otros criterios menos cuantificables).

En este sentido el Consejo ha destacado de forma satisfactoria la medida utilizada en las operaciones de Inisas y Clinisas de que la selección del comprador dependiese exclusivamente del precio, una vez que el candidato se hubiese comprometido (o cumplido) determinados “mínimos” establecidos por el Agente Gestor. En concreto, el CCP ha estimado que en ambos casos el sistema de adjudicación dota de una elevada objetividad y transparencia a la decisión final, al tiempo que permite asegurar un tratamiento igualitario de aquellos otros aspectos que también puedan ser preocupaciones de SEPI, pero que puedan presentar una mayor dificultad a la hora de su cuantificación y comparación.

En línea con las anteriores observaciones, fueron las opiniones manifestadas en el dictamen de Red Eléctrica. En esta operación el CCP valoró favorablemente que, en la selección de la entidad colocadora, se combinase

una preselección en la que se analizaban criterios distintos al precio sobre la base de un baremo previamente fijado para, posteriormente, basar la decisión final de selección únicamente en la oferta económica presentada por cada uno de los candidatos, favoreciendo así la objetividad del proceso.

8. Sobre los sistemas de venta de pequeñas participaciones de empresas cotizadas en bolsa.

En general, el CCP se ha mostrado partidario de la utilización, siempre que sea posible, del sistema de OPV, puesto que facilita en mayor medida el cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y concurrencia. Sin embargo, en aquellos casos en los que la cuantía de la participación en venta es de reducido tamaño (al menos relativo), el Consejo considera justificada la aplicación de otros sistemas de venta en bloque. Dentro de este tipo de métodos, para la colocación de las participaciones minoritarias de SEPI en Aldeasa, Altadis, Endesa e Iberia (estas dos últimas no ejecutadas hasta la fecha), y posteriormente también de Red Eléctrica, SEPI se planteó la aplicación de dos sistemas: por un lado, la venta de la participación a una entidad financiera a un precio cerrado (fijado en la subasta en la que se elige al colocador) para su posterior colocación en el mercado (lo que habitualmente se conoce como *"bought deal"*); y, por otro, la colocación a inversores institucionales mediante una prospección previa de la demanda durante un breve periodo de tiempo (entre uno y dos días). Este último método, llamado *"bookbuilding"* acelerado, se aproxima, en cierta medida, a una OPV institucional que se desarrolle en un corto espacio de tiempo.

Entre ambos métodos de colocación, el CCP se ha mostrado partidario del sistema de prospección acelerada de la demanda (*"bookbuilding"* acelerado) por presentar, en su opinión, determinadas ventajas frente al otro sistema comentado en relación con el cumplimiento de los principios por los que debe velar el Consejo. Tales potenciales ventajas derivan del hecho de

que este método, al incluir una prospección previa de la demanda, suele alcanzar a un mayor número de inversores (frente a la asignación más concentrada de las acciones propia de la venta de la participación a una entidad financiera para su posterior colocación en el mercado) y, al mismo tiempo, posibilita una mayor influencia del vendedor en la asignación final de las acciones.

9. Limitación de las contingencias en el contrato de compraventa

En opinión del Consejo, es especialmente importante que, en la medida de lo posible, todos los acuerdos o compromisos establecidos con el comprador seleccionado queden explícitamente recogidos en el contrato de compraventa firmado por ambas partes. Tal recomendación se extiende, asimismo, a las posibles reclamaciones del comprador al vendedor por contingencias futuras, como ocurrió en los contratos de compraventa de Clinisas e Inisas, en los cuales tales contingencias quedaron manifiestamente limitadas en cuanto a los hechos a los que afecta así como a los plazos establecidos para tales reclamaciones.

Pero, además, si tales recomendaciones son extensibles a todos los procesos de privatización, especialmente importantes resultan en aquellos casos, como en Navalips, en los que el comprador ya participaba en la gestión de la empresa con carácter previo a la privatización, como así se reflejó en el dictamen de esta operación.

3. OTRAS ACTIVIDADES DESARROLLADAS POR EL CCP DURANTE 2005

Junto a la función principal del CCP, consistente en la elaboración de los dictámenes sobre los procesos de venta y las propuestas de adjudicación de cada una de las operaciones de privatización, durante el año 2005 el CCP ha desarrollado también otras actividades.

El desarrollo de esas otras funciones se deriva del apartado noveno 1.b del Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996, según el cual:

“El Consejo Consultivo informará sobre cuantas cuestiones le sean planteadas por el Gobierno, la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos o los Agentes Gestores durante el desarrollo del proceso de privatizaciones”.

Así, atendiendo al citado apartado del Acuerdo del Consejo de Ministros, SEPI ha planteado al CCP diferentes consultas sobre aspectos concretos del diseño o desarrollo previsible de determinados procesos de venta de empresas públicas. Tales consultas se produjeron, por ejemplo, con relación a la operación de privatización de Navalips, cuya venta fue ejecutada y aprobada en 2005, y versaban sobre el procedimiento de venta directa previsto para la enajenación de la participación de Astilleros Españoles en la empresa.

Adicionalmente, junto a esos aspectos concretos de las operaciones de privatización, y también en virtud del citado apartado del Acuerdo del Consejo de Ministros, durante 2005 SEPI ha solicitado al CCP que informara acerca de otros temas de carácter más genérico pero de interés tanto para el propio Agente Gestor como para otros ámbitos económicos del Gobierno. Tal ha sido

el caso de la consulta acerca de la situación actual y las perspectivas de la empresa pública en España. Sobre este tema el CCP elaboró en 2005 un informe de carácter reservado.

Es importante destacar que estos informes tienen características diferentes de los dictámenes sobre operaciones de privatización emitidos por el CCP. Así, por un lado, no son preceptivos y se elaboran a iniciativa del órgano que los encargue y, por otro lado, el destinatario es el propio organismo solicitante.

Finalmente, durante este mismo año, el CCP ha elaborado otros informes o notas de carácter interno, de características similares a los anteriores, y cuyos destinatarios últimos han sido tanto el Ministerio de Economía y Hacienda como la propia SEPI. Con dichos documentos el CCP pretendía informar sobre temas relacionados directa o indirectamente con los procesos de privatización de empresas públicas y que, en su opinión, podían resultar de utilidad para los destinatarios de los mismos. Los temas sobre los que el CCP ha expresado sus consideraciones durante 2005 han sido los siguientes:

- Normativa Española sobre la “Acción de Oro”, sus consecuencias y posibles líneas de reforma.
- Sistemas de venta de participaciones públicas en empresas cotizadas en bolsa.
- Las privatizaciones y el mercado de valores español: Los Índices CCP de Privatizaciones. Evolución y Resultados 1996-2005.

CCP

CAPÍTULO IV

**OTROS INFORMES PUBLICADOS EN 2005 Y
RELACIONADOS CON LAS PRIVATIZACIONES**

Este Capítulo está dedicado a los informes publicados durante 2005 por otros órganos de control del proceso de privatizaciones, como son el Tribunal de Cuentas y la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE).

En concreto, en este ejercicio, el Tribunal de Cuentas ha publicado dos Informes de Fiscalización relacionados con aspectos relativos a las operaciones de privatización de empresas estatales así como a la gestión de los recursos obtenidos y aplicados por SEPI en periodos anteriores. Dichos Informes serán analizados en el apartado 1 de este Capítulo.

Adicionalmente, en 2005 la IGAE ha publicado una nueva versión de su informe sobre el Sector Público Empresarial y Fundacional correspondiente al ejercicio 2003, en el cual se analiza tanto la composición como la estructura del mismo. Sobre la base de este Informe, en el apartado 2 se destacan los aspectos esenciales recogidos en el mismo, al tiempo que se pone de manifiesto la evolución del citado sector público empresarial en los últimos años tanto en ámbito estatal como en el territorial, incluyendo en este último a las Comunidades Autónomas, las Diputaciones Provinciales y los Ayuntamientos y demás entes de carácter local.

1. LOS INFORMES DE FISCALIZACIÓN DEL TRIBUNAL DE CUENTAS SOBRE TEMAS RELACIONADOS CON LAS PRIVATIZACIONES

El 30 de junio de 2005, el pleno del Tribunal de Cuentas aprobó dos informes de fiscalización relacionados con las operaciones de privatización¹¹:

- *“Informe de fiscalización global de las operaciones de privatización de empresas estatales y otras operaciones significativas de venta de acciones de estas entidades realizadas en el periodo 1996-2002”.*

- *“Informe de fiscalización de la gestión de los recursos obtenidos y aplicados por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), con especial referencia a los ejercicios 1998, 1999 y 2000”.*

Ambos informes suponen un análisis global de diferentes aspectos relativos al proceso privatizador español desarrollado en los periodos especificados. No se trata, por tanto, de un análisis de fiscalización particular de cada una de las operaciones de privatización ejecutadas.

El análisis de los citados informes pone de manifiesto la existencia de diversos aspectos de coincidencia plena entre lo que el Tribunal de Cuentas sugiere en sus informes y algunas de las recomendaciones recogidas en los dictámenes realizados por el CCP sobre las operaciones de privatización. En este apartado se tratará de destacar algunas de tales coincidencias.

¹¹ En el BOE num. 40, de 16 de febrero de 2006, han sido publicadas las resoluciones de 29 de noviembre de 2005, aprobadas por la Comisión Mixta del Congreso de los Diputados para las relaciones con el Tribunal de Cuentas, en relación con ambos Informes de Fiscalización, así como el texto de los mismos.

Debe recordarse que tanto el CCP como el Tribunal de Cuentas son órganos de control del proceso privatizador, si bien su participación en el mismo se produce en momentos diferentes. Así, mientras el CCP emite su dictamen con anterioridad a que se haya producido la aprobación definitiva de cada operación de privatización por el Consejo de Ministros, el Tribunal de Cuentas interviene y realiza sus informes una vez que las operaciones se han ejecutado, transcurriendo, por tanto, un cierto espacio de tiempo entre ambos análisis.

Tales diferencias en cuanto al momento de la intervención de cada uno de los organismos, resultan relevantes desde el punto de vista de la información disponible para cada uno de ellos en el momento de elaborar sus respectivos informes. Así, el Tribunal de Cuentas analiza en sus Informes tanto aquellas fases a las que se refiere el CCP en su dictamen (elección de asesores, selección de compradores, elaboración de informes de valoración, diseño del sistema de venta, etc.) como aquellas otras fases del proceso de privatización que se desarrollan con posterioridad a la intervención del CCP (por ejemplo, la ejecución de la operación, la liquidación de pagos o el cumplimiento de las cláusulas de los contratos de compraventa) y sobre las que, en consecuencia, el Consejo no se pronuncia en sus dictámenes.

A continuación se destaca la opinión del Tribunal de Cuentas sobre determinados aspectos de los procesos de privatización que han sido tratados también por el CCP en sus dictámenes (concurrencia en la selección de compradores y asesores y contenido de los informes de valoración). En general, el Tribunal apoya las recomendaciones formuladas por el CCP al informar sobre los distintos procesos de privatización, refrendando e incluso reforzando, en algunos casos, las opiniones del Consejo. Adicionalmente, junto a los anteriores, se citarán también otros aspectos tratados por el Tribunal y sobre los cuales el CCP no se ha pronunciado puesto que la información acerca de los mismos no estaba disponible en el momento en que el Consejo

elaboró sus dictámenes.

1. Sobre la concurrencia de compradores y la publicidad (en operaciones realizadas fuera de los mercados de valores).

➤ Desde las primeras operaciones de privatización, el CCP ha ido recomendando de manera reiterada que las convocatorias de compradores (habitualmente realizadas mediante contactos con los potenciales compradores por parte del asesor de la operación) se complementen con una difusión lo más amplia posible de las mismas (que incluiría la inserción de anuncios en medios especializados, Internet, etc.). En opinión del Consejo, estas actuaciones no sólo contribuyen a informar sobre la operación, sino también a transmitir la señal de que se trata de un proceso abierto a todos los posibles interesados, siempre que cumplan los requisitos que, en su caso, sean exigidos. Estas actuaciones complementarias, que se encontraban poco extendidas en las primeras privatizaciones, han sido mucho más frecuentes en las últimas operaciones.

Sobre este punto el Tribunal destaca, con referencia a algunas operaciones de privatización, que *“la publicidad de estas operaciones se ha limitado a invitaciones realizadas a potenciales compradores”*. Por ello, recomienda que *“la venta de empresas y activos de titularidad pública que se realicen por procedimientos diferentes a OPV, deberían llevarse a cabo mediante convocatorias públicas con difusión en medios de información general..., con la finalidad de incrementar la concurrencia de ofertas y la transparencia de los procesos”*. Es este un criterio que el Consejo también había expresado y que comparte con el Tribunal.

➤ En relación con los baremos y los criterios de valoración de las ofertas, el CCP se ha mostrado partidario de comunicar a los candidatos, con anterioridad a la presentación de las ofertas, únicamente el orden de

importancia de los criterios (y no el baremo completo), así como las pautas generales que se aplicarán en la asignación de puntos. No obstante, en aquellos casos en que se han hecho públicos (por ejemplo, en la privatización de Retevisión) el CCP lo ha valorado de manera positiva.

Sobre este punto el Tribunal de Cuentas va más allá de la recomendación del CCP. Así, el Tribunal destaca que los candidatos a la compra *“han dispuesto de información sobre las condiciones y características de las sociedades objeto de enajenación, aunque los criterios y baremos aplicables para su adjudicación no se hacían públicos con aquella información”*. En su opinión *“los criterios, ..., la valoración de las ofertas y los baremos aplicables deberían ser aprobados previamente a la recepción de ofertas y puestos en conocimiento de los licitadores y demás interesados... Similar actuación debería seguirse en la selección de asesores y colaboradores...”*.

► Como se puede observar, en la recomendación del Tribunal citada previamente también se recoge que, tanto los baremos, como los criterios de valoración de las ofertas deberían aprobarse con anterioridad a la recepción de las ofertas. Esta recomendación coincide, asimismo, con otro de los aspectos que el Consejo ha ido reiterando en sus informes.

