

Informe de Actividades

2007

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Consejo Consultivo de Privatizaciones

Informe de Actividades 2007

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:

Informe de Actividades
2007

ÍNDICE GENERAL

	Página
CAPÍTULO I El CCP y el proceso de privatizaciones	9
1. Introducción	11
2. Funciones del CCP	13
3. Descripción general de los procesos de privatización de empresas	15
CAPÍTULO II Las privatizaciones de empresas del Estado	19
1. Evolución de las privatizaciones del Estado desde la creación del CCP	21
2. Las privatizaciones en 2007	27
3. Los Indices CCP de privatizaciones	31
CAPÍTULO III La actividad del CCP durante 2007	43
1. Operaciones dictaminadas por el CCP en 2007	45
2. Principales recomendaciones del CCP durante 2007	47
3. Otras actividades desarrolladas por el CCP en 2007	57
ANEXO 1 Operaciones informadas por el CCP en 2007	71
1. Posible venta de las participaciones de SEPI en Endesa e Iberia mediante OPA	73
2. Privatización de Ionmed Esterilización S.A.	79
3. Venta del 31,3% del Grupo Compañía Española Crédito y Caución, S.L.	95
ANEXO 2 Informes del Tribunal de Cuentas sobre privatizaciones emitidos en 2007	109

ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico I-1. Esquema del proceso de privatización de una empresa.....	17
Gráfico II-1. Evolución de los ingresos por privatizaciones en España.....	22
Gráfico II-2. Ingresos por privatizaciones según los sectores económicos.....	23
Gráfico II-3. Volumen de ingresos por privatizaciones según el método de venta utilizado 1996-2007	24
Gráfico II-4. Participación del Estado en el mercado bursátil	26
Gráfico II-5. Evolución de los Índices CCP1 y CCP1-ponderado frente al Ibex-35	36
Gráfico II-6. Evolución de los Índices CCP2 y CCP2-ponderado frente al Ibex-35	37
Gráfico II-7. Ponderaciones de los valores privatizados (dic-07).....	38
Gráfico II-8. Rentabilidad anual del Ibex-35 y los Índices de privatizaciones.....	39
Gráfico II-9. Evolución de los Índices mundiales frente al Índice de privatizaciones...	40
<hr/>	
Tabla II-1. Empresas privatizadas en 2007.....	30
Tabla II-2. Rentabilidad acumulada anualizadas de los índices de privatizaciones frente al mercado.....	34

CCP

CAPÍTULO I

EL CCP Y EL PROCESO DE PRIVATIZACIONES

1. INTRODUCCIÓN

Este informe recoge los hechos más destacables de la actividad privatizadora del Estado durante el año 2007.

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 del CCP es 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 son planteadas por los Agentes Gestores, el Gobierno o la Comisión Delegada para Asuntos Económicos, durante los procesos de privatización.

COMPOSICIÓN DEL CONSEJO

El CCP está compuesto por su Presidente y un máximo de ocho Consejeros.

Los miembros actuales 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 las cuestiones que le sean planteadas por el Gobierno, la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos o los Agentes Gestores durante el desarrollo de los procesos de privatización. 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 las funciones del CCP se realizan con anterioridad a la adopción de la decisión final de la operación de privatización por el Consejo de Ministros, siendo, por tanto, su control *ex ante*.

En cualquier caso, sus Informes son **preceptivos** y así se ha reconocido por la Jurisprudencia del Tribunal Supremo, al enjuiciar los recursos interpuestos frente a Acuerdos del Consejo de Ministros relativos a procesos de privatización.

3. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LOS PROCESOS DE PRIVATIZACIÓN DE EMPRESAS

Los procesos de venta de empresas en los que ha participado el CCP siguen, con carácter general, el siguiente desarrollo en su ejecución¹:

Los Agentes Gestores² poseen la iniciativa en el proceso de privatización, siendo los encargados de la selección y contratación de “Asesores”, así como de la elaboración de 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 adjudicación de la empresa, sometida a la condición suspensiva de su aprobación por el Consejo de Ministros, y del Informe preceptivo del CCP. A continuación se remite el expediente, con la información sobre el desarrollo del proceso y la propuesta concreta de venta al CCP para su correspondiente análisis.

Con la documentación remitida, el CCP elabora un dictamen en el que se pone de manifiesto el grado de adecuación del proceso a los **principios de**

¹ Ver Gráfico I-1.

² El Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 junio de 1996, establecía como Agentes Gestores del proceso de privatización a 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 de los inicialmente previstos que se mantiene sea SEPI. Por otra parte, algunos Ministerios tienen adscritas otras empresas que,

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 relativas a los procesos de privatización. La decisión de aprobación de la operación corresponde al Consejo de Ministros, siendo el dictamen del CCP anterior a su Acuerdo. 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.

El dictamen del CCP se remite a los Agentes Gestores, que son los encargados de elevar, 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.

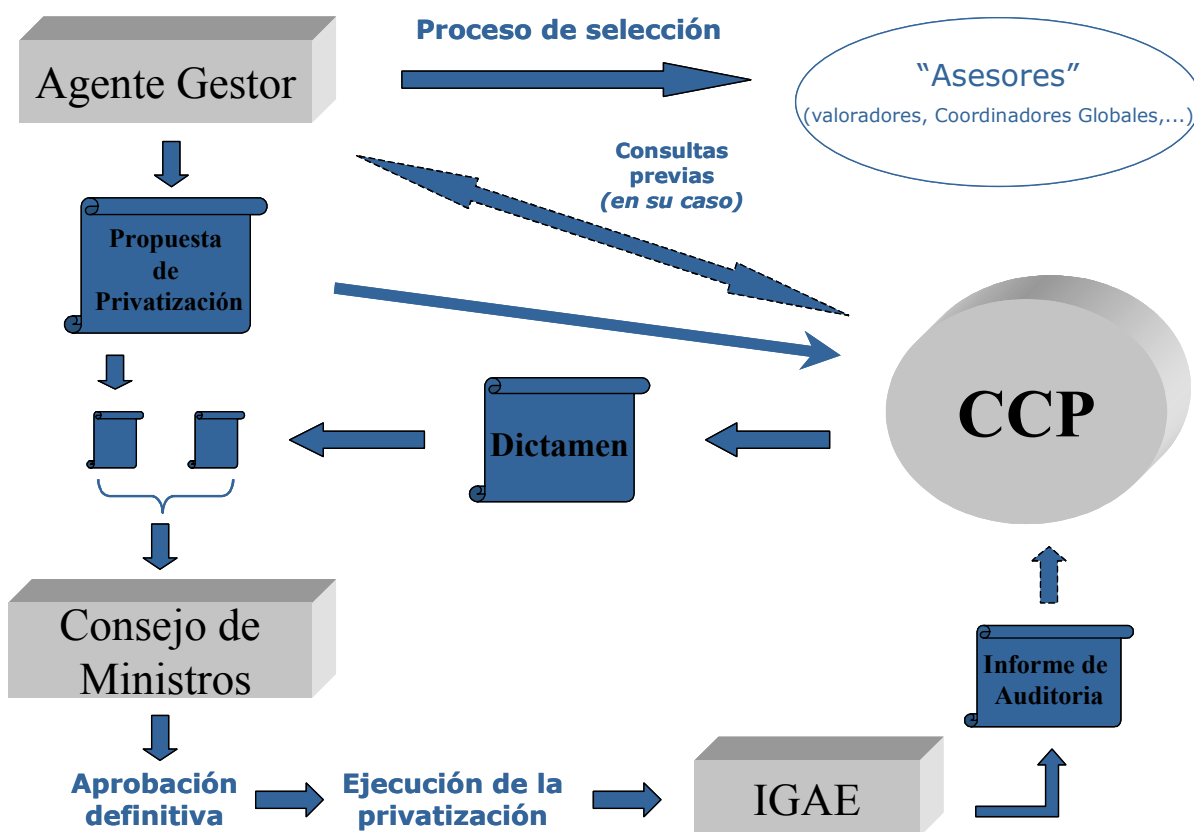
Una vez finalizada cada operación de privatización, el primero de dichos órganos, la IGAE, eleva al Ministro de Economía y Hacienda un informe de auditoría sobre el desarrollo de la misma.

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.

eventualmente, podrían ser objeto de operaciones de privatización.

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.

Gráfico I-1. Esquema del proceso de privatización de una empresa



CCP

CAPÍTULO II

**LAS PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS DEL
ESTADO**

1. EVOLUCIÓN DE LAS PRIVATIZACIONES DEL ESTADO DESDE LA CREACIÓN DEL CCP

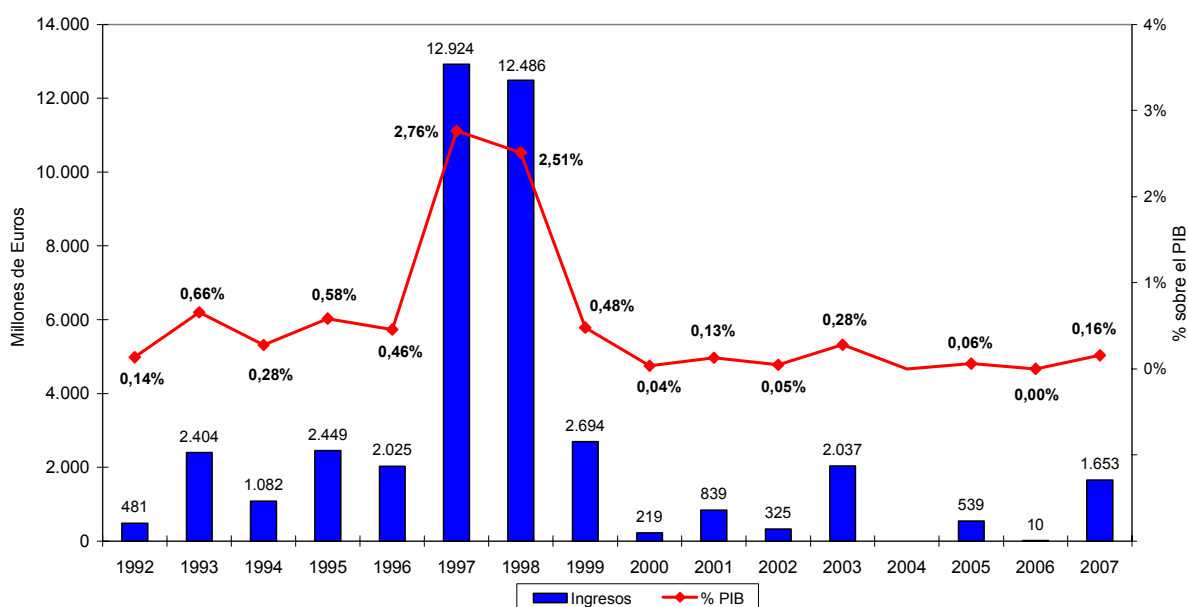
Desde la creación del CCP, en junio de 1996, se ha desarrollado en España una importante actividad de venta de empresas y participaciones públicas. El Estado ha vendido su participación (total o parcial) en el capital de **61 empresas**, que han dado lugar a 73 operaciones distintas de venta, ya que algunas de estas empresas han sido privatizadas en diversas fases (simultáneas o sucesivas). El volumen de ingresos generados por tales operaciones de privatización alcanzó, a finales de 2007, la cifra de **33.949 Millones de Euros** (44.920 M.€ en términos actualizados a diciembre de 2007).