2. Sobre la concurrencia de Asesores y colaboradores

El sistema utilizado por los Agentes Gestores para la selección de todo tipo de asesores ha sido el de la convocatoria restringida o limitada. Sobre este tema el CCP ha mostrado su preferencia por un sistema de convocatoria universal, aunque también ha indicado que siempre que se cumplan una serie de requisitos (amplia convocatoria, preselección objetiva,...) el sistema de convocatoria restringida se puede adaptar a los principios de transparencia, publicidad y concurrencia.

En este sentido, el Tribunal se ha mostrado más restrictivo al señalar que la realización de convocatorias públicas con difusión en medios de información general *“debería ser también el medio de información utilizado habitualmente para canalizar la contratación de los asesores y colaboradores ...”*.

3. Sobre los informes de valoración

En relación con los informes de valoración varias son las recomendaciones que ha ido reiterando el CCP y que se recogen en los informes del Tribunal:

➤ Así, el CCP ha recomendado que el valorador sea siempre una entidad independiente del asesor de la operación con objeto de evitar posibles conflictos de interés. Sobre este tema el Tribunal de Cuentas destaca que *“la valoración de las empresas enajenadas por procedimientos distintos de las OPV, con frecuencia, ..., se ha realizado por el asesor principal, lo que ha podido afectar a la objetividad de la valoración en la medida que estuviese influenciada por el diseño realizado por el propio asesor...”*. De este modo recomienda que *“la valoración debería realizarse por personas o Entidades diferentes del Asesor de la operación”*.

➤ De igual modo, el CCP ha recomendado que se cuente con más de un informe de valoración realizados por diferentes entidades en aquellas operaciones que se encuentre justificado, bien sea por el tamaño de la operación o bien por la previsible falta de referencias de mercado (es decir, cuando se espere una mínima concurrencia de ofertas). Este punto también es apoyado por el Tribunal, que realiza la siguiente recomendación: *“sería conveniente, cuando el volumen de los ingresos a percibir fuese presumiblemente importante o las especiales características de lo activos a enajenar lo aconsejaran, disponer de más de un informe de valoración...”*.

► Sobre el momento de realización de los informes de valoración, por su parte, el CCP ha recomendado la actualización de las valoraciones efectuadas en aquellos casos en los que haya transcurrido un largo periodo de tiempo entre su elaboración y el cierre de la operación de venta. En este punto también coincide el Tribunal de Cuentas, que considera que *“las valoraciones deberían fundamentarse siempre en información financiera actualizada, elaborándose en fechas próximas a la privatización... o, al menos, actualizando los valores establecidos anteriormente”*.

► También ha insistido el CCP en la necesidad de justificar ampliamente tanto los métodos utilizados en las valoraciones, como los supuestos e hipótesis utilizados dentro de cada método. Sobre este punto, el Tribunal recomienda de manera genérica que *“en los informes deberían indicarse las razones por las que se han utilizado determinados métodos de valoración para establecer la tasación”*.

4. Otros aspectos de las operaciones de privatización sobre los que no se ha pronunciado el CCP

Junto a los anteriores, el Tribunal de Cuentas incluye en sus informes algunos comentarios en relación con aspectos de las operaciones de privatización sobre los que no existía información en el momento en que el CCP elaboró los correspondientes dictámenes. Se trata, por tanto, de fases ejecutadas con posterioridad a la actuación del Consejo, tales como la adjudicación de acciones en las OPVs o el cumplimiento de compromisos de los planes industriales ofertados por el comprador.

Aunque el CCP no puede analizar los hechos que todavía no se han producido en el momento de emisión de su dictamen ni, por tanto, opinar sobre ellos, en algunos casos ha realizado recomendaciones y observaciones

orientadas a actuaciones futuras que coinciden con lo que señala el Tribunal de Cuentas.

► Así, el CCP ha defendido la utilización de la OPV por considerar que es uno de los sistemas que, en términos generales, se adapta mejor a los principios de transparencia, publicidad y concurrencia. No obstante, ha identificando la asignación de acciones en los tramos institucionales como uno de sus puntos “débiles”. De hecho, este proceso de asignación de acciones es ampliamente discrecional (e incluso en algunas operaciones esta potestad ha residido exclusivamente en los Coordinadores Globales de la operación). Por ello, el Consejo ha recomendado en varios de sus informes que se refuerce el peso del vendedor, asistido en su caso por un asesor independiente de los Coordinadores Globales, y que se intente limitar la discrecionalidad haciendo que el proceso de asignación de acciones en estos tramos sea lo más objetivo posible. A tal efecto se ha indicado, por ejemplo, la conveniencia de que con carácter previo a la apertura del libro de demanda se clasifique a los potenciales inversores según su “calidad”.

Sobre este aspecto el Informe del Tribunal muestra un amplio nivel de coincidencia con lo expresado por el Consejo. Así, con relación a este punto, expone que *“la asignación de acciones en las OPV de Gas Natural, Aldeasa y Ence, que sólo tenían tramo institucional, correspondió discrecionalmente a los Coordinadores Globales y las entidades directoras, sin que les fuese exigido establecer una motivación concreta, aunque sin tener en cuenta criterios de calidad y estabilidad en la inversión y evitar la discriminación entre inversores de similar naturaleza que hubiesen solicitado un volumen semejante de acciones”*. De este modo recomienda que *“la asignación de acciones debería llevarse a cabo siempre mediante la aplicación de procedimientos objetivos y automáticos, evitando discrecionalidad en la actuación de los Coordinadores Generales, Directores de Tramo y Asesores Principales”*.

► Por otro lado, el Tribunal dedica una especial atención en sus Informes de Fiscalización al cumplimiento de los planes industriales y demás compromisos asumidos por los compradores en los contratos de compra-venta. Este es uno de los aspectos que claramente se refieren a la fase posterior de la operación y que, por tanto, quedaría fuera de las competencias “ex ante” del CCP. Sin embargo, esta fase merece algunos comentarios por los importantes “nexos” que tiene con la fase de adjudicación.

En concreto, el análisis del cumplimiento de los compromisos asumidos es significativo cuando el plan industrial ha tenido una importancia relevante en los baremos utilizados para la selección de los compradores. En estos casos, un incumplimiento generalizado de los compromisos puede afectar a futuras ventas, ya que incentivaría a los compradores a incluir ambiciosos planes industriales en sus ofertas, distorsionando así los procesos de selección. Por ello, el CCP ha realizado diferentes observaciones y recomendaciones relativas a este aspecto. Por un lado, se han subrayado las dificultades que en algunos casos existen para el posterior seguimiento de los compromisos, y por otro, los dictámenes del Consejo han insistido asimismo en que los aspectos más objetivos y cuantificables (como el precio ofrecido) sean los que tengan mayor relevancia en el baremo (incluso ha recomendado que los aspectos relacionados con el plan industrial se incluyan, en su caso, como requisitos mínimos). Finalmente, también ha recomendado que los compromisos queden claramente identificados, que se realice un seguimiento activo de los mismos y que, en la medida de lo posible, se adopten medidas (como cláusulas penales) que contribuyan a su cumplimiento.

► Por último, en su Informe el Tribunal de Cuentas realiza diversos comentarios sobre cada una de las empresas que han contado con Plan Industrial, poniendo de manifiesto algunos incumplimientos. Sobre estos aspectos indica, por un lado, que *“sería recomendable que todas las obligaciones se recogiesen en el clausulado del contrato, evitando que*

compromisos sustanciales se reflejen en documentos adicionales” y, por otro, que “debería preverse en los contratos los medios de control y seguimiento, con la extensión y definición que sea precisa para garantizar de forma efectiva el cumplimiento de las obligaciones contraídas”.

2. EL INFORME DE LA IGAE SOBRE EL SECTOR PÚBLICO EMPRESARIAL EN 2003

Periódicamente, la IGAE publica un estudio en el que trata de dar una visión de las entidades que forman el sector público empresarial en todos sus ámbitos: estatal, autonómico, provincial y municipal. Durante 2005, se ha publicado el Informe definitivo correspondiente al ejercicio 2003 y, adicionalmente, se ha hecho público el Informe Provisional de esta misma entidad sobre las empresas estatales en 2004.

En ambos casos, se trata de un inventario detallado de las distintas figuras que componen la realidad empresarial de carácter público, cuya delimitación ha sido, y es, algo difusa¹².

2.1. El Sector Público Empresarial dependiente del Estado

En las últimas décadas, varias han sido las leyes que han intentado clasificar y delimitar jurídicamente la diversidad de entidades y organismos incluidas en el ámbito público. Una de las leyes más importantes ha sido la de Organización y Funcionamiento de la Administración General del Estado (LOFAGE), de 1997, que distingue tres figuras dentro del sector público:

¹² Para la elaboración de este apartado se han tomado como base los inventarios del Sector Público Empresarial y de Empresas Públicas publicados por IGAE. Adicionalmente, los datos incluidos en dichos Informes han sido actualizados parcialmente con el contenido de los Presupuestos Generales del Estado de 2005; información propia de cada una de las empresas e información suministrada por la Dirección General de Patrimonio del Estado (DGPE) y el

- a) **Organismos Públicos:** Realizarían actividades “fundamentalmente” administrativas; en concreto, actividades de fomento, prestacionales o de gestión de servicios públicos, en ejecución de programas específicos de la actividad de un Ministerio. Para el desarrollo de sus funciones los Organismos Autónomos disponen de los ingresos propios que estén autorizados a obtener, así como de las restantes dotaciones que puedan percibir a través de los Presupuestos Generales del Estado.
- b) **Entidades Públicas Empresariales:** Serían “organismos públicos” a los que se encomienda la realización de actividades de prestación y gestión de servicios o la producción de bienes de interés público susceptibles de contraprestación económica. Se rigen, en general, por el derecho privado (excepto en el ejercicio de potestades públicas y determinados aspectos de su funcionamiento en los que resultará aplicable el régimen de derecho público).
- c) **Sociedades Mercantiles Estatales:** Se trata de sociedades mercantiles (la mayor parte Sociedades Anónimas aunque también Sociedades Limitadas) en las que la participación directa o indirecta del sector público estatal es mayoritaria. Aunque la definición de lo que se entiende por “mayoritaria” está sujeta a continua reflexión el criterio seguido es el de superar el 50% del capital.

Sin embargo, la propia ley reconoce la incapacidad de esta clasificación para incluir todos los organismos existentes y acepta la existencia de numerosas excepciones a la misma. En todo caso, sobre la base de lo recogido en la citada Ley, parecería que el sector público empresarial únicamente estaría integrado por los grupos b) y c) anteriores, mientras que los Organismos Públicos se incluirían dentro del sector público administrativo.

Recientemente, la Ley 47/2003, General Presupuestaria, (LGP), basándose en la estructura recogida en la LOFAGE, se ha convertido en documento de referencia en la regulación del sector público estatal, clasificándolo en tres grandes grupos, uno de los cuales es el sector público empresarial (ver Cuadro IV.1). En éste se incluyen, además de las Entidades Públicas Empresariales y las Sociedades Mercantiles, en línea con lo señalado por la LOFAGE, los denominados “**Otros Organismos Públicos**”, que en su mayor parte poco tienen que ver con el desarrollo de una actividad “empresarial”¹³.

Cuadro IV.1 Clasificación de la LGP (2003)

1.- Sector Público Administrativo	{	<ul style="list-style-type: none"> 1.a. Administración General del Estado 1.b. Organismos Autónomos dependientes de la Adm. Gen. del Estado. 1.c. Seguridad Social (entidades gestoras, servicios comunes y mutuas)
2.- Sector Público Empresarial	{	<ul style="list-style-type: none"> 2.a. Entidades Públicas Empresariales 2.b. Sociedades Mercantiles Estatales 2.c. Otros Organismos Públicos
3.- Sector Público Fundacional	{	<ul style="list-style-type: none"> 3.a. Fundaciones Estatales

Esta clasificación podría ser útil a efectos de la LGP (2003), cuyo propósito es unificar determinados aspectos de la legislación que regula el sector público empresarial referidos al régimen presupuestario, económico-financiero, contabilidad, intervención y control de estas entidades, pero adolece de ciertas debilidades en lo que a la definición y composición del “Sector Público Empresarial” se refiere. Así, junto a la difícil calificación de los llamados “Otros Organismos Públicos” dentro del sector público empresarial, se une

¹³ Por ejemplo, en este grupo se encuentran organismos como la CNMV, la Comisión Nacional de la Energía o el Consejo de Seguridad Nuclear aunque también, por ejemplo, el

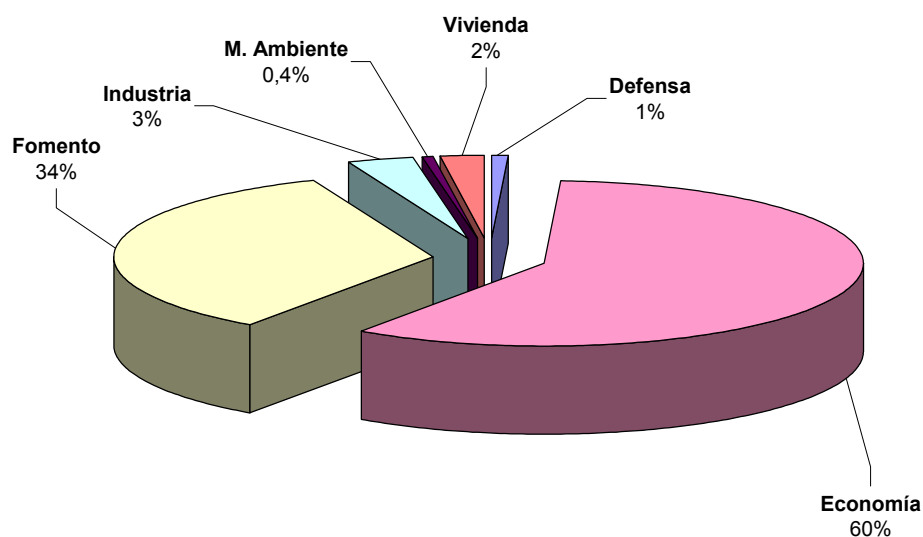
también el hecho de que se trate de una clasificación basada, únicamente, en la naturaleza jurídica de las entidades públicas, sin tener en cuenta las funciones desarrolladas por cada una de ellas¹⁴ y; por otro lado, dejaría fuera del citado ámbito público empresarial todas las empresas públicas en las que la participación pública no supera el 50% del capital.

En adelante, cuando nos refiramos al sector público empresarial del Estado estaremos hablando de las Entidades Públicas Empresariales y las Sociedades Mercantiles.

Una vez delimitado lo que se entiende por sector público empresarial, con las matizaciones y limitaciones señaladas, se obtiene que el número de “**empresas públicas**” del Estado (tanto entidades públicas como sociedades mercantiles) se situaría ligeramente **por encima de las 260**. De ellas, más de un 90% dependen de dos Ministerios, el de Economía y Hacienda y el de Fomento y, el resto, se distribuyen entre otros cuatro Departamentos.

Ente Público Radiotelevisión Española.

¹⁴ Por ejemplo, la “Confederación Hidrográfica del Segura” es un Organismo Autónomo mientras que “Aguas de la Cuenca del Segura, S.A.” es una sociedad mercantil. Por tanto, el segundo formaría parte del Sector Público Empresarial mientras que el primero no.

Gráfico IV.1 Adscripción ministerial de las “Empresas Públicas”

Fuente: IGAE (2003), "Sector Público Empresarial y Fundacional: Composición y estructura 2003", Ministerio de Economía y Hacienda.

Dentro de las denominadas “empresas públicas” las entidades públicas empresariales suponen alrededor de medio centenar, de las cuales más de la mitad son, a su vez, “Autoridades Portuarias”. Algunos ejemplos de este tipo de entidades son: AENA, RENFE-Operadora, ADIF, SEPES, IDAE, ICO, Loterías y Apuestas del Estado, CDTI o Puertos del Estado. También se puede incluir en este grupo a la SEPI.

En todo caso, el grupo más importante dentro de las “empresas públicas” lo componen las sociedades mercantiles, ya que en la actualidad el Estado mantiene una participación superior al 50% del capital en alrededor de 200 empresas mercantiles. En su mayor parte estas sociedades mercantiles están adscritas al Ministerio de Economía y Hacienda y, en concreto, la mayor parte dependen directa o indirectamente de SEPI (concretamente el 30% del

total y el 50% de las sociedades mercantiles adscritas al citado Ministerio). Es interesante observar que mientras sólo el 8% del total de sociedades mercantiles estatales dependen directamente de SEPI, mas del doble, un 21%, son filiales, a su vez de las sociedades mercantiles dependientes de SEPI, lo que da una idea del importante tamaño del Grupo. El otro grupo relevante dentro del Ministerio de Economía y Hacienda son las sociedades mercantiles que dependen de la DGPE (un 15% del total)¹⁵.

Fuera del Ministerio de Economía y Hacienda el grupo más amplio lo componen las “sociedades de estiba y desestiba” adscritas al Ministerio de Fomento, y que, en número, suponen casi cuarenta.

Finalmente, es importante tener en cuenta que, como se ha señalado, la propia definición de empresa pública dejaría fuera de ella a todas aquellas en las que el Estado posee un porcentaje del capital inferior al 50%, lo que limita en gran medida el alcance del sector público empresarial estatal. Esto es debido a que, por un lado, es conocido que, en numerosas ocasiones, para ejercer “influencia” (incluso influencia “decisiva”) en una sociedad mercantil no es necesario poseer ni siquiera un porcentaje del capital cercano al 50%, y que, por otro lado, numéricamente las sociedades mercantiles con participaciones minoritarias representan un número mucho más elevado que aquellas con una participación superior al 50%. En concreto, según los datos de IGAE para 2003, el Estado mantiene una participación (directa o indirecta) inferior al 50% en **520 sociedades mercantiles**. Este número supone duplicar el número de empresas públicas mayoritarias existentes.

¹⁵ Las empresas de la DGPE se han incluido en Economía y Hacienda, aunque en su

2.2. El Sector Público Empresarial en el ámbito territorial

Hasta ahora nos hemos referido únicamente al sector público empresarial dependiente del Estado, sin embargo, también existe un sector público empresarial en el ámbito territorial, dependiendo tanto de las Comunidades Autónomas como de las Diputaciones Provinciales y los Ayuntamientos. De hecho, en los últimos años este ámbito público ha registrado un importante crecimiento, que ha sido paralelo al proceso de descentralización en el cual las Comunidades han asumido nuevas competencias, traduciéndose dicho proceso en la creación de un sector público autonómico que responde a la cobertura de necesidades de interés general. Es el caso de la promoción del desarrollo económico regional, la gestión urbanística, el desarrollo de las comunicaciones o la promoción cultural, deportiva y turística. En el caso de los Ayuntamientos, las empresas públicas se dedican, fundamentalmente, al saneamiento de aguas y la gestión de residuos sólidos.

En el ámbito territorial se observa una ausencia de legislación uniforme en todo el territorio para la delimitación del sector público empresarial, así como diferente criterio en la creación de organismos y empresas públicas. En general, las Leyes reguladoras de las Haciendas Públicas de las Comunidades Autónomas, y sus homólogas en la administración local, utilizan el criterio anterior a la LOFAGE para delimitar el sector público. Según dicho criterio formarían parte del sector público empresarial las Entidades de Derecho Público, las Sociedades Mercantiles de capital mayoritariamente público y los Organismos de carácter comercial, industrial, financiero o análogo. Sin embargo, algunas comunidades, como La Rioja, han seguido la estructura del sector público del Estado recogido en la LOFAGE, contribuyendo así a un cierto grado de homogeneización en la delimitación del citado sector público

mayor parte hayan sido creadas y/o dependan de otros Departamentos.

empresarial.

Según los datos de IGAE, el sector público territorial estaría compuesto, al cierre de 2003, por **1.496 empresas públicas**, es decir, supondría el 85% del sector público empresarial total español. De ellas, más de la mitad (774) son empresas públicas dependientes de los Ayuntamientos y otros entes locales y cerca del 40% empresas dependientes de las Comunidades Autónomas. Adicionalmente, y según esa misma fuente, el sector público territorial (incluyendo por tanto los tres niveles de la Administración) mantiene participaciones inferiores al 50% en el capital de 543 empresas.

2.3. La evolución del Sector Público Empresarial en los últimos años

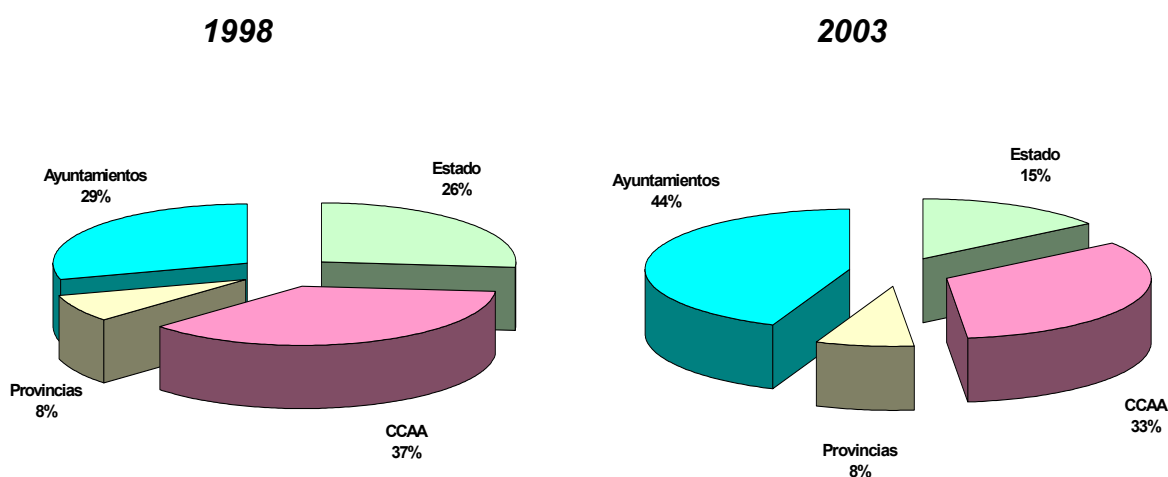
La evolución reciente del sector público empresarial, muestra dos tendencias claramente diferenciadas, según el nivel de la administración que se tome como referencia. Así, el sector público empresarial estatal ha seguido una reducción continuada en cuanto al número de empresas que lo componen, debido a los procesos de privatización y reestructuración que se han venido desarrollando en los últimos años (ver Capítulo II). En el ámbito de las administraciones territoriales, sin embargo, el sector público viene mostrando un intenso crecimiento, paralelo al proceso de descentralización tanto política como administrativa y la asunción de nuevas competencias por las Comunidades Autónomas.

Así, desde 1998 hasta 2003, el sector público empresarial español ha experimentado un crecimiento del 20% en cuanto al número de empresas públicas existentes. Dicho crecimiento ha venido generado, en gran medida, por el fuerte incremento registrado en el ámbito territorial (Comunidades Autónomas, Provincias y Ayuntamientos), donde el número de entidades

públicas ha pasado de 929 en 1998 a 1496 a finales de 2003 (último dato disponible), lo que supone un incremento del 60%. En este mismo periodo el sector público estatal se ha reducido en un 18%.

En el Gráfico IV.2 se observa claramente la evolución del sector público empresarial español en los últimos años, así como los mayores cambios en cuanto al peso de cada uno de los niveles de la Administración dentro del mismo. Dichos cambios derivan, por un lado, de la reducción del número de entidades públicas estatales y, por otro, del fuerte incremento experimentado por las entidades de carácter local. Las empresas públicas en el ámbito autonómico, aunque importantes en número, no han registrado un incremento destacable en los últimos años.

Gráfico IV.2 Evolución del Sector Público Empresarial



Fuente: IGAE (1998), "Sector Público Empresarial: Informe económico-financiero 1999", Ministerio de Economía y Hacienda.

Fuente: IGAE (2003), "Sector Público Empresarial y Fundacional: Composición y estructura 2003", Ministerio de Economía y Hacienda.

CCP

ANEXO

**OPERACIONES INFORMADAS POR EL CCP
EN 2005**

PRIVATIZACIÓN DE LAS PARTICIPACIONES MINORITARIAS DE SEPI EN ALDEASA, ALTADIS, ENDESA E IBERIA

1. INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha sido informado, por parte de SEPI, sobre su intención de vender las participaciones minoritarias que mantiene en:

- ALDEASA, S.A. (5,06% del capital)
- ALTADIS, S.A. (2,02% del capital)
- ENDESA, S.A. (2,95% del capital)
- IBERIA LINEAS AEREAS DE ESPAÑA, S.A. (5,32% del capital)

En principio, el sistema propuesto para las cuatro era una venta en bloque, aunque la posterior existencia de un proceso de OPAs sobre ALDEASA haría aconsejable, en opinión de SEPI, utilizar esta operación para desprenderse de su participación.

Entre los sistemas de venta en bloque se plantean dos alternativas: a) venta a una entidad financiera a un precio cerrado para su posterior colocación entre inversores, “*bought deal*”, o b) una colocación a inversores institucionales mediante una prospección previa de la demanda durante un breve período de tiempo (normalmente durante uno o dos días), “*bookbuilding*” acelerado.

En el apartado 3 de este informe se tratará la venta de la participación de ALDEASA mientras que el apartado 4 se referirá al sistema propuesto por SEPI para la venta del resto de las participaciones mencionadas.

2. DESCRIPCIÓN DE LOS PROCESOS DE VENTA

2.1.- En la actualidad, SEPI mantiene diferentes participaciones minoritarias. Este informe se refiere a las siguientes: 1.063.636 acciones de ALDEASA (5,06% del capital); 5.882.959 acciones de ALTADIS (2,02% del capital); 31.200.672 acciones de ENDESA (2,95% del capital) y; 49.212.526 acciones de IBERIA (5,32% del capital). Estas participaciones se han mantenido como consecuencia de la opción de compra (“*greenshoe*”) no ejercitada por parte de las entidades Coordinadoras Globales en las OPV realizadas en su momento sobre dichas compañías.

2.2.- Dos de estas participaciones (ALDEASA y ALTADIS) proceden de la antigua SEPPa. En julio de 1998 el CCP emitió un dictamen sobre el sistema propuesto por SEPPa para la venta de las participaciones minoritarias en TELEFONICA, ALDEASA y TABACALERA, de acuerdo con un procedimiento muy parecido al planteado actualmente.

2.3.- Finalmente, de esas tres operaciones sólo se llevo a la práctica una de ellas, la de TELEFONICA en el año 1999. Ese mismo año se produjo la fusión de Tabacalera y Seita para la formación de Altadis. En el año 2001 se produjo la integración de la estructura de SEPPa en SEPI y, por tanto, la propiedad de las dos participaciones restantes (ALDEASA y ALTADIS) queda adscrita a SEPI.

2.4.- Según la información recibida por parte de SEPI, el proceso de venta de sus participaciones minoritarias se llevaría a cabo en dos fases: en la primera, se realizaría un seguimiento de las empresas y de las entidades candidatas a la colocación, como actuación previa a cada una de las operaciones y para facilitar la elección del momento adecuado para la ejecución, elaborando un ranking bimestral. En la segunda fase se procedería a

convocar a las entidades financieras mejor posicionadas en el último ranking bimestral aprobado por el Consejo de Administración de SEPI, y se les solicitaría oferta económica para una estructura de colocación concreta. Así se procedería a seleccionar el banco colocador entre los preseleccionados y se ejecutaría cada una de las operaciones.

2.5.- El inicio de la citada primera fase tuvo lugar el 22 de julio de 2003, fecha en la cual SEPI presentó a la CNMV, a título informativo, el sistema previsto para la ejecución del proceso de venta.

2.6.- El 25 de julio de 2003 el Consejo de Administración de SEPI aprobó la lista de 21 entidades preseleccionadas para participar en los concursos de selección de entidades colocadoras y el baremo para realizar su seguimiento y valoración. También se acordó la constitución de una Comisión Delegada que tuviera plenas facultades para decidir el momento de la venta y sus condiciones.

2.7.- El 31 de julio de 2003 SEPI convocó a las 21 entidades preseleccionadas para que manifestaran su interés en participar en el proceso y concretaran las operaciones en las cuales deseaban participar. El 8 de septiembre de 2003 se recibieron manifestaciones de interés por parte de 20 entidades. De dichas entidades, 18 firmaron los Acuerdos de Confidencialidad y el Acuerdo Marco de Colaboración correspondientes a los valores en los que estaban interesadas.