Sin embargo, como puede observarse en el Gráfico II-1, dicho proceso privatizador no ha sido uniforme a lo largo del tiempo, sino que ha atravesado distintas etapas en la intensidad de su implementación. Los años 1997 y 1998 fueron los años de mayor intensidad en la actividad privatizadora del Estado, coincidiendo con la venta mediante OPV de las grandes empresas públicas, como es el caso de Telefónica, Endesa, Repsol, Tabacalera o Argentaria. Los ingresos en dichos años superaron los 12.000 M.€, lo que se traduce, en términos de PIB, en cifras superiores al 2,5% del Producto Interior Bruto (PIB).

En los años siguientes, el volumen de ingresos por operaciones de privatización se redujo de forma considerable respecto a los citados años 97-98 como consecuencia, fundamentalmente, del menor tamaño medio de las empresas enajenadas en esta nueva fase. De hecho, desde julio de 2001, fecha de la OPV de Ence, no se ha desarrollado ninguna venta a través del mercado de valores.

En el año 2007 se ha producido un repunte en término de ingresos respecto a los ejercicios inmediatamente precedentes. En este año se desarrollaron tres procesos de venta con ingresos muy significativos (especialmente en el caso de la OPA de Endesa, en la que SEPI enajenó toda su participación en la empresa).

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

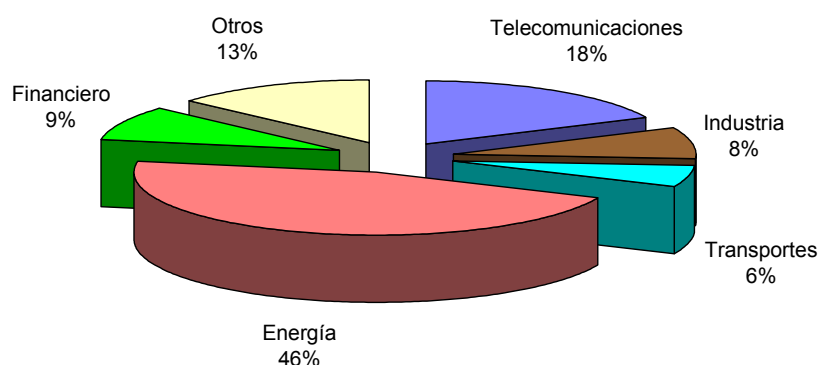


Nota: desde 1992 hasta 1996 se han incluido los ingresos a través de OPV. A partir de 1997 se incluye el importe total de las privatizaciones
 Fuente: Elaboración propia. Las series se han actualizado con las cifras de ingresos por privatizaciones publicadas en el BOCG, Serie D, Num. 648 de 30 de diciembre de 2003 y Num. 143 de 2 de marzo de 2001

Por otro lado, la intensidad del proceso privatizador español también queda reflejada en la heterogeneidad de las empresas que han sido objeto de tales desinversiones a lo largo del citado proceso, afectando a empresas de diferente tamaño, resultados y sectores de la economía. El Gráfico II-2 representa el reparto de los ingresos por privatizaciones en función del sector al que pertenecen las empresas. En él se pone de manifiesto el importante

peso acumulado por el sector energético, con un 46% del total de ingresos, debido a la privatización de grandes empresas públicas de gas, electricidad y petróleo. Precisamente en este grupo se ha incluido en 2007 la operación de venta del porcentaje residual que SEPI mantenía en Endesa como consecuencia del *Greenshoe* no ejercitado en la OPV de 1998. En los últimos años, sin embargo, siguiendo con el citado cambio de fase observado en el proceso, la mayor parte de las empresas privatizadas en dicha etapa pertenecen al sector que se ha denominado “otros”, en el cual se incluyen las privatizaciones de empresas muy diversas, pero en muchos casos también de notable relevancia, como es el caso de Aldeasa, Tabacalera (actual Altadis), Indra o Enausa, y también un buen número de empresas de menor tamaño e importancia relativa en término de ingresos.

Gráfico II-2. Ingresos por privatizaciones según los sectores económicos 1996-2007

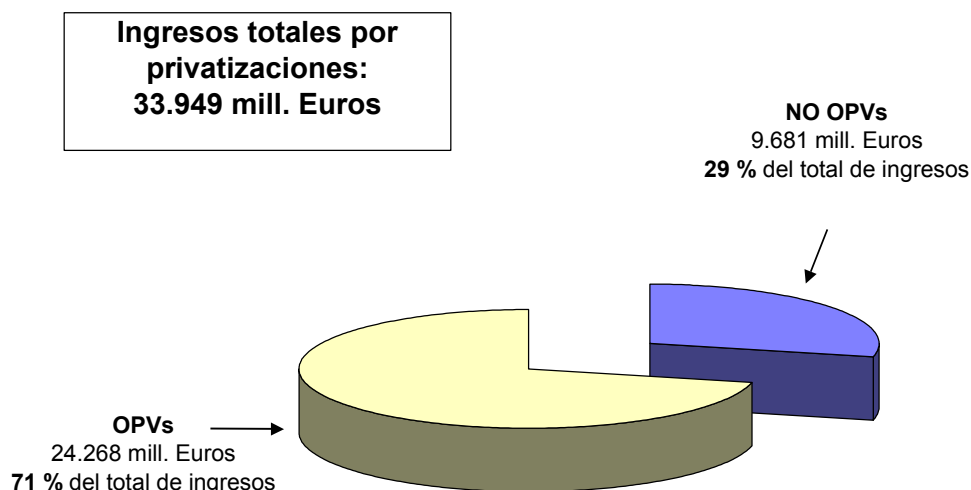


Fuente: CCP

Por otro lado, es importante destacar que, dentro del proceso privatizador, el mercado de valores ha jugado un papel esencial (ver Gráfico II-3). De hecho, pese a que desde julio de 2001 (fecha de la OPV institucional

de Ence) no se ha desarrollado ninguna operación de privatización a través de dicho método, el 71% del total de ingresos por privatizaciones proviene precisamente de la ejecución de las ofertas públicas de venta (OPVs) de empresas públicas. Desde 1996, las 13 OPVs desarrolladas han supuesto casi 33.000 millones de euros actualizados a diciembre de 2007 para el Estado (unos 24.200 M.€ en términos corrientes).

Gráfico II-3. Volumen de ingresos por privatizaciones según el método de venta utilizado 1996-2007



Nota: Datos de ingresos en millones de euros corrientes
Fuente: CCP

Es importante señalar, además, que las OPVs de empresas públicas se vienen efectuando en España desde antes de la creación del CCP en 1996. Las operaciones anteriores a 1996 supusieron, en conjunto, unos ingresos para el Estado cercanos a los 15.300 millones de euros constantes de 2007, lo que da una idea aproximada de la importancia que este tipo de colocaciones en el mercado ha tenido en todas las fases del proceso privatizador español.

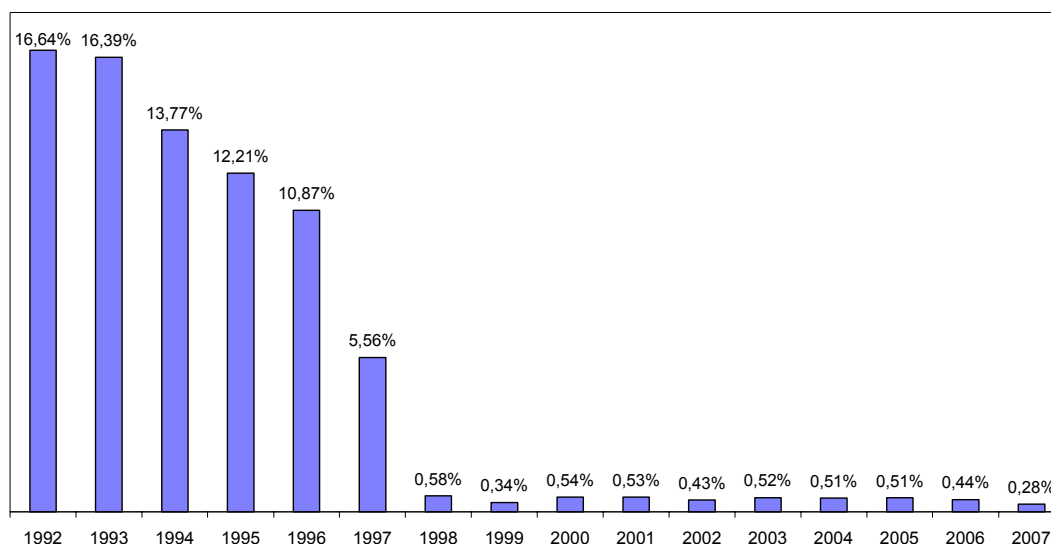
La importante reducción del porcentaje de participación del Estado en el conjunto de las empresas cotizadas es una muestra más de la intensidad que ha tenido el proceso de privatizaciones español desde 1996. Dicho porcentaje de acciones en poder del Estado se ha reducido desde el 12,2% que representaba en 1995 (siendo incluso superior en periodos anteriores como puede apreciarse en el Gráfico II-4), hasta el 0,28% de la capitalización total del mercado bursátil español a finales de 2007. De hecho, actualmente la presencia del Estado en el capital de empresas cotizadas se reduce únicamente a participaciones minoritarias en Iberia, 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.

En el Gráfico II-4 se observa la fuerte reducción experimentada en el grado de participación pública en el mercado español desde 1998. Las oscilaciones en el porcentaje que se producen a partir de ese año, son consecuencia en gran medida 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, paradójicamente, 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”*)³ en la OPV

³ 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 de compra, 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 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

desarrollada en 2001, el Estado mantiene desde esa fecha un porcentaje de participación en el capital de una empresa que, antes de la privatización, no cotizaba. Otro ejemplo es el de 2005, donde las variaciones en la cotización de las acciones hicieron que el porcentaje de participación del Estado se mantuviese respecto al ejercicio precedente, cuando realmente durante este ejercicio se produjo la salida del mismo de dos empresas (Altadis y Aldeasa), así como la enajenación del 8,5% del capital de Red Eléctrica.