2.8.- El Acuerdo Marco de Colaboración implica que cada una de las entidades ha de realizar un seguimiento de uno, varios, o todos los valores, a elección de la entidad. Asimismo, también tienen que ir remitiendo información relativa a aspectos considerados en el baremo de evaluación.

2.9.- SEPI realiza análisis periódicos de la información contenida en el Acuerdo Marco de Colaboración sobre los parámetros evaluables recogidos en el baremo y otros informativos (momento de mercado, estimación de coste, estructura recomendada de venta, formación de consorcios, etc.), elaborando un ranking bimestral. En el momento en que se decida la ejecución de la venta, se realizará una convocatoria a las entidades financieras mejor posicionadas en el último ranking bimestral aprobado por el Consejo de Administración de SEPI, y se les solicitará oferta económica para una estructura concreta de colocación de bloques.

2.10.- El 25 de junio de 2004 el Consejo de Administración de SEPI acordó la composición de la Comisión Delegada que tendría plenas facultades para decidir el momento de proceder a la venta y sus condiciones.

2.11.- El 17 de diciembre de 2004 el Consejo de Administración de SEPI acordó excluir a ALDEASA del sistema de seguimiento anteriormente comentado al haberse presentado la primera de las OPAs sobre dicho valor. Así, la venta de la participación de ALDEASA se realizaría en función del resultado de las ofertas finalmente presentadas en el proceso de OPAs y, en concreto, a favor de la que ofreciera las mejores condiciones económicas.

2.12.- El 14 de marzo de 2005 SEPI mantiene una reunión con el CCP en la que se informa específicamente sobre los planes previstos y sobre las acciones llevadas a cabo en el proceso de venta de ALTADIS, ENDESA e IBERIA, así como de la situación de mercado y las OPAS entonces existentes sobre ALDEASA.

3. CONSIDERACIONES DEL CCP SOBRE LA PARTICIPACIÓN EN ALDEASA

Como se ha comentado en el apartado anterior, al ponerse en marcha un proceso de OPAs sobre ALDEASA, SEPI decide excluir a esta empresa del sistema de seguimiento para la venta en bloque y proceder a la venta de su participación en dicho proceso.

Esta operación de venta mediante una OPA ofrece algunas diferencias en relación con anteriores privatizaciones que se han instrumentado por dicho sistema. Así, la participación de SEPI en la empresa es minoritaria y, por tanto, es previsible una escasa influencia de la decisión de SEPI en el resultado final del proceso de toma de control de ALDEASA; dado que la iniciativa de presentación de OPAs ha sido ajena a SEPI, ésta ha carecido de cualquier influencia en la determinación de las condiciones de las distintas ofertas; pero al mismo tiempo, ha habido 3 ofertas competidoras sucesivas y una posterior mejora de las condiciones de una de dichas ofertas, lo que ha determinado un progresivo incremento del precio ofrecido por las acciones de ALDEASA. A estos efectos, SEPI ha informado que procederá a vender su participación en la OPA que ofrezca las mejores condiciones desde un punto de vista financiero.

Por ello, teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, el CCP estima que la venta de participación de SEPI en ALDEASA dentro de la OPA sobre esta compañía que ofrezca el precio más elevado se adapta a los principios de publicidad, concurrencia y transparencia. Asimismo, solicita que el Agente Gestor remita la información sobre las condiciones del cierre de la operación.

4. CONSIDERACIONES DEL CCP SOBRE LAS PARTICIPACIONES EN ALTADIS, IBERIA Y ENDESA

En relación con el sistema diseñado para proceder a la venta de las participaciones minoritarias en ALTADIS, IBERIA y ENDESA, el CCP expresa una opinión favorable. Considera que es un sistema que se adecúa a las características habitualmente seguidas en los mercados para la realización de operaciones de esta naturaleza, y que se adapta también, en términos generales, a los principios por los que tiene que velar este Consejo.

No obstante, es un sistema que presenta ciertas características específicas desde el punto de vista del proceso de privatizaciones, como consecuencia, fundamentalmente, de la necesidad de mantener la confidencialidad, hasta el último momento, sobre la fecha concreta que se elija para realizar cada una de estas operaciones.

A continuación se exponen las recomendaciones y consideraciones del CCP sobre aspectos concretos del sistema de venta propuesto.

4.1.- Información “ex post” del resultado de cada operación

Para proceder a la venta de los paquetes minoritarios de las empresas mencionadas, SEPI ha preseleccionado 21 entidades financieras, de las que finalmente 18 aceptaron participar en alguna o en todas las ventas previstas.

El sistema de la venta en bloque exige que la decisión de proceder a la venta de cada una de las participaciones sea lo más próxima posible al momento de su ejecución y que se mantenga la confidencialidad, con el fin de no alterar al mercado ni perjudicar a la propia operación.

Por esta razón, y en el momento de emitir este informe, el CCP no tiene posibilidad de conocer el resultado del concurso para elegir el banco colocador ni el propio resultado de la venta.

Por ello, el CCP solicita a SEPI que, una vez finalizada cada una de las tres operaciones, remita la información correspondiente a las fases de ejecución, con la justificación de las decisiones adoptadas (preselección de entidades, selección del banco colocador, elección de uno de los dos sistemas de venta propuestos en cada una de las operaciones, fijación de precios en el caso de utilización del sistema “*bookbuilding*” acelerado, etc.). Sobre la base de dicha información el CCP procederá a elaborar un nuevo informe, si se estima necesario.

4.2.- En relación con la posible selección de un Asesor Financiero

Dadas las especiales características de esta operación podría ser de utilidad que SEPI contara con la figura de un Asesor independiente de las entidades candidatas para Banco colocador.

SEPI cuenta periódicamente con los informes de las entidades que han aceptado participar en el proceso. Sin embargo, también podría serle de utilidad disponer de un Asesor que, al no aspirar a ocupar el cargo de colocador, podría proporcionar un asesoramiento (sobre el momento adecuado de proceder a la venta así como sobre el sistema óptimo de colocación) libre de cualquier hipotético condicionamiento sobre su propia situación o intereses respecto de la colocación. Adicionalmente, el Asesor independiente podría asesorar a SEPI en el proceso de asignación de acciones, en el caso de que se opte por el sistema de “*bookbuilding*” acelerado. Es decir, la existencia de una entidad independiente podría contribuir a neutralizar posibles conflictos de interés que eventualmente pudieran surgir en diferentes fases del proceso.

Esta figura ya ha estado presente en operaciones anteriores similares a la actual y también contribuye a reforzar la transparencia del proceso. Con todo, aunque el CCP sea por principio partidario de su contratación, atendiendo a lo avanzado de este procedimiento y a la posible inconveniencia de retrasarlo considera que, en todo caso, debería ser SEPI quien valore los posibles beneficios de esta opción, teniendo en cuenta, asimismo, los costes adicionales que supondría.

4.3.- En relación con el concurso de selección del Banco Colocador

El sistema de venta propuesto supone que el concurso para la selección del colocador se debe convocar y resolver en el mismo día en que se empieza a ejecutar la operación. Por ello, SEPI ha informado al CCP del sistema previsto para realizar esta fase del proceso.

El CCP considera adecuado este sistema aunque opina que, en los informes que se remitan tras la ejecución de estas operaciones, SEPI debería detallar las razones por las que ha realizado tanto la preselección como la selección final de entidades.

4.4.- En relación con la selección del sistema final de venta

Aunque los principios de publicidad, transparencia y concurrencia se cumplen en mayor medida en una OPV, el Consejo considera que, en estos casos, en atención a la reducida entidad -cuando menos relativa- de las participaciones afectadas, se encuentra justificada la utilización de los sistemas de venta propuestos por SEPI.

No obstante, el sistema propuesto supone que en el último momento también habría que decidir entre los dos sistemas de venta en bloque

mencionados en la Introducción y en opinión del CCP pueden existir diferencias importantes entre ambos sistemas desde el punto de vista de los principios por los que tiene que velar este Consejo.

El primero de los sistemas (*“bought deal”*), tal y como se ha adelantado en la Introducción de este informe, supone la venta de la participación de SEPI a una entidad financiera a un precio cerrado que se fija en la subasta en la que se elige al colocador (lógicamente, algo inferior al del mercado). Posteriormente, esta entidad coloca esta participación entre inversores institucionales (normalmente antes de que abra el mercado la siguiente sesión), por lo que su remuneración sería la diferencia entre su precio de compra y sus precios de venta.

El segundo de los métodos (*“bookbuilding”* acelerado) tiene una naturaleza algo diferente y se aproxima, en gran medida, al de una OPV institucional realizada en un corto espacio de tiempo (normalmente uno o dos días). Durante ese tiempo se realiza la prospección de la demanda y se elabora el libro de demanda. Utilizando la información obtenida en el periodo de prospección, el colocador y el vendedor fijan el precio y proceden a la asignación de las acciones. En este caso, la remuneración del colocador sería la comisión fijada en el proceso de subasta para la elección del banco colocador. En este tipo de operaciones la entidad financiera soporta menos riesgo de mercado y, por tanto, en general su remuneración suele ser menor.

El primero de los sistemas descritos suele generar una asignación final de las acciones más concentrada y, además, el control en este proceso por parte del vendedor es muy escaso o nulo. El segundo de los sistemas, al comprender una prospección de la demanda previa suele alcanzar a un mayor número de inversores y, al mismo tiempo, la influencia del vendedor en la asignación de las acciones es superior.

Por ello, el CCP considera que, entre los sistemas planteados para este caso, el sistema de prospección acelerada de la demanda (*“bookbuilding”* acelerado) presenta ventajas, frente al otro de los sistemas comentado, en relación con los principios de publicidad, transparencia y concurrencia y recomienda que, en la medida de lo posible, sea el utilizado por parte de SEPI.

Asimismo, se solicita que en la información “ex post” comentada en puntos anteriores se expliquen las razones por las que finalmente se ha optado por uno de los dos sistemas en cada caso.

5.- CONCLUSIONES

El CCP considera que, hasta el momento, tanto el desarrollo del proceso como la propuesta de venta de las participaciones minoritarias de ALDEASA, S.A., ALTADIS, S.A., ENDESA S.A. e IBERIA LÍNEAS AÉREAS DE ESPAÑA S.A. en poder de SEPI, cumplen los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

Asimismo, en el apartado 4.1 se solicita información referente al sistema de venta finalmente empleado, a la resolución del concurso entre los colocadores y al desarrollo del proceso de venta en el caso de ALTADIS, ENDESA e IBERIA, mientras que en el apartado 3 se solicita la información referente a la liquidación de la operación de ALDEASA.

Abril, 2005

PRIVATIZACIÓN DEL 8,5% DEL CAPITAL DE RED ELÉCTRICA

1. 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 una participación del 8,5% del capital de RED ELÉCTRICA DE ESPAÑA, S.A. (en adelante, REE) mediante métodos de colocación acelerada (*bought deal* o *bookbuilding* acelerado).

En la actualidad, SEPI es titular del 28,5% del capital de REE, del cual el 3,5% procede de la opción de compra (*Green Shoe*) no ejercitada en la Oferta Pública Inicial de Acciones de REE realizada en julio de 1999. Desde enero de 2004, SEPI sólo está obligada a mantener por imperativo legal (Ley 54/1997, del Sector Eléctrico, modificada por la Ley 53/2002 de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social) una participación del 10% en el capital de REE. Así pues, SEPI solicita dictamen del CCP sobre una venta parcial de su participación en el capital de REE.

El informe se articula en tres apartados que recogen, respectivamente, los antecedentes y descripción del proceso de venta propuesto, las consideraciones del CCP y las conclusiones.

2. ANTECEDENTES Y DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE VENTA

Desde el año 2003 SEPI ha venido realizando un seguimiento bimestral de las entidades financieras que podrían participar en la colocación de sus participaciones minoritarias en empresas cotizadas, en particular, en Aldeasa, Altadis, Endesa e Iberia.

Dicho Sistema de Evaluación ya fue descrito y analizado en el “Informe del CCP sobre el proceso de privatización de las participaciones minoritarias de SEPI en Aldeasa, Altadis, Endesa e Iberia”, emitido en abril de 2005. En cualquier caso, cabe recordar que este Sistema supone el seguimiento continuado de la empresa cuyas acciones serán objeto de la venta por las entidades candidatas a la colocación, mediante la remisión de un informe bimestral al Agente Gestor. Por su parte, SEPI realiza un análisis de la información contenida en los citados informes (Acuerdo Marco de Colaboración) basándose en los parámetros evaluables recogidos en el baremo, lo que da como resultado la elaboración de una clasificación bimestral de las entidades financieras. En el momento en que se decida la ejecución de la venta, se realizará una convocatoria a las entidades financieras mejor situadas en la última clasificación bimestral aprobada por el Consejo de Administración de SEPI, y se les solicitará oferta económica para una estructura concreta de colocación del bloque.

Entre los métodos de colocación acelerada se plantean dos alternativas: a) venta a una entidad financiera a un precio cerrado para su posterior colocación entre inversores, *bought deal*, o b) colocación entre inversores institucionales mediante una prospección previa de la demanda durante un breve período de tiempo (normalmente durante uno o dos días), *bookbuilding* acelerado.

El 28 de enero de 2005, el Consejo de Administración de SEPI acordó incorporar a REE al Sistema de Evaluación del Seguimiento aprobado en 2003 para la venta de las participaciones minoritarias de SEPI en Aldeasa, Altadis, Endesa e Iberia.

Para la aplicación del Sistema de Evaluación a la operación que nos ocupa, con fecha 4 de febrero de 2005, SEPI remitió cartas de invitación al proceso de seguimiento de REE a las 18 entidades que ya participaban en el mismo. De ellas 2 declinaron su participación en el proceso, mientras que las 16 restantes firmaron el Documento de Compromiso dentro de los plazos previstos. Dicho compromiso de colaboración se instrumentó posteriormente, en junio de 2005, mediante la firma de los Acuerdos de Confidencialidad y los Acuerdos Marco de Colaboración por parte de los 16 participantes.

El 29 de abril de 2005, el Consejo de Administración de SEPI acordó la venta de las acciones de REE, tal como se contemplaba en el presupuesto para 2005 de SEPI.

En mayo de 2005 SEPI se reunió con la CNMV para concretar, a efectos informativos, la tramitación necesaria a realizar en el proceso, que se instrumenta mediante comunicación de Hecho Relevante.

Con fecha 28 de junio de 2005, SEPI remitió al Consejo Consultivo de Privatizaciones la documentación relativa al marco previsto para la presente operación, manifestando su intención de realizar una venta parcial de su participación en REE y solicitando la emisión del Dictamen del CCP sobre la venta del 8,5% del capital de acuerdo con el sistema comentado.

3. CONSIDERACIONES DEL CCP

3.1. Como se ha indicado en la descripción del proceso, en enero de 2005 REE fue incorporada al Sistema de Seguimiento y Evaluación diseñado por SEPI en 2003 para la venta de sus participaciones minoritarias en Altadis, Iberia y Endesa. En el Dictamen emitido en abril de 2005, el Consejo expresó una opinión global favorable sobre dicho proceso, por considerar “que es un sistema que se adecua a las características habitualmente seguidas en los mercados para la realización de operaciones de esta naturaleza, y que se adapta también, en términos generales, a los principios por los que tiene que velar este Consejo”. Sobre el Sistema de Seguimiento previsto para la venta de la participación en REE, el CCP se remite a lo dicho en el anterior Dictamen.

3.2. La convocatoria de entidades para participar en el proceso de selección del Banco Colocador para esta operación se ha realizado a partir de las 18 entidades que ya participaban en el Sistema de Seguimiento de participaciones minoritarias de SEPI en empresas cotizadas. Dichas entidades fueron invitadas por carta a ampliar su seguimiento a las acciones de REE, con unas condiciones similares a las que se venían aplicando al resto de empresas incluidas en el citado Sistema.

La preselección de 18 entidades realizada por SEPI y, finalmente, la participación en el proceso de 16 de ellas, parece un número suficiente para permitir un adecuado nivel de concurrencia en el proceso.

3.3. Según el sistema previsto, la selección final del Banco Colocador se realizará en base, únicamente, a la oferta económica, siendo en las distintas fases de preselección previas (clasificaciones bimestrales elaboradas por SEPI) en las que se valoran otro tipo de factores de carácter cualitativo y, por tanto, sujetos a un mayor grado de interpretación. Adicionalmente, SEPI ha

intentado en la medida de lo posible cuantificar numéricamente este tipo de factores mediante la fijación previa de un baremo y de los criterios con que se asignarán las puntuaciones en los distintos apartados sujetos a evaluación.

El CCP valora favorablemente la combinación de una preselección en la que se analizan criterios distintos al precio y posteriormente de otra fase, en la que se produce la selección final y en la que únicamente se tiene en cuenta el criterio del precio, ya que contribuye a dotar de mayor objetividad al proceso de selección. En opinión del CCP, un enfoque similar podría, también, ser aplicable en otros procesos de selección relativos a operaciones realizadas fuera del mercado de valores.

3.4. En el presente proceso SEPI no ha contado con la presencia de un asesor financiero independiente del colocador. El CCP ya ha indicado en otras operaciones su preferencia por que se utilicen este tipo de asesores tanto en operaciones desarrolladas a través de los mercados de valores como en las ejecutadas fuera de ellos, ya que se considera que contribuyen a reforzar la transparencia del proceso.

En el informe de abril de 2005 sobre la venta de las participaciones minoritarias de SEPI, el CCP señalaba que, en su opinión, dadas las especiales características de la operación, la contratación del asesor podría ser de utilidad. En concreto, el CCP se refería a que el asesor podría opinar acerca del momento más adecuado para la venta así como sobre la determinación del sistema óptimo de colocación. Asimismo, la selección de un asesor podría ser de utilidad con el fin de neutralizar los posibles conflictos de interés que pueden surgir en diferentes fases, como en el caso de que el sistema de venta finalmente utilizado sea el *bookbuilding* acelerado.

En la actual operación su utilización habría podido tener aún mayor sentido si se tiene en cuenta que el porcentaje del capital en poder de SEPI y

que, en su caso, podría ser objeto de desinversión, es sustancialmente más elevado que en las otras operaciones. En estas circunstancias el asesor podría dar su opinión acerca de la estructura global de la operación y de los efectos de diferentes diseños alternativos.

3.5. SEPI ha manifestado al Consejo su intención de utilizar para la venta del 8,5% del capital de REE “un procedimiento similar al establecido para la venta de Aldeasa, Altadis, Endesa e Iberia”. Como ya se ha indicado, se habían previsto dos alternativas de colocación acelerada: *bought deal* o *bookbuilding* acelerado. Ambos métodos, descritos y comentados en el Dictamen del CCP de abril de 2005, presentan características diferentes que pueden incidir, en cierto grado, en el resultado final de la operación y, en especial, en el cumplimiento de alguno de los principios por los que debe velar este Consejo.

El CCP considera que, entre los dos sistemas planteados, el método de prospección acelerada de la demanda (*bookbuilding* acelerado) presenta ventajas, frente al otro sistema, en relación con los principios de publicidad, transparencia y concurrencia. Por ello, siempre se recomienda que, de ser posible, entre los dos sistemas de venta propuestos, se opte por el *bookbuilding* acelerado.

En todo caso, el CCP considera que se debe estudiar la adopción de medidas que incrementen la objetividad en la fase de la asignación final de las acciones.

3.6. La principal tarea del CCP se realiza con anterioridad a la adopción de la decisión por parte del Consejo de Ministros. Se trata, por tanto, de una evaluación “ex-ante”. Ahora bien, dado que, para no alterar el mercado ni perjudicar la propia operación, los métodos de colocación acelerada requieren que la decisión de vender se adopte muy poco antes de la formalización, el

CCP solicita a SEPI que, una vez finalizada la venta del 8,5% de REE, remita, entre otra, la siguiente información correspondiente a las fases de ejecución:

- Resultado del concurso para la selección del banco colocador.
- Justificación de la selección del método de colocación finalmente empleado.
- Descripción del proceso seguido para la determinación del precio en el caso de *bookbuilding* acelerado.
- Detalle y justificación de la asignación de acciones realizada en el caso de *bookbuilding* acelerado.

4. CONCLUSIONES

Para la venta del 8,5% del capital de Red Eléctrica de España, S.A., SEPI ha optado por emplear bien el sistema de *bought deal* o el de *bookbuilding* acelerado. La utilización de dichos métodos exige, por motivos de confidencialidad, que la selección de la entidad colocadora se realice unas horas antes del inicio del proceso de colocación. Por ello, en el momento de emitir este informe, el CCP no tiene información sobre el resultado del concurso para la selección del colocador ni, lógicamente, sobre el propio resultado de la venta.

Teniendo en cuenta estos condicionantes, el CCP considera que hasta el momento de emitir este dictamen, en el diseño del proceso, en su desarrollo y en la propuesta de venta de la participación del 8,5% de Red Eléctrica de España, S.A. realizados por SEPI, se han cumplido los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

En todo caso, el CCP solicita información adicional sobre las fases pendientes de desarrollo en esta operación, tal como se indica en el apartado 3.6. En caso de estimarse necesario, el CCP procedería a elaborar un informe complementario sobre las fases del proceso de venta ejecutadas con posterioridad a la elaboración de este dictamen.

Julio, 2005

PRIVATIZACIÓN DE NAVALIPS, S.A.

I. INTRODUCCIÓN

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la propuesta de privatización del 50% del capital de NAVALIPS, S.A. propiedad de ASTILLEROS ESPAÑOLES, S.A. (en adelante AESA), mediante la enajenación de sus acciones a WÄRTSILÄ PROPULSIÓN UNITED B.V, (en adelante WÄRTSILÄ) propietaria del 50% restante del capital de la empresa.

II. BREVES ANTECEDENTES SOBRE LA EMPRESA Y DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN

NAVALIPS, S.A. se constituyó en 1964 y tiene por objeto social la fabricación, reparación, compra-venta, importación y exportación de hélices para barcos, así como accesorios de las mismas. La empresa cuenta con factorías en Cádiz y Santander¹⁶.

El capital social de la empresa está participado al 50% por AESA y WÄRTSILÄ. Este último, además de accionista, es el socio tecnológico y cliente principal de NAVALIPS, al carecer la empresa de capacidad comercial.

Adicionalmente, los Estatutos de NAVALIPS, de junio de 1992,

¹⁶ Además cuenta con una oficina de representación en Las Palmas de Gran Canaria.

establecen en su artículo 10 una restricción a la libre transmisibilidad de las acciones reconociéndose, en caso de enajenación, un derecho de adquisición preferente para los restantes accionistas de la empresa. En el caso de que exista discrepancia en cuanto al precio de transmisión de las acciones, se establece que éste deberá ser fijado en su valor contable, de acuerdo con los estados financieros de la sociedad.

Como consecuencia de la evolución del mercado, la factoría de NAVALIPS en Cádiz carece de actividad. Por ello, el 9 de febrero de 2005 el Comité de Dirección de SEPI es informado de la estrategia diseñada para NAVALIPS por ambos accionistas (cierre de la factoría de Cádiz y posterior privatización de la compañía).

El 22 de febrero de 2005, SEPI remite documentación, de carácter informativo, al CCP sobre el procedimiento de venta directa a WÄRTSILÄ previsto para la enajenación de la participación de AESA en NAVALIPS.

El proceso de privatización se inicia con la apertura del concurso para la selección del valorador de la compañía, aprobándose la lista de entidades a las que se pediría propuesta de colaboración, así como los criterios y baremo de ponderación de las mismas. SEPI informa que “dadas las características del servicio a prestar, se ha preseleccionado a compañías consultoras y auditoras que realizan trabajos de valoración de forma regular”.

Con fecha 29 de abril de 2005, AESA envía las cartas de invitación al proceso de selección de valorador a las tres entidades preseleccionadas fijando como fecha tope para la presentación de propuestas el día 12 de mayo.

El Comité de Dirección de SEPI, celebrado el 5 de julio de 2005, fue informado de la selección de Analistas Financieros Internacionales (AFI) como valorador independiente de la operación, otorgándose con fecha 6 de julio el

mandato de asesoramiento. La citada entidad presentó el informe de valoración el día 18 de ese mismo mes.

El día 21 de julio de 2005 se firma un Expediente de Regulación de Empleo (ERE) para los trabajadores en plantilla de la factoría de Cádiz que suscriben ambos accionistas de la empresa, junto con SEPI y los sindicatos. Dicho acuerdo contempla el cierre de la factoría de Cádiz y la venta de los terrenos e instalaciones de la misma. Esta venta se materializa el día 29 de julio en el contrato suscrito por NAVALIPS e INFOINVEST (Grupo SEPI) en virtud del cual este último adquiere los citados terrenos e instalaciones por un precio de 3,5 M € (más IVA), libre de ocupantes y maquinaria.

En esa misma fecha, el 21 de julio de 2005, WÄRTSILÄ y AESA firman el Contrato de Compraventa del 50% del capital de NAVALIPS propiedad de AESA por un precio de 150.000 euros. Dicho contrato queda condicionado a las autorizaciones del Consejo de SEPI y del Consejo de Ministros.

El 30 de septiembre de 2005 el Consejo de Administración de SEPI autoriza la venta del 50% de NAVALIPS propiedad de AESA a WÄRTSILÄ según los términos incluidos en el contrato, así como el resto de los acuerdos previamente descritos.

El 4 de octubre de 2005, el Consejo Consultivo de Privatizaciones recibe el Expediente de privatización del 50% del capital de NAVALIPS propiedad de AESA.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

En esta operación de privatización han existido unas limitaciones previas de carácter estatutario a la transmisión de las acciones así como relacionadas con la situación financiera y comercial de algunos de sus centros. Asimismo, estas limitaciones han condicionado desde el principio el desarrollo de la operación. Una consecuencia es que la privatización se ha enmarcado en un plan más amplio que incluía el cierre de una de las factorías de la empresa. El CCP es consciente de la existencia de estas dificultades, que ha tenido presente en la elaboración de este dictamen aunque, no obstante, considera que no deberían ir en menoscabo de los principios por los que tiene que velar. Es en este contexto en el que se realizan las siguientes consideraciones.

1.- Sobre la selección del valorador.

El CCP siempre ha recomendado que el número de candidatos convocados a los concursos para la selección de asesores sea más amplio que el que se ha producido en este caso. Asimismo, se considera que habría que incrementar el esfuerzo en la explicación de los criterios tenidos en cuenta para realizar la preselección.

Por otra parte, se considera que en las cartas con las que se convoca a los candidatos a presentar una oferta se podría aumentar la información sobre los aspectos que son más importantes en la valoración de las propuestas (esta recomendación no supone que se tengan que hacer públicos los baremos utilizados sino simplemente una ordenación de los criterios). Asimismo, se considera positivo el hecho de que el criterio del precio haya recibido un peso importante con relación a los otros criterios utilizados, lo que va en la línea de la recomendación del CCP de dar más peso a los criterios más objetivos.

Asimismo, según se menciona en el Expediente, una vez analizadas las propuestas de colaboración se comunicó a los concursantes que “reconsiderasen su propuesta y los honorarios solicitados”, lo cual hicieron dos de ellos. El CCP manifiesta su extrañeza por el procedimiento seguido, que contribuye a plantear problemas relacionados con la credibilidad de las normas de los concursos. Además de ello, uno de los efectos que puede derivarse de este tipo de actuaciones es la posible generación, en el futuro, de comportamientos estratégicos de los concursantes. Por ello este Consejo considera que se debería ser especialmente cuidadoso en seguir las normas (tanto las explícitamente declaradas como aquellas consuetudinarias) habituales en las convocatorias de los concursos.

2.- Sobre el papel del “asesor” en esta operación.

En esta operación SEPI ha contado con una valoración realizada por una entidad independiente. En opinión del CCP resulta muy positivo que SEPI haya contratado los servicios de un valorador dado que contribuye a incrementar la transparencia del proceso de privatización, ya que esta constituye una referencia útil sobre el valor de la empresa vendida, especialmente en un caso como el de NAVALIPS, en el que no existen referencias de precio provenientes de ofertas de otros posibles compradores.