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

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 2007

En el año 2007 se han desarrollado tres operaciones de privatización, que han generado unos ingresos brutos de 1.653 millones de euros. En la Tabla II-1 se recogen, de manera resumida, los aspectos esenciales de los procesos de venta desarrollados en este año, concretamente la venta mediante OPA de la participación de SEPI en Endesa, la privatización del 55,87% de IONMED Esterilización S.A. y, finalmente, la venta del 31,3% del capital del Grupo Compañía Española de Crédito y Caución, S.L.

La participación del 2,95% que SEPI mantenía en Endesa procedía de la opción *Greenshoe* no ejercitada en la OPV sobre la empresa de 1998. Posteriormente, en 2005 el CCP emitió dictamen sobre el sistema de venta en bloque (*bought deal* o *bookbuilding* acelerado) previsto para la posible enajenación de la participación de SEPI en esta empresa. Finalmente, los títulos de Endesa no fueron colocados en el mercado a través de dicho sistema, manteniéndose en la cartera de SEPI. Posteriormente, la apertura de un procedimiento de OPA sobre la compañía llevó a SEPI a solicitar un nuevo dictamen al CCP acerca de la posible enajenación de sus acciones por este nuevo sistema.

Concretamente, en el año 2005 se abrió un proceso de OPAs sobre la empresa, que desde septiembre de dicho año ha sido objeto de tres ofertas competidoras de adquisición. En septiembre de 2005 Gas Natural lanzó una OPA por Endesa a un precio de 7,34 euros y 0,569 acciones nuevas de Gas Natural por cada título de Endesa. Posteriormente, en febrero de 2006 la empresa alemana EON lanzó una OPA competidora por un precio de 27,5 euros por acción. Más tarde aumentaría el precio hasta los 35 euros por acción y finalmente 38,75 euros por acción. En julio de 2007 las empresas Enel y

Acciona lanzaron una OPA por un precio por acción que finalmente alcanzó los 40,16 euros por acción. A finales de septiembre de 2007 el Consejo de Administración de SEPI acordó acudir a la OPA presentada por Acciona y Enel sobre Endesa, vendiendo sus acciones al precio ofertado, lo que supuso unos ingresos para SEPI de 1.253 millones de euros.

La segunda de las privatizaciones desarrolladas en 2007 fue la venta del 55,87% del capital de la empresa IONMED ESTERILIZACIONES S.A., propiedad de ENUSA (empresa de la que SEPI posee el 60%). El resto del capital de IONMED se repartía de la siguiente forma: WeCare, S.A. (10,81%); Multisuministros S.A. (10,81%); Grupo Eulen (8,11%); Proinsa (8,11%) y un grupo de empleados de IONMED (6,28%). Como paso previo al inicio del proceso de privatización, los accionistas de IONMED alcanzaron un acuerdo de venta conjunta, por el que otorgaron mandato irrevocable a favor de SEPI para la venta de sus acciones. De esta forma, finalmente la operación de venta de IONMED se llevó a cabo sobre el 99,65% de su capital.

El proceso se desarrolló mediante el sistema de concurso, de acuerdo con lo previsto en las Bases del Proceso aprobadas previamente por SEPI. Para la venta, el asesor del proceso contactó con 231 potenciales interesados de los que 17 manifestaron su interés en participar en el mismo y se recibieron, finalmente, tres ofertas vinculantes de adquisición por la empresa. Una vez analizadas las citadas propuestas de adquisición, el Consejo de Administración de SEPI, en su reunión de 27 de julio de 2007 acordó la adjudicación de IONMED a la compañía Ionisos S.A.S. por un precio de 5.079.858 euros.

Por su parte, la tercera de las operaciones de privatización desarrolladas en 2007 (aunque fue culminada a principios de 2008) ha sido la venta del 31,3% del capital del Grupo Compañía Española de Crédito y Caución, S.L. por el Consorcio de Compensación de Seguros (CSS). Esta última operación presentaba la particularidad de que el vendedor (CCS) era una entidad pública

empresarial adscrita al Ministerio de Economía y Hacienda, no siendo, por tanto, uno de los Agentes Gestores mencionados en el Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996. Por ello, en éste último caso, el sometimiento de la operación de privatización al dictamen del CCP no era preceptiva, sino facultativa.

El desarrollo de este proceso de venta estuvo condicionado por la existencia de una limitación estatutaria a la libre transmisibilidad de las acciones y de un derecho de adquisición preferente por parte de los restantes socios de la compañía. Además, tanto en los estatutos como en el acuerdo de socios de la compañía, firmados ambos en marzo de 2007, se establece el procedimiento para hacer efectivo el derecho de separación de los socios y el precio que, en su caso, debe abonarse por la venta de tales acciones. Haciendo uso de tales derechos, uno de los principales accionistas de CRÉDITO Y CAUCIÓN, Catalana Occidente, manifestó desde el inicio su intención de adquirir las acciones objeto de la venta. Por ello, siguiendo lo previsto en los estatutos tanto comprador como vendedor designaron a las entidades asesoras encargadas de realizar la valoración de la empresa en venta, estableciéndose finalmente el precio de enajenación como la media entre ambas valoraciones.

Pese a las limitaciones pre-existentes, en un intento por favorecer el nivel de concurrencia del proceso, el vendedor realizó una prospección del mercado para contrastar la posible existencia de interés en la adquisición de la participación por parte de terceros, distintos de los propios accionistas de CRÉDITO Y CAUCIÓN (si bien estos últimos ya habían expresado su interés en adquirir las participaciones objeto de la operación). Todos los contactados, sin embargo, manifestaron su renuncia a participar en el proceso de venta por lo que, finalmente, la participación de CCS en CRÉDITO Y CAUCIÓN fue adquirida por los restantes accionistas de la empresa por un precio total de 397 millones de euros.

Tabla II-1. Empresas privatizadas en 2007

EMPRESA	AGENTE GESTOR	MÉTODO	FECHA ⁽¹⁾	PORCENTAJE	INGRESOS	ASESORES	COMPRADOR	COMENTARIOS
ENDESA	SEPI	OPA	Oct-07	2,95 %	1.253 M.€		Enel y Acciona	La participación proviene del <i>Green Shoe</i> no ejercitado en la OPV de 1998. En 2005 SEPI se planteó su posible venta mediante un sistema de venta en bloque, pero finalmente no fue ejecutado. En 2007, la apertura de un proceso de OPAs sobre la compañía lleva a SEPI a analizar la posible enajenación de las acciones en dicho proceso. Así, a finales de septiembre de 2007, el consejo de Administración de SEPI acordó acudir a la OPA presentada por Acciona y Enel sobre Endesa por un precio de 40,16 euros por acción.
IONMED ESTERILIZACIÓN S.A.	SEPI	Concurso	Nov-07	55,87% %	2,84 M.€	Banesto	Ionisos S.A.S	Antes de la apertura del proceso, los accionistas de Ionmed alcanzaron un acuerdo de venta conjunta del 99,65% del capital, otorgando mandato a SEPI para la venta de las acciones. La apertura del proceso fue publicada en la página web de SEPI y en tres periódicos económicos españoles y, al tiempo, el asesor contactó con 231 potenciales interesados invitándoles a participar en el mismo. 17 entidades manifestaron su interés en la operación si bien posteriormente 5 fueron excluidos al constatarse el incumplimiento de los requisitos formales solicitados. En la fase de Due Diligence, 6 candidatos más comunicaron su renuncia a continuar en el proceso, recibiendo finalmente 3 ofertas vinculantes. Una vez analizadas, el Consejo de Administración de SEPI, acordó la adjudicación del 99,65% del capital de Ionmed a la oferta presentada por la compañía Ionisos S.A.S, comprometiéndose el adquirente el cumplimiento de los requisitos mínimos establecidos en el proceso
GRUPO COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE CREDITO Y CAUCIÓN S.L.	Consortio de Compensación de Seguros	Concurso (restringido por las limitaciones estatutarias)	Ene-08	31,3 %	397 M.€	Consultores de Administraciones Públicas (Grupo AFI)	Grupo Catalana Occidente, S.A. (87%) Nacional de Reaseguros, S.A. (9%) GES Seguros y Reaseguros S.A. (2%) España, S.A., Compañía Nacional de Seguros (2%)	El procedimiento de venta estuvo condicionado por la limitación estatutaria a la libre transmisibilidad de las acciones y de un derecho de adquisición preferente para los accionistas de la compañía. En los estatutos se preveía también el procedimiento para hacer efectivo el derecho de separación de los socios y el método para el establecimiento del precio de venta de las acciones. Haciendo uso de tal derecho, uno de los accionistas (Catalana Occidente) manifestó su intención de adquirir las acciones en venta, y más tarde se unirían también el resto de accionistas de la empresa. Paralelamente, el asesor sondeó el mercado para constatar el posible interés de terceros en adquirir la participación, no obteniéndose respuestas favorables. Finalmente la participación en venta fue adquirida por los restantes accionistas de la empresa a un precio determinado por el valor medio de las valoraciones estimadas por los asesores seleccionados por vendedor y comprador, según lo previsto en los Estatutos.

⁽¹⁾ Fecha de aprobación de la venta por el Consejo de Ministros, excepto en el caso de la OPA de Endesa que se ha incluido la fecha del último día previsto para aceptar la oferta, puesto que la operación fue autorizada por el Consejo de Ministros en abril de 1998, cuando se autorizó la venta mediante OPV de todo el capital de Endesa.

3. LOS INDICES CCP DE PRIVATIZACIONES

La elaboración de los Índices CCP, iniciada en el momento de creación del Consejo, tenía como objetivo analizar la evolución en el tiempo de las OPVs de empresas públicas que se iban desarrollando a partir de dicha fecha. Posteriormente, sin embargo, el hecho de que desde julio de 2001 no se haya producido ninguna otra OPV de empresas públicas, así como que las más importantes en términos de volumen de colocación fuesen ejecutadas entre 1997 y 1998, han contribuido a que tales Índices hayan dejado de ser unos índices de privatizaciones propiamente dichos, para convertirse en la actualidad en indicadores de rentabilidad en el medio/largo plazo.

Tales índices se elaboran a partir de los precios diarios corregidos por *splits*, ampliaciones de capital y procesos de fusión de empresas que hayan podido afectar a los valores privatizados incorporando, además, en su evolución dividendos y otros incentivos recibidos por los inversores.

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 fueron colocaciones de una misma empresa (Endesa-97 y Endesa-98). La elaboración de estos índices se basa en la creación de una cartera virtual en la que se incluyen las acciones de las citadas 13 OPVs. Sin embargo, la composición de la cartera ha ido variando en el tiempo a medida que se van produciendo nuevas entradas o salidas de títulos, dando lugar así a una recomposición de la misma. Así, en inicio, 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 valores⁴.