Por otra parte, dadas las características de la operación, SEPI no ha contratado un asesor financiero de la operación. Dicha renuncia se justifica en el propio diseño de la privatización, dado que no se preveía el establecimiento de contactos para una venta a un posible interesado distinto del socio de AESA en NAVALIPS. Con carácter general el CCP considera que la presencia de un asesor financiero puede contribuir a aumentar la transparencia de los procesos de privatización, así como prestar asistencia al vendedor en diferentes aspectos del proceso de venta. No obstante, en este caso parece que el propio

valorador ha realizado, en algún grado estas labores. Por ejemplo, en su informe expone su opinión con relación a importantes aspectos de esta venta (algunas de estas opiniones son reproducidas literalmente más adelante en este dictamen).

3.- Sobre la valoración.

En operaciones como la presente en las que no existen ofertas competitivas la valoración es especialmente importante desde el punto de vista de la transparencia de la operación.

Del informe del valorador podríamos extraer como una de sus principales conclusiones que “la liquidación de NAVALIPS no presenta ninguna ventaja económica para AESA frente a la alternativa de venta a un tercero”.

Para su trabajo el valorador utiliza como método fundamental de valoración la estimación de los Fondos Propios Ajustados, mediante la determinación del valor de mercado de los activos y pasivos de la empresa. Adicionalmente, y como complemento al anterior, se estima el valor de liquidación de NAVALIPS.

Por otro lado, el valorador señala expresamente en su informe que “no consideramos factible valorar NAVALIPS mediante la metodología de proyección y descuento de tesorería” aludiendo a factores tales como el margen bruto operativo negativo de la empresa en 2004, su dependencia desde el punto de vista de actividad de WÄRTSILÄ o la necesidad de realización de inversiones en la empresa.

Respecto a las técnicas de valoración aplicables en este tipo de informes, el CCP ha defendido en diferentes ocasiones que el descuento de flujos de caja sea el método básico a utilizar en la valoración de empresas en

venta, debiendo estar convenientemente justificadas las razones que, en determinados casos, pudieran desaconsejar su utilización. En esta operación concreta, el Consejo entiende que efectivamente determinados condicionantes, como la existencia de flujos negativos, pueden limitar la aplicación de dicho método. Sin embargo, teniendo en cuenta que la valoración de NAVALIPS se realiza “bajo el supuesto de cierre de la factoría de Cádiz”, de la que derivan en gran medida los resultados negativos de la empresa en los últimos ejercicios, podría realizarse la proyección de resultados a futuro de la factoría de Santander. Por tanto, teniendo en cuenta esta consideración, se podría haber utilizado, adicionalmente y como contraste, el valor estimado de la empresa mediante la aplicación del método de descuento de flujos de caja.

Por otra parte, para la elaboración de su informe, el valorador se basa en la tasación de los terrenos y edificaciones de la factoría de Santander elaborada por INFOINVEST (filial de SEPI). En el caso de la factoría de Cádiz si se cuenta con una tasación independiente. En opinión del Consejo hubiese sido deseable contar con una tasación independiente también en el caso de Santander.

Finalmente, el Consejo ha recalcado en diferentes ocasiones la importancia que tiene la debida justificación de las hipótesis y supuestos asumidos por los valoradores en sus informes. Sin embargo, en la operación que nos ocupa la explicación aportada por el valorador puede considerarse escasa. Así, el valor final de la empresa se obtiene como promedio de dos escenarios estimados. El primero de ellos recoge la valoración denominada “optimista” en la cual el valorador basa su estimación del activo en el valor contable de las existencias y la tasación de los terrenos proporcionada por INFOINVEST. En el segundo escenario (denominado “probable”) se penaliza el valor de ambas partidas sin aportar una explicación suficiente del porcentaje que se establece para dicha reducción. En consecuencia, el valor final estimado de la empresa se reduce sin que el valorador haya justificado

suficientemente la cuantía de la citada penalización. Por todo ello, el CCP vuelve a insistir en la conveniencia de que, en todas las futuras operaciones, se expliciten ampliamente las diferentes hipótesis asumidas en los informes de valoración.

4.- Sobre la concurrencia en la selección del comprador y la existencia de cláusulas estatutarias que la limitan.

En este proceso SEPI ha optado desde el inicio por la opción de vender el 50% de NAVALIPS al otro socio de AESA en la empresa, que posee el restante 50% del capital. En opinión de SEPI los estatutos de NAVALIPS incluían una serie de aspectos que “inflúan decisivamente en el diseño del proceso de privatización”. Así, existen restricciones estatutarias a la libre transmisión de las acciones según las cuales los accionistas tienen que ser informados de forma previa a cualquier compraventa del número de acciones que se desean transmitir, del precio por acción, de la identidad del adquirente y demás circunstancias de la operación. A partir de ese momento los accionistas podían ejercer el derecho preferente de compra en las mismas condiciones que el tercero o bien, si no estaban de acuerdo con el precio, recurrir al que pudiera fijar el auditor de cuentas de la sociedad.

Como es obvio estas limitaciones suponen una importante restricción a la concurrencia en cualquier operación de venta ya que implican un fuerte desincentivo a participar por parte de potenciales candidatos.

Asimismo, SEPI alude a la evolución de la empresa y del mercado, que ha hecho a la empresa incurrir en pérdidas en los últimos y que ha dejado sin actividad a una de sus factorías. Por su parte, el valorador señala en su informe que “es prácticamente imposible la venta del 50% de NAVALIPS a otro socio tecnológico” y que “no consideramos realista la alternativa de venta del 50% de NAVALIPS a un socio financiero”. Adicionalmente, el valorador señala que, en

su opinión, “la mejor opción económica para AESA se encuentra en la venta de su participación en NAVALIPS a WÄRTSILÄ”.

En definitiva SEPI ha tenido importantes limitaciones a la hora de llevar a cabo una venta abierta a otros posibles competidores. En todo caso, el CCP ha expuesto a lo largo de sus dictámenes la conveniencia de realizar procesos abiertos a la posible competencia con la publicidad en los medios que se consideren adecuados y mediante la contratación de un asesor financiero, por lo que siempre es partidario de intentar promover la competencia. En todo caso, el CCP es consciente de las dificultades existentes y de la racionalidad de la opción escogida por SEPI.

5.- Cláusula de posibles garantías

En operaciones con características similares a la actual en la que sólo existe un único comprador y en las que, por tanto, se carecen de otras referencias de mercado, el CCP se ha mostrado partidario de incluir una cláusula que permita a SEPI participar, durante un plazo de tiempo determinado, en las posibles plusvalías que se pudieran producir en caso de una venta posterior a terceros. En esta operación no se ha utilizado este tipo de cláusulas, aunque habría que tener en cuenta que, al mismo tiempo que vendedor, SEPI también es comprador (a través de INFOINVEST) por lo que el comprador de NAVALIPS podría haber exigido, igualmente, la inclusión de este tipo de cláusula en la venta de los terrenos de Cádiz a INFOINVEST.

6.- Sobre el acuerdo de compraventa.

En virtud del contrato de compraventa, sujeto a la condición suspensiva de la autorización del Consejo de Ministros, WÄRTSILÄ asume, durante los tres años siguientes a la formalización del mismo, los siguientes compromisos:

- Mantenimiento de una participación mínima en NAVALIPS del 50%.
- Mantenimiento de la capacidad productiva de la factoría de Santander.
- Mantenimiento de la plantilla fija de la empresa, salvo acuerdo con los trabajadores.
- Mantenimiento del proyecto tecnológico e industrial de WÄRTSILÄ para NAVALIPS.
- Mantenimiento de un volumen de inversión mínimo de 1 M €.
- Mantenimiento del 75% fondos propios de la sociedad.
- Mantenimiento de la sede social en España.

Adicionalmente, el cumplimiento de los compromisos anteriores queda garantizado mediante cláusula penal de 1 M. € (142.357,14 € por cada uno de los siete compromisos).

Por otra parte, en la presente operación se han establecido algunos acuerdos con el comprador (relativos a los costes laborales derivados del cierre de la planta de Cádiz) que finalmente no vienen recogidos en las cláusulas del contrato de compraventa. Sobre estos aspectos se considera que el contrato de compraventa, en la medida de lo posible, debería recoger todos aquellos aspectos relacionados con la compraventa.

En el contrato de compraventa se incluye, además, la posibilidad de que el comprador reclame al vendedor por contingencias que no estén o estén insuficientemente provisionadas en el Balance de NAVALIPS a fecha 31 de diciembre de 2004 y no sea cubierto, o lo sea insuficientemente, por un contrato de seguro. En este sentido limita las posibles contingencias a “arbitrajes, reclamaciones judiciales o administrativas de terceros, por hechos anteriores a la fecha de la Escritura Pública, sean o no conocidos antes del mismo.” Los plazos para estas reclamaciones son de un año a partir del balance de referencia o de cuatro años en el caso de reclamaciones tributarias,

laborales o de Seguridad Social. El CCP considera positiva la limitación de las contingencias algo especialmente importante cuando el comprador ya participa de manera previa en la gestión.

IV. CONCLUSIONES

Teniendo en cuenta los condicionantes previos de carácter estatuario, la situación comercial y financiera del conjunto de NAVALIPS, así como las consideraciones expuestas en el apartado III (como la que se refiere a la necesidad de realizar un esfuerzo en la búsqueda de competencia), el CCP considera que la propuesta concreta de venta del 50% del capital de NAVALIPS, S.A, propiedad de ASTILLEROS ESPAÑOLES, S.A., a WÄRTSILÄ PROPULSIÓN UNITED B.V. se ha adaptado en grado suficiente a los principios por los que este Consejo tiene que velar. El CCP, para operaciones que puedan plantearse en el futuro, recuerda los puntos que se mencionan en el citado apartado III, en los que existe un campo de mejora.

Octubre, 2005

PRIVATIZACIÓN DE CLINISAS S.A.

I. INTRODUCCIÓN

En aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de la totalidad de las acciones de CLINISAS, S.A. (en adelante CLINISAS) a MAPFRE CAJASALUD DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A.

CLINISAS se constituyó en el año 2002 mediante la adquisición de la CLÍNICA SAS a la FUNDACIÓN DE SERVICIOS LABORALES de SEPI. La compañía, 100% propiedad de SEPI, desarrolla servicios de asistencia sanitaria integral en todas sus modalidades.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

El actual proceso de privatización de CLINISAS se inicia el 25 de febrero de 2005, fecha en la que el Consejo de Administración de SEPI acuerda presentar la correspondiente propuesta. Aunque este dictamen se refiere únicamente a la privatización de CLINISAS, el proceso se ha llevado a cabo de forma paralela al de la privatización de INISAS, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A., por lo que muchos aspectos como la selección de asesor y valorador son comunes en los dos procesos. Asimismo, existen otros elementos similares en ambas operaciones, como el propio contenido de las bases del concurso para la selección del comprador.

El 1 de abril de 2005 el Consejo de Administración de SEPI aprobó la lista de entidades a convocar para el puesto de asesor, así como los criterios y el baremo de ponderación de las mismas. El 11 de abril de 2005 presentaron oferta siete de las diez entidades convocadas.

El 29 de abril de 2005, el Consejo de Administración de SEPI autorizó la contratación de POOL GEST como asesor de SEPI en la privatización. El mandato de asesoramiento se firma el 4 de mayo. Asimismo, el Consejo de Administración de SEPI aprueba la convocatoria de un concurso para la selección de un valorador independiente, así como la lista de entidades preseleccionadas, junto con los criterios y el baremo de selección, y delega en el Presidente de SEPI la selección definitiva del valorador con el fin de poder disponer del informe de valoración el 20 de junio, es decir, antes de la presentación de las ofertas no vinculantes.

El 29 de abril de 2005 se enviaron a los diez candidatos preseleccionados para el concurso de valorador las correspondientes cartas de invitación. El 9 de mayo de 2005 presentaron oferta 6 entidades. El 17 de mayo de 2005 el Comité de Dirección de SEPI autorizó la contratación de VALTECSA como valorador independiente, informando de ello al Consejo de Administración de SEPI el 27 de mayo de 2005.

El 18 de mayo de 2005 se publicó la apertura del proceso de privatización en la página *web* de SEPI y en la prensa económica nacional. Asimismo, el asesor contactó con 61 potenciales candidatos para la adquisición de CLINISAS, de los cuales 18 firmaron el acuerdo de confidencialidad. El 10 de junio de 2005 el Consejo de Administración de SEPI aprobó las bases del proceso de privatización de CLINISAS que fueron enviadas, junto con el cuaderno de venta, a los interesados.

El 20 de junio VALTECSA presentó el informe de valoración de CLINISAS.

Dentro del plazo previsto, antes del 27 de junio de 2005, se recibieron 5 ofertas no vinculantes para CLINISAS. En sus propuestas, los interesados debían asumir expresamente los requisitos mínimos fijados en las bases del proceso de privatización, así como incluir una oferta no vinculante de precio y plan industrial.

Del 6 al 20 de julio de 2005 se desarrolló el proceso de "*due diligence*", durante el cual se hizo entrega a los interesados de los borradores del contrato de compraventa.

El 29 de julio de 2005 se comunicó a los candidatos, por escrito, la fecha límite para la recepción de las ofertas vinculantes. En concreto, la "primera fase" de dicha oferta vinculante (la referida al plan industrial), debía presentarse el 12 de septiembre, fecha en la que se recibieron 3 ofertas para CLINISAS. En todas ellas los candidatos ratificaron su compromiso para el cumplimiento de los requisitos mínimos, del plan industrial y la aceptación del contrato de compraventa.

Tras la emisión de la opinión del asesor sobre el cumplimiento de los requisitos por parte de los oferentes, SEPI comunicó el 20 de septiembre a los candidatos la fecha de presentación de la oferta económica: el día 23 de ese mismo mes. Se recibieron dos ofertas económicas por CLINISAS, mientras que el tercer candidato presentó una carta de desistimiento.

El 30 de septiembre de 2005 el Consejo de Administración de SEPI acordó la adjudicación de CLINISAS a MAPFRE CAJA SALUD DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A. por un precio de 20.450.000 €, sujeto a los ajustes derivados del balance de transferencia de CLINISAS.

El 7 de octubre de 2005 se firmó el contrato privado de compraventa entre SEPI y el adjudicatario del concurso. Finalmente, el 14 de octubre de 2005 SEPI envió al CCP el expediente de privatización de CLINISAS solicitando la emisión del correspondiente dictamen.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

Hay que destacar que en este proceso se han tenido muy en cuenta las diversas recomendaciones que el CCP ha ido emitiendo en sus dictámenes. Así, a modo de referencia, destacamos algunos aspectos esenciales como la adjudicación final en función únicamente del precio (una vez asumidos unos requisitos mínimos por parte de los concursantes); convocatorias amplias y abiertas (en el caso de la selección de los compradores); la existencia de unas bases del proceso aprobadas con anterioridad y conocidas por los candidatos a la adquisición; así como la separación entre el valorador y el asesor; etc. Por ello, la opinión global del CCP sobre este proceso de privatización es favorable. No obstante, y sin perjuicio de esta opinión global, a continuación se realizan diferentes consideraciones sobre este proceso.

1. Sobre la existencia de un valorador independiente del asesor.

En este proceso SEPI ha contado con la presencia de un valorador independiente del asesor. Esta ha sido una de las medidas tradicionalmente defendidas por el CCP en sus dictámenes.

Otra de las recomendaciones realizadas por el CCP y que ha sido tenida en cuenta en el presente proceso, se refiere a la conveniencia de contar con la valoración previa a la recepción de cualquier tipo de oferta por parte de los

potenciales interesados. En este caso SEPI ha previsto expresamente que la valoración le fuera entregada antes de la recepción de las ofertas no vinculantes.

2. Sobre la selección de asesor y valorador

En este proceso de privatización se han convocado, tanto para la selección del asesor como para la del valorador, a 10 candidatos para cada uno de los concursos. Este número de preseleccionados se estima suficiente para que se produzca una competencia efectiva.

A lo largo de sus dictámenes, el CCP ha venido reiterando la necesidad de que el Agente Gestor realice la preselección de asesores en función de criterios objetivos, por ejemplo, a partir de las clasificaciones de asesores realizadas por firmas especializadas que valoran tanto el número de operaciones como la calidad de su trabajo pasado. No obstante, habitualmente estas clasificaciones no cubren todo el rango de asesores y valoradores. En estos casos, el CCP ha recomendado al Agente Gestor que explique y justifique de forma extensa los criterios que se han tenido en cuenta para realizar una determinada preselección.

Cuando se analiza en este proceso el perfil de los candidatos para los puestos de asesor y valorador, se observa que existe una cierta heterogeneidad entre sus perfiles. Así, han sido convocados a los concursos bancos de negocios, compañías auditoras y consultores que habían participado como asesores de SEPI en otras operaciones de privatización. Cabe considerar que la oferta económica de cada asesor esté relacionada, al menos parcialmente, con su perfil, de forma que aquellos con mayor capacidad tenderán a ofertar precios más altos que aquellos otros especializados en operaciones de menor tamaño. Tal vez por este motivo se observa también una amplia dispersión en los precios de las ofertas de dichos candidatos. En este

caso concreto, el CCP considera que el Agente Gestor debería haber realizado un mayor esfuerzo a la hora de explicar la preselección tanto del asesor como del valorador.

Además de justificar los criterios de preselección, y cuando el Agente Gestor estime conveniente recurrir a candidatos con un perfil diverso, sería conveniente que el número de candidatos convocados en cada subgrupo sea suficiente como para garantizar la competencia dentro de cada uno de ellos.

3. Sobre el informe de valoración

El valorador señala en su informe que “teniendo en cuenta la naturaleza y actividad de la Sociedad”, para la determinación del valor de la empresa se ha utilizado el método de descuento de flujos de caja. Adicionalmente, para la determinación del valor del activo inmobiliario de CLINISAS el asesor aplica el “Método Analógico de Mercado” y el “Método del Coste de Reposición”. El CCP es partidario de la aplicación del descuento de flujos de caja cuya utilización ha defendido, con carácter general, como método de valoración. En esta operación concreta, el valor estimado mediante dicha técnica podría haberse completado con la aplicación de otros métodos como, por ejemplo, el valor patrimonial neto.

Para la aplicación del descuento de flujos, se realiza una proyección de resultados y balances provisionales para un horizonte temporal de diez años, tomando como base los futuros planes de negocio elaborados por la propia empresa. El CCP valora favorablemente el que, a partir de las citadas previsiones de la empresa, el valorador realice un diagnóstico de la compañía y elabore sus propias proyecciones de resultados a futuro, en línea con lo que este Consejo ha recomendado en numerosas ocasiones. La valoración de la empresa que resulta de dichas proyecciones incorpora el mayor valor del negocio derivado del funcionamiento previsible en la nueva etapa.

Finalmente, el CCP opina que existen algunas debilidades en el contenido del informe en lo que se refiere a la explicación y justificación de determinadas hipótesis asumidas por el valorador, tal como la tasa de descuento aplicada (incluyendo el valor atribuido al “coeficiente beta” y la prima de mercado) y la determinación del valor residual de la empresa al término del horizonte temporal considerado. En opinión del Consejo, se trata de variables y supuestos que incorporan un elevado grado de subjetividad y en los que, por tanto, habría que realizar un especial esfuerzo de justificación de los supuestos utilizados.

4. Sobre la publicidad del proceso de venta

La combinación de las distintas iniciativas desarrolladas por SEPI en esta operación para favorecer la publicidad resultan satisfactorias y en la línea de lo recomendado por este Consejo. Así, junto a un amplio número de contactos directos del asesor con potenciales compradores (61), SEPI ha publicado anuncios específicos en periódicos económicos de tirada nacional con la intención de publicitar tanto el inicio del proceso como el carácter abierto del concurso. Adicionalmente, dicho anuncio ha sido publicado también en la página *web* de SEPI.

5. Sobre el grado de formalización del proceso de venta

El proceso de selección del comprador de CLINISAS se ha desarrollado en base a un sistema altamente reglado en todas sus fases, aplicando algunas de las recomendaciones del CCP. A continuación se detallan los aspectos más destacables del mismo.

5.1. Las Bases del Proceso

El proceso de privatización de CLINISAS ha contado desde el inicio con unas Bases que fueron aprobadas por el Consejo de Administración de SEPI y puestas a disposición de todos los interesados que firmaron el Acuerdo de Confidencialidad y acreditaron los requisitos exigidos por el Agente Gestor.

Las citadas Bases recogen ampliamente los criterios por los que se regiría el proceso de venta de la empresa y las distintas fases previstas para el desarrollo del mismo. Así, se informa a los potenciales adquirentes que el proceso de venta se estructuraría en tres fases:

- a) Fase primera, o de Oferta no Vinculante: En ella los candidatos deben aceptar expresamente los Requisitos Mínimos del proceso, así como las Condiciones de Obligada Aceptación y presentar una oferta no definitiva por la empresa que incluya precio y plan industrial.
- b) Fase segunda, o de Oferta Vinculante: Se divide a su vez en una fase de información y cumplimentación de requisitos y una fase de oferta económica. En la primera los candidatos deben ratificar el compromiso de cumplimiento de los requisitos y condiciones exigidas por SEPI, así como aceptar los términos del contrato de compraventa. En la segunda, los interesados presentarían el precio que están dispuestos a pagar por el 100% de las acciones de CLINISAS. Dicha oferta tiene “carácter irrevocable e incondicionado desde su recepción por parte de SEPI”.
- c) Fase tercera o de cierre: Supone la adjudicación y cierre de la operación.

El Consejo ha insistido en diferentes ocasiones en la conveniencia de que en todos los procesos se prefijasen unas “Bases” que recogiesen los criterios básicos del mismo. Entre sus funciones estarían la de incrementar la transparencia de la adjudicación final y fomentar la participación en el proceso evitando posibles incertidumbres de los participantes sobre el desarrollo previsible del proceso. Con ello, se busca incrementar el grado de competencia entre los oferentes y la igualdad de trato a todos ellos. En opinión del CCP, las Bases redactadas por SEPI para la venta de CLINISAS se adaptan satisfactoriamente a sus recomendaciones.

5.2. Los Requisitos Mínimos y Condiciones de Obligada Aceptación

La existencia de los requisitos mínimos junto a las condiciones de obligada aceptación en las Bases supone que todos los candidatos se obligan a aceptar las condiciones de continuidad de la empresa que el Agente Gestor considera deseables, una vez privatizada. Una vez aceptados dichos requisitos y condiciones, la adjudicación final de la empresa se producirá en función del precio ofertado por el aspirante.

Las Bases establecían la necesidad de cumplir los siguientes requisitos mínimos durante el plazo de 3 años:

- Permanencia del comprador en el capital de la empresa, como socio mayoritario.
- Mantenimiento de los fondos propios equivalentes al 90% de los existentes en el balance de transferencia.
- Mantenimiento de la sede social en España.
- Mantenimiento de la plantilla fija y de las condiciones laborales existentes en la fecha de la formalización de la compraventa.

Además de los requisitos mínimos anteriores, se exige el mantenimiento de la propiedad y del uso del inmueble para la prestación de servicios de asistencia sanitaria durante un plazo de 5 años y, en su caso, las actividades de formación, investigación, certificación y acreditación sanitaria.

El incumplimiento por el comprador de cada uno de estos requisitos será penalizado con un millón de euros. Adicionalmente existen unas condiciones de obligada aceptación que contribuyen a reforzar el cumplimiento de dichos requisitos mínimos, en especial, el relativo al mantenimiento de la propiedad del inmueble donde CLINISAS desarrolla su actividad.

5.3. Criterios de eliminación de ofertas no vinculantes

El CCP se ha mostrado partidario de restringir la eliminación de candidatos en las fases intermedias de la operación y que, cuando así se realizara, se hiciera sobre la base de unos criterios muy justificados y conocidos de manera previa.

En este proceso SEPI preestableció en las bases del proceso los criterios que se utilizarían para permitir que las candidaturas pudieran acceder a la fase de ofertas vinculantes, criterios que fueron conocidos por todos los interesados con anterioridad a la presentación de sus ofertas. En concreto, serían excluidas aquellas candidaturas que no asumieran los criterios mínimos o las condiciones de obligada aceptación, y aquellas que no documentasen tanto su solvencia financiera como la estructura de financiación prevista para la adquisición o que no cumplimentasen la información solicitada por SEPI.

Por tanto, esta actuación de SEPI se adapta a dicha recomendación, ya que se restringen las causas de exclusión y se establecen, de forma previa a la recepción de las ofertas, unos criterios objetivos, conocidos por todos los

candidatos para el acceso a la fase siguiente.

En este proceso ninguno de los candidatos fue excluido en su acceso a la fase de ofertas vinculantes dado que, de acuerdo con la opinión del asesor, todos ellos cumplían los requisitos para su preselección.

5.4. Entrega del borrador del contrato de compraventa

Tal y como viene siendo habitual, SEPI entregó a los candidatos, antes de la presentación de las ofertas vinculantes, un borrador del contrato de compraventa que debía ser asumido por el comprador y sobre el cual los interesados podrían hacer sugerencias. Posteriormente se remitió a todos los candidatos el texto definitivo del contrato, precisando que no se realizarían “mas cambios posteriores que su adaptación a la oferta vinculante ganadora”.

El envío del contrato de compraventa definitivo y la necesaria aceptación en todos sus términos por parte de todos los oferentes contribuye a homogeneizar las ofertas y evita la posibilidad de tener que recurrir, con posterioridad a la adjudicación, a una negociación de los términos incluidos en el mismo, lo que contribuye a aumentar la transparencia del proceso.

5.5. Recepción de ofertas: acta notarial de todas ellas

SEPI ha previsto que la entrega de las ofertas económicas se realizara en presencia de un notario. Esta había sido una de las recomendaciones del CCP, ya que contribuye a aumentar el grado de transparencia de la operación.

6. Sobre la importancia del precio en la asignación final de la empresa

El CCP se ha mostrado siempre partidario de utilizar sistemas de selección que contribuyan a objetivar la decisión final de adjudicación por parte del Agente Gestor. Por esta razón se ha insistido en la conveniencia de aumentar la importancia del criterio del precio, ya que se trata del concepto más cuantificable y, en consecuencia, más fácilmente objetivable.

En esta operación, SEPI ha previsto unos requisitos mínimos recogidos en las Bases y exigidos a todos los oferentes con el fin de asegurar la inclusión en todas las ofertas de aquellos aspectos que, en su opinión, resultan necesarios para el desarrollo del proceso. Posteriormente, y sólo para aquellos candidatos que aceptan expresamente el cumplimiento de las citadas exigencias, se realiza la selección de adjudicatario en función, únicamente, de la oferta económica.

El CCP considera que este sistema de adjudicación dota de una elevada objetividad y transparencia a la decisión final. Al mismo tiempo, permite asegurar un tratamiento igualitario de aquellos otros aspectos que también puedan ser preocupaciones del Agente Gestor, pero que pueden presentar una mayor dificultad a la hora de su cuantificación y comparación. Por tanto, el CCP ha recomendado que, siempre que sea posible, se utilice un sistema de este tipo.

7. Sobre el acuerdo final de compraventa

En el contrato de compraventa se recogen tanto los requisitos mínimos establecidos en las bases como las condiciones de obligada aceptación.

En relación con el tratamiento de las posibles contingencias, se incluye la posibilidad de que el comprador reclame al vendedor por contingencias que no estén o estén insuficientemente provisionadas en el Balance de transferencia y no sean cubiertas o estén insuficientemente cubiertas en virtud de un contrato de seguro suscrito por CLINISAS. Se limitan las posibles contingencias al “daño patrimonial efectivo que se produzca para CLINISAS ... que se deriven de arbitrajes, reclamaciones judiciales/extrajudiciales o administrativas de terceros por hechos anteriores a la fecha de la Elevación a Público, sean o no conocidos antes de la misma.” El plazo para dichas reclamaciones será de un año, salvo en el caso de reclamaciones laborales, de Seguridad Social o Tributarias, que será de 4 años a contar desde la elevación a público.

IV. CONCLUSIONES

Como se ha adelantado en el apartado III, en el presente proceso de privatización se han cumplido las recomendaciones que el CCP ha ido formulando en sus dictámenes.