En los últimos años se han producido ciertas variaciones en la composición de la cartera de privatizaciones como consecuencia de la ejecución de Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) sobre determinados valores incluidos en la misma. Tal es el caso de Aceralia⁵, Aldeasa⁶ o de Endesa, ésta última en octubre de 2007. Como consecuencia de tales operaciones, se ha reducido el número de títulos privatizados incluidos en la cartera de valores, que estaría compuesta, al cierre de 2007, por nueve empresas. A su vez, tales modificaciones determinan un cambio en las ponderaciones atribuidas a los títulos que se mantienen en la cartera.

Precisamente, la diferencia en la distribución de las ponderaciones de los títulos dentro de la cartera ha determinado la creación de dos índices de privatizaciones. En el primero, denominado Índice CCP, se atribuye el mismo peso en cada momento a todos los valores privatizados. 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 va repitiendo progresivamente a medida que se incorporan (o salen) valores en la cartera.

⁴ 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 índices, sin embargo, la determinación de la citada cuantía sí 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.

⁵ 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.

⁶ 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.

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 estimada de la inversión de cada uno de ellos.

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 variable⁷, 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 28 de diciembre de 2007. Se presentan, a modo de resumen, únicamente los resultados obtenidos al cierre de cada uno de los ejercicios.

⁷ Índice de fondos de inversión de renta variable española publicado mensualmente por

Tabla II-2. Rentabilidad acumulada anualizadas de los índices de privatizaciones frente al mercado (desde junio de 1996 hasta diciembre de 2007)

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%
Dic-06	11,6%	13,1%	18,0%	18,7%	16,7%	17,8%
Dic-07	11,2%	—	17,4%	18,0%	16,8%	17,9%

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

Nota: En 2007 el Índice de Fondos publicado por el Diario Expansión ha modificado su composición, por lo que el nuevo valor del indicador no es comparable con los resultados de los años anteriores.

Los resultados anteriores ponen de manifiesto que, desde el inicio, la cartera de privatizaciones española ha mantenido, 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 un rendimiento superior al de otras posibles inversiones alternativas en el mercado para el mismo intervalo temporal.

Además, parece que dicho comportamiento positivo de la cartera de privatizaciones se habría mantenido con independencia de la evolución del mercado. Así, en periodo de descenso del mercado de valores, como el ocurrido entre marzo de 2000 y marzo de 2003, el Ibex-35 retrocedió un 51%,

el diario Expansión.

mientras que los índices de privatizaciones para inversores minoristas lo hicieron en un 24% (Índice CCP) y un 36% (Índice CCP ponderado).

A partir del segundo trimestre de 2003 se inició un cambio de rumbo en los mercados que les lleva a registrar importantes alzas que se mantienen, con ciertos retrocesos, hasta diciembre de 2007, compensando ampliamente las pérdidas registradas en ejercicios precedentes. En dicha etapa de subida bursátil, la cartera de privatizaciones no sólo habría seguido la tendencia positiva experimentada por el mercado, sino que habría mejorado incluso la rentabilidad media del mismo. Así, desde marzo de 2003, fecha en la que se produce el citado cambio de tendencia en las bolsas de valores, y hasta diciembre de 2007, el Ibex-35 habría subido un 159% mientras que los Índices de la cartera de valores privatizados para inversores minoristas lo hicieron en un 195% (Índice CCP) y un 198% (Índice CCP ponderado).

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*⁸ asociado a las carteras de privatizaciones, obteniéndose un valor de 0,83 en el caso de la cartera ponderada y de 0,81 para la cartera sin ponderar⁹. En ambos casos la *beta* asociada a las mismas es inferior a la unidad por lo que, a priori, el rendimiento esperado de las carteras se vería menos afectado que el índice del mercado en épocas tanto de retroceso bursátil como de subida del mercado. Por tanto,

⁸ 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.

⁹ Las *betas* de la cartera de privatizaciones se han estimado a partir de los coeficientes *beta* de cada uno de los valores en las últimas 250 sesiones, publicados por la Sociedad de Bolsas en su informe mensual correspondiente a diciembre de 2007.

estas consideraciones sobre el riesgo de las carteras no ayudarían a explicar la favorable evolución de los Índices CCP (ponderados y sin ponderar) tanto en épocas de ascenso bursátil como de retroceso.

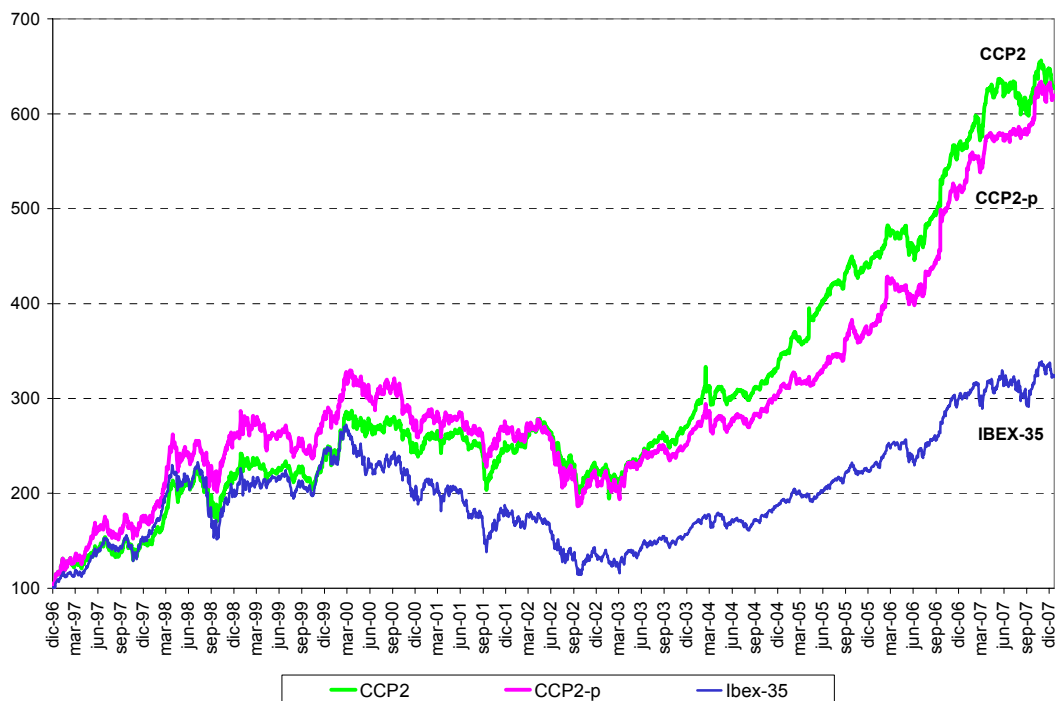
Pese al comportamiento favorable, en términos de rentabilidad, de los índices de privatizaciones frente a otros indicadores del mercado es posible observar diferencias en función tanto del tipo de índice (ponderado o sin ponderar) como del tipo de inversor (minoristas o institucionales). Tales diferencias 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)



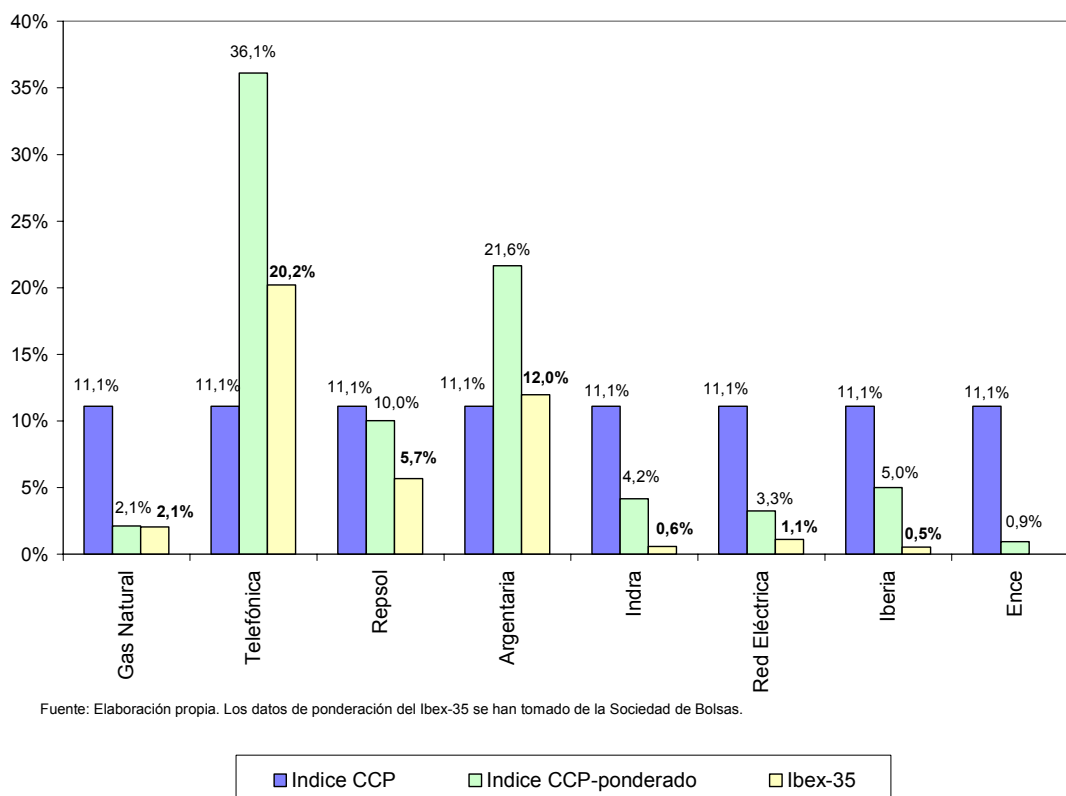
Fuente: Elaboración propia a partir de cotizaciones bursátiles

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 en gran medida 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-

35¹⁰. Cabe destacar que los títulos privatizados suponen, a 28 de diciembre de 2007, un 44,53% 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. Por otro lado, es importante destacar que hasta septiembre de 2007, Endesa tenía un elevado peso en la cartera de valores ponderada (por encima del 50%), lo que determinaba en gran medida la evolución del citado indicador. La salida de dicho valor de la cartera como consecuencia de la aceptación de la OPA sobre esta entidad en el último trimestre del año 2007 ha supuesto una importante recomposición de los valores incluidos en la cartera y podría influir también en la evolución futura de los indicadores de privatizaciones.