Por tanto, y de acuerdo con las consideraciones recogidas en el apartado III de este dictamen, en opinión de este Consejo Consultivo de Privatizaciones, tanto el proceso de privatización como la propuesta concreta de venta de CLINISAS S.A., cumplen con los principios de concurrencia, publicidad y transparencia.

7 de Noviembre de 2005

PRIVATIZACIÓN DE INISAS, COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A.

I. INTRODUCCIÓN

En aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del día 28 junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) sobre la enajenación de la totalidad de las acciones de INISAS, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. (en adelante INISAS) a la Compañía de Seguros ADESLAS, S.A.

INISAS es una entidad de derecho privado constituida en 1989 y que tiene por objeto la práctica de operaciones de seguro en el ramo de salud, modalidad de asistencia sanitaria, en todo el territorio nacional. El capital de la empresa está participado por SEPI en un 93,18% y el resto es propiedad de la FUNDACIÓN DE SERVICIOS LABORALES (perteneciente al Grupo SEPI). Ambos accionistas firmaron un contrato de mandato a los efectos de que SEPI gestione, en el marco del proceso de privatización de INISAS, la venta de las acciones de la empresa de las que es titular la FUNDACIÓN DE SERVICIOS LABORALES.

El proceso de privatización de INISAS se ha desarrollado de forma paralela al de CLINISAS, S.A. (operación que ha sido dictaminada por este Consejo), compartiendo ambas privatizaciones varias fases de sus procesos, como es el caso de la selección del asesor y el valorador, comunes en las dos operaciones. Esto, unido a la existencia de elementos de notable similitud entre ambos procesos, como el calendario de la operación o el diseño de las Bases, hace que a la hora de emitir sus consideraciones sobre este proceso, el

Consejo se remita en determinados aspectos a lo expresado en su Dictamen sobre CLINISAS S.A.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

El 25 de febrero de 2005 el Consejo de Administración de SEPI acuerda presentar una propuesta para la privatización tanto de INISAS, empresa objeto de este dictamen, como de CLINISAS.

El 1 de abril de 2005 el Consejo de Administración de SEPI acuerda la apertura del proceso de selección del asesor de la privatización. El 11 de abril de 2005 presentaron oferta siete de las diez entidades convocadas. El 29 de abril de 2005, el Consejo de Administración de SEPI autorizó la contratación con POOL GEST como asesor de SEPI en la privatización. El mandato de asesoramiento se firma el 4 de mayo.

Por otra parte, el 29 de abril, se acordó convocar un concurso para la selección de la entidad encargada de realizar la valoración de INISAS. Tras el desarrollo del correspondiente proceso, el Comité de Dirección de SEPI, reunido el 17 de mayo de 2005, autorizó la contratación de VALTECSA-PROASSETS como valorador independiente.

A continuación se inicia el proceso de selección del comprador. El día 18 de mayo de 2005, se publicó, en la página *web* de SEPI, la apertura del proceso de privatización para todos los posibles interesados, incluyendo información sobre la empresa y la documentación a enviar para participar en el proceso así como un calendario tentativo del desarrollo del mismo. Adicionalmente, se insertaron anuncios específicamente redactados para tal fin en la prensa económica nacional.

Paralelamente, el asesor contactó con 45 potenciales candidatos a la adquisición de la empresa, de los que 16 manifestaron su interés firmando el acuerdo de confidencialidad.

El Consejo de Administración de SEPI celebrado el 10 de junio de 2005 aprobó las Bases del Proceso que fueron enviadas, junto con el Cuaderno de Venta, a los candidatos firmantes del compromiso de confidencialidad.

El día 20 de junio el valorador entregó a SEPI el informe de valoración de INISAS.

En las Bases del Proceso se estableció como fecha límite para la remisión de las Ofertas no Vinculantes el 27 de junio, recibándose dentro de dicho plazo seis ofertas. Previa opinión favorable del asesor en base a las ofertas presentadas por los interesados, todas ellas pasaron al proceso de “*due diligence*” que se desarrolló entre el 6 y el 20 de julio de 2005, si bien, posteriormente, fue ampliado a los días 26 y 27 de ese mismo mes. Durante dicho proceso se hizo entrega a los candidatos del borrador del contrato de compraventa.

El 29 de julio de 2005 se envió a los candidatos una carta especificando la forma, estructura y plazo de presentación de la Oferta Vinculante, fijándose como fecha de recepción de la “primera fase” de las citadas ofertas el 12 de septiembre. La carta incorpora además, entre otra documentación, el modelo definitivo de contrato de compraventa a suscribir, el modelo de aceptación de los términos del contrato y el mandato de la FUNDACIÓN DE SERVICIOS LABORALES a SEPI para la venta de sus acciones en INISAS.

En dicha fecha cuatro candidatos presentaron sus ofertas, incluyendo todas ellas la ratificación del compromiso de cumplimiento de los requisitos mínimos y del plan industrial presentado en la fase no vinculante.

El 20 de septiembre, y previa la opinión del asesor sobre el cumplimiento de los requisitos exigidos por todos los oferentes, SEPI remitió a los candidatos una carta fijando el 23 de septiembre como fecha de presentación de las ofertas económicas. Se presentaron finalmente cuatro ofertas económicas.

En la reunión del 30 de septiembre 2005, el Consejo de Administración de SEPI acordó la adjudicación del 100% de las acciones del capital de INISAS a la Compañía de Seguros ADESLAS, S.A. por un precio de 15.826.000 €, sujeto a los ajustes por la diferencia de fondos propios en el momento de la elevación a público del contrato. Posteriormente, el 11 de octubre, se firma el contrato privado de compraventa entre ambas partes, sujeto a la autorización de la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones y del Consejo de Ministros.

El 14 de octubre el Consejo Consultivo de Privatizaciones recibe el expediente de privatización de INISAS así como la solicitud formal del correspondiente dictamen.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

Como se ha comentado, el proceso de venta de INISAS se ha desarrollado en paralelo a la privatización de CLINISAS, sobre la que el CCP ya ha emitido su Dictamen. Ambas operaciones han compartido las líneas básicas del diseño del proceso e, incluso, determinadas fases han sido comunes para las dos operaciones, como es el caso de la identidad del asesor y del valorador independiente.

En línea con lo señalado en el citado Dictamen sobre la privatización de CLINISAS, en el proceso de INISAS se han considerado las recomendaciones realizadas por el CCP en sus dictámenes. Así, podríamos destacar, entre otros aspectos, la utilización de un sistema objetivo y transparente para la selección del comprador, la separación de funciones entre el asesor y el valorador, la puesta en práctica de una amplia publicidad y la existencia de unas bases adecuadas para el proceso.

En todo caso, se realizan a continuación algunas consideraciones que afectan a aspectos concretos de esta operación.

Como los procesos de selección del asesor y valorador coinciden con los desarrollados en la operación de privatización de CLINISAS S.A., el CCP se remite a lo expresado en el punto III.1 del Dictamen sobre dicha operación.

1. Sobre la separación de funciones entre asesor y valorador

Esta ha sido una de las medidas tradicionalmente defendidas por el CCP en sus dictámenes y que ha sido aplicada en la operación actual. Asimismo, en este caso se ha previsto que el valorador entregase su informe antes de que los candidatos a la compra hubieran presentado sus ofertas no vinculantes.

2. Sobre el informe de valoración

En diferentes ocasiones el CCP ha destacado la conveniencia de utilizar el descuento de flujos de caja como método fundamental para la valoración de empresas públicas en venta. En la operación que nos ocupa el valorador ha aplicado dicha técnica para la estimación del valor de INISAS.

Sin embargo, la utilización del descuento de flujos de caja, como de

cualquier otro método de valoración, supone que el valorador debe establecer una serie de supuestos e hipótesis no exentos de una importante carga subjetiva. La incidencia que pueden tener posibles variaciones de las citadas hipótesis en el valor final de la empresa, hace que el CCP haya venido insistiendo, en repetidas ocasiones, en la necesidad de que todos los supuestos asumidos queden ampliamente reflejados y justificados en el Informe.

En la operación de INISAS, se considera que no ha sido suficiente la explicación en cuanto a las hipótesis incluidas en la valoración. Es el caso de la proyección de resultados futuros de la empresa, del valor estimado de la tasa de descuento (incluyendo tanto el valor atribuido al “coeficiente beta” como a la prima de mercado), o del valor residual de la empresa al término del horizonte temporal considerado.

Por tanto, el CCP reitera su recomendación de realizar un especial esfuerzo en la explicación y justificación de las variables y supuestos utilizados en la valoración.

3. Sobre la publicidad del proceso de venta

En esta operación SEPI ha realizado un amplio esfuerzo para publicitar el carácter abierto de la operación para todos los potenciales interesados que cumplieren unos requisitos mínimos exigidos. Así, se ha combinado la publicación de anuncios específicamente redactados para tal fin en periódicos económicos de difusión nacional y en la página *web* de SEPI, con los contactos directos establecidos por el asesor con 45 potenciales compradores. En opinión del CCP, las distintas iniciativas desarrolladas por SEPI para esta operación con el fin de favorecer la publicidad han sido satisfactorias.

4. Sobre el grado de formalización del proceso de venta

El proceso de selección del comprador de INISAS se ha desarrollado en base a un sistema reglado en todas sus fases, aplicando algunas de las recomendaciones reiteradas por el CCP. Tanto el diseño de la operación como las Bases del Proceso y los requisitos mínimos exigidos a todos los candidatos coinciden, en alto grado, con los previstos en la privatización de CLINISAS. A continuación se detallan los aspectos más destacables de este proceso.

4.1. Las Bases del Proceso

Las Bases del Proceso de INISAS fueron aprobadas por el Consejo de Administración de SEPI con carácter previo al inicio del proceso y puestas a disposición de todos los interesados que firmaron el Acuerdo de Confidencialidad y acreditaron los requisitos exigidos por SEPI para participar en el proceso.

Dichas Bases, muy similares a las que ya fueron analizadas en el dictamen de CLINISAS, recogen los criterios por los que se ha regido el proceso de venta de la empresa, así como las tres fases previstas para el desarrollo del mismo: una primera fase de presentación de ofertas no vinculantes; una segunda fase de presentación de ofertas vinculantes, que incluye, a su vez, la presentación de plan industrial y, posteriormente, de la oferta económica por parte de la empresa y; finalmente, una tercera fase para la adjudicación y el cierre.

La conveniencia de establecer unas Bases del Proceso se debe, fundamentalmente, a su contribución a incrementar la transparencia del proceso de venta y de la decisión final de adjudicación. Al mismo tiempo contribuye a reducir, en cierto grado, la incertidumbre que podrían afectar a los

participantes sobre el desarrollo previsible del proceso. Todo ello puede redundar en un incremento de los incentivos para la participación y, por tanto, favorecer la concurrencia.

4.2. Los Requisitos Mínimos y Condiciones de Obligada Aceptación

Las Bases del Proceso establecían unos requisitos mínimos por los cuales los interesados aceptaban una serie de compromisos de obligado cumplimiento en caso de resultar adjudicatario. La aceptación expresa de los citados requisitos, conocidos desde el inicio por todos los candidatos, era necesaria para la presentación de ofertas.

Concretamente, los candidatos debían comprometerse, durante un plazo de tres años, al cumplimiento de los siguientes requisitos:

- Permanencia del comprador en el capital de la empresa como socio mayoritario.
- Mantenimiento de los fondos propios de INISAS en una cuantía no inferior a los existentes en el balance de transferencia.
- Mantenimiento de la sede social en España.
- Mantenimiento de la plantilla fija y de las condiciones laborales existentes en la fecha de la formalización de la compraventa.

Se establece, asimismo, una penalización por incumplimiento de 500.000 euros por cada uno de los requisitos anteriores.

Adicionalmente, las Bases describen unas “condiciones de obligada aceptación”, en virtud de las cuales el adjudicatario se obliga durante los tres años siguientes a la formalización del contrato, a solicitar y obtener autorización previa de SEPI para iniciar cualesquiera de los procesos de fusión, escisión o cesión de activos y pasivos, y otras operaciones análogas de reestructuración

empresarial que afecten a INISAS y a sus accionistas. Asimismo se precisa que en el contrato de compraventa pudiera recogerse algunas de estas autorizaciones por parte del Agente Gestor, siempre que las actuaciones autorizadas estén recogidas expresamente en el plan industrial presentado por el comprador.

4.3. Otros aspectos del proceso de venta que presentan gran similitud con los de la privatización de CLINISAS

El CCP se remite a lo recogido en el Dictamen sobre la privatización de CLINISAS en relación con los criterios de eliminación de ofertas no vinculantes, entrega del borrador del contrato de compraventa, acta notarial en la recepción de ofertas vinculantes e importancia del precio en la asignación final de la empresa, ya que esos comentarios recogidos en dicho Dictamen son también aplicables al presente (puntos III.5.3; III.5.4; III.5.5 y III.6. del Dictamen de CLINISAS).

5. Sobre la decisión final de adjudicación.

Como se ha comentado, el 30 de septiembre de 2005 SEPI acuerda la adjudicación del 100% de las acciones de INISAS a la Compañía de Seguros ADESLAS, S.A., que había presentado la mejor oferta económica. El CCP considera que esta decisión se adapta plenamente a los criterios contenidos en la Bases previamente aprobadas.

6. Sobre el acuerdo final de compraventa

Finalmente, se constata que en el contrato de compraventa se recogen tanto los requisitos mínimos establecidos en las Bases como las condiciones de obligada aceptación, así como la penalización prevista de 500.000 euros por incumplimiento de cada uno de los requisitos mínimos con la garantía de un

aval al primer requerimiento de una entidad financiera a favor de SEPI, por el importe total de las penalizaciones.

IV. CONCLUSIONES

Al igual a lo establecido en el Dictamen sobre CLINISAS S.A. se constata que en el proceso de privatización de INISAS Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. se han seguido las recomendaciones que el CCP ha ido formulando en sus dictámenes.

Por tanto, y de acuerdo con las consideraciones recogidas en el apartado III de este Dictamen, en opinión de este Consejo Consultivo de Privatizaciones, tanto en el proceso de privatización como en la propuesta concreta de venta de INISAS Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A., se han cumplido los principios de concurrencia, publicidad y transparencia.

7 de noviembre de 2005