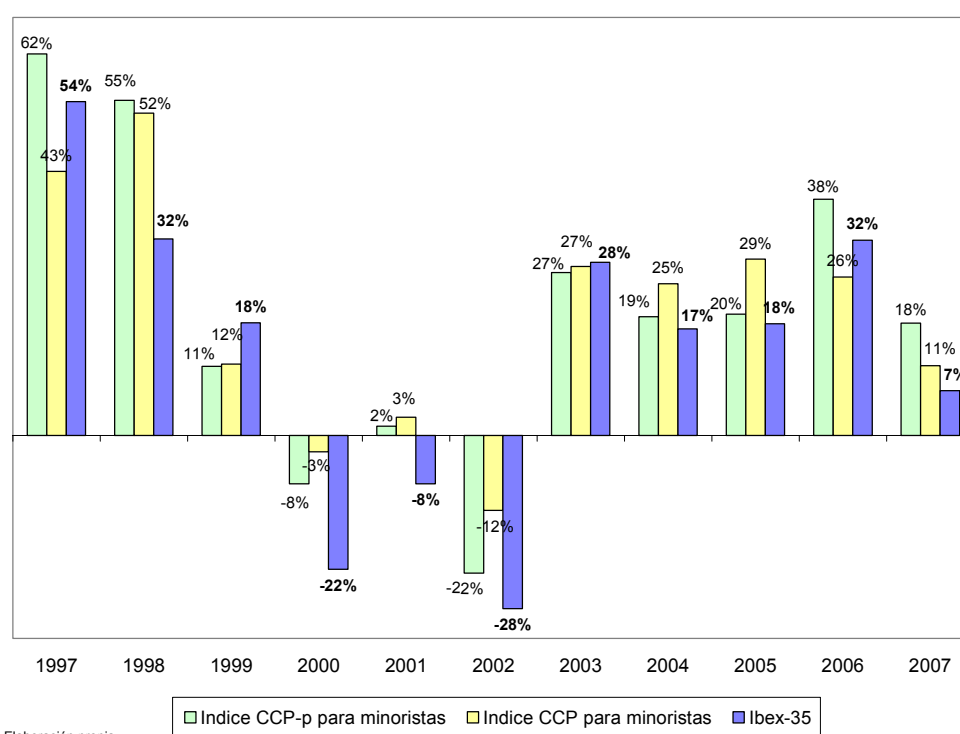
Gráfico II-7. Ponderaciones de los valores privatizados (dic-07)



¹⁰ De los valores incluidos en diciembre de 2007 en la cartera de privatizaciones, sólo

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 como pese a que en años anteriores se había venido registrando un mejor comportamiento en términos de rentabilidad de la cartera de valores privatizados sin ponderar, a partir de 2006 dicha tendencia se ha invertido.

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

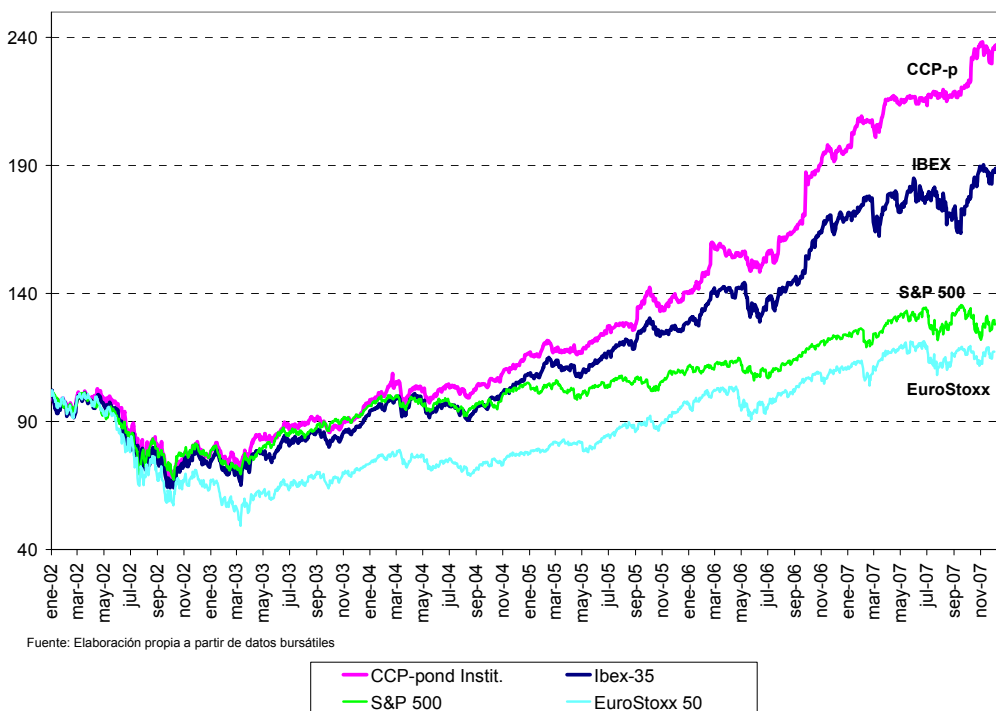


Finalmente, debe señalarse que los signos de recuperación y el cambio de tendencia experimentado por el mercado español en los últimos ejercicios no ha sido un fenómeno aislado, sino una mejora generalizada de las bolsas de valores en el ámbito internacional. Así, los índices de las principales bolsas han

Ence queda fuera del Ibex-35.

registrado una tendencia creciente 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 116%, mientras que, en ese mismo intervalo, el Standard&Poors-500, como representación del mercado norteamericano, subió un 74%. 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 159% 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 superior incluso a la del índice del mercado español (un 209%) y por encima, en todo caso, a la 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 2007

1. OPERACIONES DICTAMINADAS POR EL CCP EN 2007

En este apartado se describen y analizan las distintas operaciones de privatización que han sido sometidas a dictamen por parte del CCP durante el año 2007 y 2008 hasta la fecha de elaboración de este Informe (marzo de 2008). Dichos dictámenes, que se incluyen en el Anexo 1 de este Informe, han sido los siguientes:

- Sobre la posible venta de las participaciones de SEPI en Endesa e Iberia mediante OPA.
- Sobre la privatización de IONMED ESTERILIZACIÓN, S.A.
- Sobre el proceso de venta del 31,3% del Grupo Compañía Española de Crédito y Caución, S.L.

En este periodo se han llevado a cabo tres operaciones de privatización, quedando pendiente la ejecución de otra, en concreto, la relativa a la participación de SEPI en Iberia.

SEPI ha sido el Agente Gestor de dos de las privatizaciones realizadas en 2007, la de Endesa y la de IONMED Esterilización, mientras que el Consorcio de Compensación de Seguros ha realizado la privatización de CRÉDITO Y CAUCIÓN.

Estas operaciones ya han sido descritas anteriormente en el apartado 2 del Capítulo II.

2. PRINCIPALES RECOMENDACIONES DEL CCP DURANTE 2007

A) RECOMENDACIONES RELACIONADAS CON LOS ASESORES Y VALORADORES

1. Sobre los criterios de selección del asesor o valorador

Una de las recomendaciones en las que el CCP ha insistido de forma repetida a lo largo de su actividad ha sido la conveniencia de otorgar una mayor importancia a los criterios más objetivos de los baremos y, en especial, el precio ofertado por los candidatos ya que con ello se contribuye a fomentar la transparencia del proceso y la objetividad en la selección final del asesor.

En la operación de IONMED, en línea con lo que es habitual en este tipo de procesos, la selección del asesor se hizo depender, no solo del precio ofertado por el servicio, sino también de otros criterios, tales como la experiencia acumulada, el conocimiento del sector, el diseño de la operación o el equipo de asesoramiento propuesto por los candidatos, aspectos todos ellos que llevan aparejada una cierta carga subjetiva a la hora de su baremación. En este caso concreto el CCP consideró que si bien se había realizado un importante esfuerzo en la cuantificación de los criterios más subjetivos en el baremo recomendaba elevar la ponderación de la oferta económica e incluir en la carta de convocatoria remitida a los preseleccionados el orden de importancia de los diferentes criterios del baremo.

Por su parte, en la operación de CRÉDITO Y CAUCIÓN el vendedor, una vez analizada la adecuación de las ofertas de asesoramiento recibidas al

Pliego de Bases y a los acuerdos posteriores adoptados por el Comité de Dirección del Consorcio de Compensación de Seguros, así como los requerimientos referidos a la experiencia de los licitadores en operaciones próximas o similares y la cualificación profesional de los mismos, el vendedor optó por elegir la oferta más ventajosa desde el punto de vista económico. El CCP valoró positivamente en su dictamen este sistema debido a la objetividad de la decisión final, que se hace depender únicamente del precio, una vez que se había comprobado el cumplimiento de unos requisitos.

2. Sobre la separación entre asesor y valorador

Entre las recomendaciones en las que el CCP ha insistido en un mayor número de dictámenes figura la de separación entre la función de asesor y valorador, ya que se considera que ello favorece una mayor objetividad en la valoración, al tiempo que evita la aparición de posibles conflictos de interés entre ambas funciones. En el proceso de venta de acciones de IONMED las funciones de asesoramiento y valoración fueron desarrolladas por la misma entidad. No obstante, el CCP consideró que en este caso concreto el reducido tamaño de la operación, así como la concurrencia existente entre potenciales compradores eran factores que podrían justificar la decisión de SEPI de no separar ambas funciones. El CCP también recordó que en este tipo de situaciones una posible alternativa de menor coste para el vendedor es el sometimiento del informe de valoración del asesor a una opinión especializada por parte de una entidad independiente (*fairness opinion*).

B) RECOMENDACIONES RELACIONADAS CON EL PROCESO DE SELECCIÓN DEL COMPRADOR**3. Sobre las cláusulas estatutarias que restringen la libre venta de las acciones**

El CCP ha expresado su opinión contraria a la existencia de limitaciones estatutarias o contractuales entre socios que impidan la libre venta de las acciones por cuanto dificultan o limitan la posibilidad de que exista una libre concurrencia de potenciales compradores. Este tipo de cláusulas han estado presentes en dos operaciones realizadas: CRÉDITO Y CAUCIÓN e IONMED.

En el caso de CRÉDITO Y CAUCIÓN el CCP estimó que este tipo de limitaciones concedían sustanciales ventajas a los actuales socios (además de las que ya disfrutaban por su condición de accionistas), por cuanto, al desincentivar la presencia de terceros, dificultaban la puesta en marcha de procesos concurrenciales.

En el caso de IONMED, SEPI negoció la renuncia expresa de los accionistas de la empresa al citado derecho como paso previo a la operación de privatización, lo cual en opinión del CCP resultó un aspecto claramente favorable para el desarrollo de un proceso competitivo. El CCP recomienda que este tipo de actuaciones sean tenidos en cuenta, en la medida de lo posible, en otras situaciones asimilables de venta de empresas con limitaciones estatutarias de partida.

4. Sobre el procedimiento para la determinación del precio de venta en CRÉDITO Y CAUCIÓN.

Para la ejecución de la operación de CRÉDITO Y CAUCIÓN el vendedor ha utilizado el derecho de separación de socios establecido en el artículo 45 de los Estatutos del Grupo CRÉDITO Y CAUCIÓN, que establece que el precio de las acciones será “el valor razonable de sus participaciones”. Este concepto queda delimitado en el Acuerdo de Socios del Grupo CyC, donde se establece que, “a falta de acuerdo entre comprador y vendedor” sobre el precio, las partes “designarán cada uno a un banco de inversión independiente de reconocido prestigio internacional” para que efectúen cada uno de ellos una valoración de la empresa. “En el caso de que el valor más alto sea igual o inferior al 110% del valor más bajo” el precio será la media de ambas valoraciones y, en caso contrario, se recurriría a un tercer banco de inversión para que efectúe una valoración adicional.

Dado que uno de los accionistas, el Grupo Catalana Occidente, decidió ejercer el derecho de adquisición preferente se procede a realizar dos valoraciones, como se ha indicado en el párrafo anterior, que proporcionaron valores de la empresa dentro del rango del 10% y, por tanto, se determinó un precio de venta igual al promedio de las dos valoraciones. Puede considerarse que los condicionamientos impuestos por las limitaciones estatutarias pre-existentes han desembocado en que en el procedimiento seguido la realización de las valoraciones externas y la fijación del precio se encontraran estrechamente relacionadas.

El CCP ha insistido en lo oportuno de contar con informes de valoración externos en los procesos de privatización, con el fin de fortalecer la transparencia de estas operaciones pero, al mismo tiempo, ha diferenciado claramente entre el proceso de realización de las valoraciones y el proceso de fijación del precio. Esto es debido a que, respecto al primero, se entiende que,

dentro de los límites de la razonabilidad, los márgenes son muy amplios en función de los supuestos utilizados y, por ello, es recomendable que la fijación del precio sea la consecuencia de procesos competitivos en los que se pueda contar con diferentes indicaciones de mercado.

5. Sobre la cláusula de participación en las posibles plusvalías obtenidas dentro de un plazo después de la venta.

El CCP ha venido recomendado a lo largo de sus dictámenes que, principalmente en aquellas operaciones en las que para la fijación del precio no hayan existido competidores (y en las que, por tanto, no se haya contado con indicaciones del mercado ni con presiones competitivas sobre el comprador), se incluyese en los contratos de compraventa una cláusula que asegure al vendedor la posible participación en plusvalías derivadas de reventas posteriores durante un determinado periodo de tiempo.

En la operación de venta de CRÉDITO Y CAUCIÓN se incluyó una cláusula de este tipo que abarcaría el 100% de las plusvalías para operaciones desarrolladas en el primer año posterior a la venta y el 50% para el segundo año. El CCP consideró que, en su opinión, esta cláusula debería haber cubierto también las posibles plusvalías derivadas de potenciales futuras ofertas públicas de venta.

En todo caso, el CCP valoró muy positivamente el hecho de que el vendedor hubiera incluido una cláusula de este tipo en el contrato de compraventa de las acciones de CRÉDITO Y CAUCIÓN.

6. Sobre el método de OPA como sistema de privatización.

En principio el CCP no se ha mostrado partidario de utilizar el sistema de OPAs para la venta de empresas públicas en aquellos casos en el que el porcentaje del capital en venta fuera significativo (pudiendo influir en la mayoría de control) y cuando la iniciativa fuera decisión del vendedor. En estos casos, el CCP había señalado diferentes debilidades del sistema de OPAs desde el punto de vista de los principios por los que tiene que velar.

Sin embargo, el caso de la venta de la participación de SEPI en ENDESA (2,95% del capital) e IBERIA (5,16% del capital) y al igual que ocurrió con la venta de la participación en Aldeasa, presenta importantes diferencias con lo señalado en el párrafo anterior. Así, la iniciativa de presentación de OPAs es ajena a SEPI y, por tanto, su papel se limitaría a rechazar o aceptar la oferta presentada sin influir en la determinación de las condiciones de su presentación.

Asimismo, en los casos de ENDESA e IBERIA la participación de SEPI es minoritaria, por lo que era previsible que su decisión ejerciera una escasa influencia sobre el resultado final del proceso de toma de control. Por tanto, desde el punto de vista de SEPI sería una decisión en la que, prácticamente, solo influirían factores financieros.

Por todo ello, y teniendo en cuenta la normativa que regula las OPAs, el CCP consideró que la aceptación de las condiciones de la OPA por parte de SEPI para la venta de sus participaciones en ENDESA e IBERIA se adaptaba a los principios de publicidad, concurrencia y transparencia.

7. Sobre el nivel de concurrencia de compradores.

En el caso de IONMED el CCP ha considerado suficiente el grado de concurrencia final alcanzado en el proceso de venta, teniendo en cuenta el tamaño y las características de la empresa en venta. Así, la labor publicitaria desarrollada y, en especial, los contactos directos del asesor con 231 potenciales interesados dieron como resultado la obtención de 17 muestras de interés en el proceso. Posteriormente cinco candidatos fueron excluidos por no haber cumplido con los requisitos establecidos para acceder al cuaderno de venta, otros cinco renunciaron a continuar en el proceso antes del inicio de la fase de *Due Diligence* y dos más comunicaron su retirada del proceso durante la celebración de la citada fase. Finalmente quedaron cinco candidatos y se recibieron tres ofertas vinculantes por la empresa.

Respecto de las exclusiones de candidatos en las fases iniciales del proceso, el CCP ha venido insistiendo en la conveniencia de evitarlas, a menos que se encuentren suficientemente justificadas. En el caso de IONMED los posibles candidatos excluidos antes de la remisión del cuaderno de venta lo fueron por el incumplimiento de los requisitos o por no haber aportado la documentación exigida por el vendedor, criterios conocidos de manera previa por los interesados.

En el caso de CRÉDITO Y CAUCIÓN el vendedor se puso en contacto con las principales entidades que operan en el ramo de crédito y caución en el ámbito europeo, ofreciéndoles la posibilidad de participar en el proceso de venta. El resultado de dicho sondeo del mercado fue negativo, ya que todas ellas desistieron la invitación de tomar parte en el proceso de venta, lo cual era previsible debido a las limitaciones preexistentes que hacían poco atractiva la participación de terceros. El CCP valoró positivamente esta actuación tendente a fomentar la concurrencia en el proceso de venta.

8. Sobre las bases del proceso.

Desde los primeros dictámenes el CCP ha defendido el establecimiento de unas condiciones orientadas a facilitar o incentivar la presentación de ofertas por parte de los potenciales candidatos. Entre las medidas que el CCP ha recomendado para lograr este fin se encuentra el establecimiento de unos “criterios básicos” que, con la flexibilidad que cada operación requiera, contenga las previsiones del vendedor sobre diferentes aspectos tales como el posible desarrollo temporal de la operación y sus diferentes fases, los plazos para la presentación de ofertas preliminares y vinculantes, los requisitos que deben contener dichas ofertas, los criterios de evaluación, el tiempo previsible que necesitará el vendedor para analizar las ofertas presentadas, etc. Esta información debería ser conocida por los potenciales compradores en el momento en que adoptan la decisión de participar en el proceso de venta.

En general el CCP ha observado una favorable evolución desde las primeras privatizaciones y las últimas operaciones no son una excepción. En la privatización de IONMED el CCP opinó que las bases redactadas para la venta de la empresa, su difusión a todos los potenciales interesados y el grado de seguimiento de las mismas en el desarrollo posterior de la operación se han adaptado muy satisfactoriamente a sus recomendaciones, al cumplir con un adecuado nivel de formalización y transparencia.

9. Sobre los criterios de adjudicación de la empresa en venta

En repetidas ocasiones el CCP ha defendido la conveniencia de otorgar una gran importancia al precio como criterio de selección del comprador. En el caso de IONMED la actuación de SEPI ha sido la prevista en las “bases”, de tal modo que la adjudicación final se ha producido al oferente que, cumpliendo con los requisitos y verificando todos los aspectos contenidos en las mismas, ha

realizado la oferta económica más elevada. Según el CCP esta adjudicación se adapta plenamente al diseño que ha venido recomendando para este tipo de operaciones y por diferentes motivos. Entre ellos cabe destacar el favorecer la transparencia de la decisión final, así como el de asegurar un trato igualitario (a través de los requisitos mínimos establecidos en las bases) de determinados aspectos que, pudiendo ser importantes para el vendedor, plantean una cierta dificultad a la hora de su cuantificación y comparación entre los distintos oferentes.

En el caso de ENDESA e IBERIA el CCP consideró que para reforzar el principio de la transparencia y de la igualdad de oportunidades, al igual que se hizo en el caso de ALDEASA, SEPI se debería decantar (en su caso) por aquella OPA con una oferta económica superior. Asimismo, debería, en principio, dar preferencia a aquellas ofertas que se realicen en efectivo y descartar, salvo una fuerte justificación, aquellas OPAs que ofrezcan parte del precio a través de acciones.

3. OTRAS ACTIVIDADES DESARROLLADAS POR EL CCP EN 2007

Además de la actividad principal del CCP relativa a la elaboración de dictámenes sobre la adecuación de los procesos de privatización y las propuestas de adjudicación a los principios de transparencia, concurrencia y publicidad el Consejo ha desarrollado otras actividades. Dichas actividades se enmarcan en el apartado noveno 1.b. del Acuerdo del Consejo de Ministros de 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”.

Dentro de esta función se han desarrollado diferentes actividades:

A) En relación con los procesos de privatizaciones, pero bajo el ámbito del citado apartado del Acuerdo del Consejo de Ministros, el Consorcio de Compensación de Seguros ha planteado diversas consultas sobre aspectos concretos del diseño del proceso de venta/privatización del Grupo CRÉDITO Y CAUCIÓN. A lo largo de dicho proceso el Consorcio de Compensación de Seguros ha ido remitiendo al CCP documentación justificativa del desarrollo del mismo y manteniendo reuniones con el CCP con el fin de contribuir a una mayor adecuación a los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

Este tipo de consultas y de envío de información al Consejo con carácter previo a la remisión del expediente definitivo de la operación, permiten al CCP un mejor conocimiento del proceso concreto de venta facilitando, por tanto, la posterior emisión del dictamen preceptivo sobre dicha operación. Al mismo tiempo, tales consultas previas dotan al Consejo de la oportunidad de ofrecer

sugerencias y recomendaciones sobre el diseño y el desarrollo del proceso que pueden ser incorporadas a la propia operación de privatización.

B) Además de las cuestiones relacionadas con operaciones concretas de privatización y bajo el amparo también del mencionado apartado 1.b., el CCP ha informado acerca de otros aspectos de carácter sectorial y de ámbito económico de interés tanto para el propio Agente Gestor como para otros ámbitos económicos del Gobierno, en particular, para la Vicepresidencia Segunda del Gobierno y Ministerio de Economía y Hacienda.

Entre los temas sobre los que el CCP ha expresado sus consideraciones durante 2007 cabe destacar los siguientes:

En primer lugar el CCP elaboró un informe sobre el **sector portuario** en el que se analizaba su situación actual y sus perspectivas de futuro. El sector portuario es un sector dinámico, complejo, con importantes nexos en la cadena productiva y en el que interactúan numerosos agentes económicos, tanto de carácter local como global. Claramente se puede hablar de que dentro de los recintos portuarios existen diversos sub-sectores de actividad. Así, los puertos considerados globalmente pueden constituir monopolios locales dentro de su ámbito de influencia. Por otro lado, en ellos se llevan a cabo múltiples actividades, algunas de las cuales tienen que proporcionarse en régimen de monopolio, aunque otros servicios se pueden proveer de forma competitiva.

Otra forma de competencia es la que tiene lugar entre puertos por determinados tipos de tráfico. Este tipo de competencia se ha visto fomentada en los últimos años a medida que se liberalizaba el comercio, se mejoraba el transporte terrestre, se introducían los puertos en redes logísticas y se aplicaban mejoras en las tecnologías de la información.

En el sector portuario español (y también en el europeo) subsisten determinadas áreas, en las que la competencia es escasa o inexistente, y en las que existe una excesiva rigidez y una importante carencia en la adaptación a las necesidades continuamente cambiante de los mercados.

Una de las reflexiones básicas del informe es la necesidad de que los puertos incrementen su capacidad de adaptación a los cambios y a las nuevas evoluciones que puedan surgir, al mismo tiempo que se les dota de un entorno que incentive la mejora continua de su eficiencia. Entre otros aspectos, ello es decisivo para que se puedan desarrollar actividades de transporte a corta distancia (*short sea shipping*) y las nuevas Autopistas del Mar, que trata de impulsar la Comisión Europea.

Dentro de la experiencia internacional, países como el Reino Unido y Nueva Zelanda han optado por un esquema de privatización total de la propiedad de sus puertos combinada con una reforma radical de la regulación laboral que se venía aplicando a los colectivos de trabajadores de los puertos. En el caso concreto del Reino Unido la privatización se realizó en dos fases. La primera tuvo lugar en los años 1983-1984 mediante la venta de la sociedad *Associated British Ports*, de propiedad estatal, que tenía a su cargo un conjunto de puertos públicos o nacionalizados mediante dos ofertas públicas de venta de sus acciones en bolsa. Complementariamente, en el año 1989 tuvo lugar la derogación del *National Dock Labour Scheme*, un sistema de regulación de empleo de los estibadores, cuyo objeto era ordenar un régimen de trabajo irregular. La segunda fase de la privatización tuvo lugar en el año 1991, con la reforma de la Ley de Puertos que previó la conversión de los *trust ports* en sociedades anónimas. Su aplicación supuso la privatización inmediata de los 14 puertos de este tipo de mayor tamaño, mientras que en el resto su conversión tuvo carácter voluntario. La privatización de puertos en el Reino Unido vino acompañada de la introducción de un sistema de regulación del tipo *price cap* o precios máximos.

En otros países como Holanda, Bélgica o Alemania las reformas portuarias se han orientado no tanto a introducir cambios de la propiedad como a incrementar la autonomía de los puertos, que, en muchos casos, eran administrados por los municipios y no por el Estado. Las reformas han supuesto la creación de sociedades cuyas acciones han seguido bajo poder municipal, aunque han permitido un mayor grado de libertad a los gestores de los puertos para llevar a cabo la gestión corriente. En general los puertos de estos países se están administrando bajo el sistema *landlord*¹¹, lo que ha permitido en muchos puertos un mayor nivel de competencia interna en la prestación de determinados servicios. La pertenencia de estos puertos a diversos propietarios, en la mayor parte públicos, y la calidad de las conexiones intermodales hacia el interior del continente, permiten que exista una fuerte competencia entre puertos.

La entrada generalizada de operadores privados es una importante tendencia que se ha producido generalmente mediante sistemas de concesión para la construcción y gestión de terminales y de licencias para la prestación de servicios. En muchos puertos, entre ellos los españoles, las autoridades portuarias proporcionan muy pocos servicios y centran su actividad en la planificación de la expansión del puerto y en la regulación de los diferentes mercados que se desarrollan en su interior.

Por otro lado, el CCP elaboró durante 2007 un Informe referido a las **agencias reguladoras sectoriales**. En las últimas décadas se ha venido generalizando en Europa la creación de agencias sectoriales que tienen como objetivo regular sectores económicos con alguna restricción a la competencia,

¹¹ En este sistema la autoridad portuaria es la propietaria de las infraestructuras, si bien las empresas privadas tienen la propiedad de las superestructuras (edificios, grúas, maquinaria). El papel de la Autoridad Portuaria en estos casos es el de planificar las infraestructuras y disponer las concesiones para que las empresas privadas edifiquen y exploten las terminales portuarias.

asegurando su correcto funcionamiento. Su aparición ha ido unida, en gran medida, a la liberalización y privatización de los servicios públicos, siendo la función principal de estas agencias garantizar el desarrollo de la competencia real y efectiva en tales mercados.

Sin embargo, la proliferación de estas agencias sectoriales de regulación ha dado lugar a una amplia diversidad en el ámbito internacional, tanto en la estructura como en las funciones desarrolladas por tales órganos. El informe se centra, únicamente, en las agencias “sectoriales” (o “multisectoriales”), esto es, aquellas que se crean cuando un sector que tiene unas determinadas características (monopolista tradicional, elevado grado de concentración o segmentos con características de monopolio natural, como los sectores de red) es liberalizado. En este punto las agencias reguladoras tendrían un papel fundamental tanto en incrementar la credibilidad de esta política pro-competencia como en fortalecer las garantías de que se va a aplicar e interpretar de una manera continuada y consistente a lo largo del tiempo. En definitiva, el objetivo fundamental de estas agencias, es el de fomentar en el medio y largo plazo la competencia efectiva (y también la potencial, disminuyendo barreras a la entrada) en el sector.

La experiencia parece demostrar que en este tipo de mercados, la mera liberalización no es suficiente para generar un incremento sustancial de la competencia en el sector, sino que es necesario, además, una política activa de promoción y defensa de la competencia. El informe desarrolla la idea de que la liberalización de estos sectores suele producir un proceso de sustitución de barreras a la competencia. Es decir, al mismo tiempo que se eliminan las “barreras legales” se van levantando “barreras estratégicas” debido al comportamiento de los operadores dominantes que ponen en práctica estrategias anticompetitivas destinadas a impedir o dificultar la entrada de nuevos competidores. Estas estrategias, que revisten características muy diferentes según el sector de que se trate, pueden llegar a ser muy complejas,

difíciles de detectar y, aun más, de probar, pero, en la práctica, tienen una eficacia igual o superior a las barreras legales. En ocasiones, ni siquiera se tienen que poner en práctica, ya que bastaría la “amenaza” implícita de su existencia para que surtan efecto.

Una de las principales y más difíciles tareas de las Agencias Regulatorias independientes sería precisamente tratar de evitar estas actuaciones restrictivas de la competencia. La literatura especializada resalta las dificultades que afrontan los reguladores cuando se enfrentan a los enormes recursos con los que suelen contar los operadores dominantes.

Entre los argumentos generalmente esgrimidos en la literatura para la creación de este tipo de órganos reguladores se encuentra su potencial capacidad para generar mayor confianza y credibilidad sobre la aplicación consistente y continuada del marco regulatorio. Efectivamente, parece que la creación de este tipo de órganos de regulación presenta algunas ventajas importantes respecto al modelo precedente, donde el desarrollo y aplicación del modelo regulatorio eran funciones desarrolladas por una Dirección General o un departamento dentro del Ministerio del ramo. Concentrar este tipo de actividades regulatorias en una entidad “independiente” tiene la ventaja de alejarlas de la lógica partidista y de los objetivos vinculados al ciclo electoral. Además junto a la independencia de estos organismos y las potenciales ventajas derivadas de la misma, estas agencias de regulación pueden contribuir a fomentar la credibilidad de la política regulatoria en mayor medida que si tales funciones recayesen en un departamento de la propia administración. Otras razones teóricas apuntadas en la literatura para la creación de este tipo de órganos serían la complejidad y carga técnica de los temas abordados por los mismos o el interés por minimizar costes políticos.

Pero lo cierto es que al analizar las características esenciales de estas agencias regulatorias, se observa que no siempre se adaptan a los

requerimientos que, desde un punto de vista teórico, posibilitarían la obtención de los objetivos para los que fueron creadas, por lo que el resultado de su funcionamiento puede alejarse de las potenciales ventajas derivadas de su existencia. Por ello, en este Informe se buscaba poner de manifiesto cuáles son las principales debilidades de las que adolecen tales agencias no solo en España, sino también en el ámbito internacional y los problemas que pueden derivarse de tales deficiencias organizativas y/o funcionales.

Posteriormente, sobre la base de tales limitaciones se ha tratado de recoger de forma sintetizada una serie de recomendaciones o “buenas prácticas” en la creación de organismos de regulación sectoriales. Tales recomendaciones se refieren a aspectos como su diseño organizativo, el poder regulatorio y las funciones atribuidas a estas agencias, el necesario fomento y garantía de su independencia, tanto del poder político como de las propias empresas reguladas que actúan en el sector, así como del incremento de la credibilidad y responsabilidad en sus actuaciones.

El objetivo fundamental de tales recomendaciones sería el de contribuir a incrementar la credibilidad y la reputación de las propias Agencias, siendo uno de los principales instrumentos el de reforzar su independencia, ya que se considera que es un punto esencial respecto al diseño de este tipo de órganos. En todo caso, es importante tener en cuenta que aunque el diseño institucional pueda favorecer un mayor grado de independencia, en última instancia, la actitud y el respeto del propio Gobierno hacia el funcionamiento de estos organismos es una de las variables más importantes para un adecuado funcionamiento de los mismos.

Otro de los informes de este tipo elaborados en 2007 es el referido al **sector postal**, en el que se analiza la importante evolución experimentada en los últimos años por dicho mercado en Europa al tiempo que, basándose en tal experiencia, se busca extraer algunas indicaciones aplicables al caso español.

El factor principal que ha impulsado dicho cambio es el proceso de liberalización progresiva impulsado desde la Unión Europea y que pretende culminar con la apertura total del sector a la competencia en enero de 2011. Paralelamente, el desarrollo de las nuevas tecnologías de comunicación ha propiciado también una transformación no solo en la demanda de servicios postales sino en el propio desarrollo de los mercados. Como consecuencia de todo ello, la mayor parte de los países europeos han emprendido un proceso de reforma de su modelo postal, que afectan tanto al marco regulatorio aplicable en el sector como al modelo de propiedad de sus operadores postales.

El proceso de apertura gradual del mercado a escala europea se inicia con la Directiva Postal de 1997 y, posteriormente, la Directiva de 2002 establece el calendario de liberalización del sector. Pese al citado calendario, el análisis de la experiencia internacional pone de manifiesto el mantenimiento de notables diferencias en el grado de apertura del mercado postal entre los países europeos. En todo caso, dicho proceso de apertura gradual ha facilitado en Europa el desarrollo de la competencia en el sector que afectaría a todas las áreas del mercado. Sin embargo, el hecho de que el segmento postal tradicional se haya prestado tradicionalmente en régimen de monopolio legal ha hecho que, pese a la liberalización, el grado de competencia real en éste ámbito sigue siendo muy limitado en prácticamente todos los países europeos.

Junto al proceso de apertura, la Directiva exigía a los países europeos nombrar una autoridad nacional de regulación independiente para el sector. Aunque todos han cumplido con tal exigencia, el análisis de tales órganos pone de manifiesto la existencia de notables diferencias en su estructura, funciones y grado de independencia. Mientras algunos como el británico se caracterizan por un elevado nivel de independencia, otros como los de España e Italia, mantienen una fuerte vinculación con el Departamento Ministerial correspondiente, al cual también estaría adscrito el operador público.

Por otro lado, los operadores postales encargados de la prestación del servicio también han sufrido una importante transformación, pasando de ser parte de la Administración a convertirse en sociedades comerciales. Además, el incremento de la presión competitiva ha impulsado medidas de reestructuración del negocio en estos operadores en un intento de mejorar su nivel de eficiencia. Esto ha favorecido la diversificación e internacionalización de actividades, así como el desarrollo de diferentes procesos de reestructuración laboral. Pero a diferencia de lo que ocurre en otros sectores, se observa una limitada experiencia privatizadora de los operadores públicos. Aunque algunos países, como Bélgica, Dinamarca o Austria han llevado a cabo privatizaciones parciales, solo Holanda y Alemania han privatizado mayoritariamente el capital de sus operadores postales. Entre las razones de esta limitada experiencia se encontrarían el mantenimiento del servicio postal universal, el elevado número de empleados y el poder sindical, o las condiciones de desregulación aplicadas al mercado con posterioridad a la venta. Ello no debe obviar, en todo caso, los efectos positivos generados sobre los dos operadores postales que han llevado a cabo una privatización mayoritaria de su capital.

Junto a las principales tendencias del sector postal europeo en los últimos años, el Informe analiza el modelo regulatorio de este sector. Entre los aspectos regulatorios esenciales cabe destacar, por las implicaciones que ambos pueden tener de cara a la total liberalización del mercado, los relativos al mantenimiento del servicio postal universal y a las condiciones de acceso a la red postal pública. Respecto al primero, el informe señala que el origen de tal obligación era asegurar la prestación de los servicios postales con unos niveles de calidad predefinidos, accesibles a todos dentro de la UE de forma permanente, transparente y no discriminatoria y a un precio asequible. Sin embargo, en un entorno liberalizador la progresiva eliminación de las áreas reservadas ha venido a poner de manifiesto que la garantía de prestación del

servicio universal no pasa necesariamente por el mantenimiento de un área reservada. Es más, existen ciertas evidencias que llevan a pensar que la eliminación del área reservada podría incluso mejorar el citado servicio universal. Algunos países, de hecho, ya han analizado (e incluso implementado) distintas posibilidades para compatibilizar el servicio postal universal y la total liberalización del mercado.

Y junto al mantenimiento de la obligación de servicio universal, se destaca también la importancia de la apertura de la red postal pública a los nuevos competidores que entran en el mercado como otro aspecto regulatorio esencial para favorecer el aumento de la competencia en el mercado. La Directiva Postal no recoge una regulación específica de acceso a la red postal, si bien exige que el proveedor del servicio universal deba facilitar el acceso de forma transparente y no discriminatoria, y que los precios de tales accesos se fijen en función de los costes evitados para el proveedor universal.

Con todo, pese a la existencia de un marco normativo común, es posible extraer notables diferencias entre los miembros en función tanto del grado de liberalización del mercado postal como del modelo de gestión y propiedad aplicado. Por ello, en el Informe se seleccionan algunos de los ejemplos más representativos de modelo postal, incluyendo una descripción de las características esenciales de los mismos.

Tomando como base los modelos postales existentes en Europa y el modelo regulatorio derivado de las Directivas comunitarias, el Informe analiza el caso español. España ha venido aplicando el calendario de liberalización previsto por la legislación europea, trasponiendo a la legislación sectorial española el contenido básico de la Directiva europea. El nivel de competencia y, sobre todo, de apertura del mercado español puede considerarse, en algunos segmentos, elevado en relación con el observado en muchos de los países de nuestro entorno, ya que, por ejemplo, el correo doméstico urbano

está liberalizado, y lo mismo ocurre con el correo directo. Sin embargo, al analizar el nivel de competencia real existente en el mercado postal tradicional es muy limitado, manteniéndose un fuerte dominio del proveedor del servicio universal.

El Informe destaca que para el desarrollo de la competencia efectiva y potencial en este ámbito no bastaría únicamente con promulgar su liberalización. Desde el punto de vista teórico, cuando un sector se abre a la competencia y existe un operador con claro dominio del mercado, éste dispone de numerosas estrategias para levantar barreras a la entrada y al crecimiento de nuevos competidores. Estas estrategias son diferentes para cada sector y, en ocasiones, complejas de detectar y/o probar. Basándose en tales consideraciones, así como en la experiencia postal internacional, el CCP plantea en su Informe sobre el sector algunas recomendaciones aplicables al mercado postal español que puedan facilitar su desarrollo futuro.

Finalmente, el CCP realizó un Informe acerca del **transporte de mercancías por ferrocarril**. En el caso español el principal problema que presenta su desarrollo es que en el último cuarto de siglo no ha sido capaz de incrementar el volumen de mercancías transportado. Ello supone que la cuota de mercado del ferrocarril de mercancías ha caído en más de la mitad (desde el 11% de 1990 hasta situarse por debajo del 5% en 2006).

En los países de la UE, en su conjunto, también se observa una reducción del peso del ferrocarril en el transporte de mercancías, pero en una magnitud mucho menor (su cuota de mercado retrocede solo dos puntos en la última década, hasta situarse en el 10%).

Sin embargo, diferentes países tanto fuera de Europa (como Estados Unidos, Australia o México) pero también en Europa (como el Reino Unido) han podido revertir esta tendencia y lograr que el transporte de mercancías por

ferrocarril crezca a tasas superiores a las del transporte por carretera. Así, por ejemplo, en Estados Unidos la cuota del ferrocarril ha pasado del 30% en 1980, fecha en que se inicia la desregulación, al 40% en 2004. En el Reino Unido, la cuota de mercado del ferrocarril en el transporte de mercancías se ha incrementado en un 50% a lo largo de los últimos 10 años siendo el país europeo en el que más rápidamente se ha incrementado el transporte de mercancías por ferrocarril en la última década.

El menor uso relativo del ferrocarril supone que España esté soportando, para el mismo volumen de mercancías, unas “externalidades negativas” o “costes externos” mucho mayores.

Efectivamente, la racionalidad del fomento del ferrocarril se fundamenta en que es el medio de transporte que genera menos costes externos o externalidades negativas (con la excepción del transporte por tubería), ya que según algunos informes el transporte de mercancías por carretera tendría unos costes externos cinco veces superiores al transporte ferroviario (y ello sin contar con los costes de congestión ni los relativos al uso y reposición de infraestructuras).

Entre los países que han conseguido potenciar de manera significativa el transporte de mercancías por ferrocarril hay ejemplos de integración vertical – donde el propietario de la infraestructura ofrece los servicios de transporte– (como Estados Unidos, Canadá o México) y también de separación vertical – separación entre propietario de las infraestructuras y prestador de servicios de transporte– (como el Reino Unido).

A partir de los años ochenta los países de la Europa continental han tratado de reestructurar y racionalizar sus operadores públicos de ferrocarril como medida para impulsar sus sistemas ferroviarios. Sin embargo, a menudo, a pesar de los esfuerzos realizados, el transporte de mercancías por ferrocarril

no ha conseguido avances y, en muchos casos, ha seguido retrocediendo frente a otros modos de transporte como la carretera. Ante el estancamiento o el retroceso del transporte ferroviario de mercancías a principios de los años ochenta comienza a tomar forma una política conjunta de la UE para el sector ferroviario.

Esta política ha estado orientada a conseguir la separación vertical entre infraestructura y empresas de transporte por ferrocarril, en combinación con el acceso obligatorio a la red a otros operadores, como medidas para incrementar la competencia en el sector. La UE también ha centrado sus esfuerzos en establecer unas normas y unos estándares comunes que permitan la interoperabilidad de las compañías fuera de sus fronteras, a lo largo de las distintas redes de transporte nacionales. Esta política ha tenido éxito en los aspectos de segregación vertical, aunque mucho menos en los otros aspectos (incremento significativo de la competencia e interoperabilidad internacional).

En el modelo ferroviario desagregado verticalmente y con un régimen de acceso obligatorio los distintos operadores de trenes independientes (del gestor de infraestructuras) pueden acceder a los surcos ferroviarios para realizar ofertas a potenciales clientes. Este modelo de separación de las infraestructuras de los operadores de ferrocarril puede tener su racionalidad en el concepto de monopolio natural y puede constituir la base de un modelo que permita el desarrollo de la competencia, como ha ocurrido en el sistema ferroviario británico.

Sin embargo, el mismo modelo del Reino Unido muestra que para que se genere un modelo competitivo es necesaria una decidida, sostenida y estable política de fomento de la competencia que sea creíble, con el fin de dar confianza a los nuevos operadores, algo que no ha ocurrido, hasta la fecha, en otros casos como el de Francia o el de España.

CCP

ANEXO 1

**OPERACIONES INFORMADAS POR EL CCP
EN 2007**

POSIBLE VENTA DE LAS PARTICIPACIONES DE SEPI EN ENDESA E IBERIA MEDIANTE OPA

I. INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha sido informado, por parte de SEPI, sobre su intención de incluir la OPA como uno de los posibles métodos de venta de las participaciones minoritarias que mantiene en:

- ENDESA, S.A. (2,95% del capital)
- IBERIA LINEAS AEREAS DE ESPAÑA, S.A. (5,16% del capital)

Ambas participaciones proceden de la opción de sobreadjudicación (habitualmente conocida como “*Greenshoe*”) no ejercitada en las respectivas OPVs.

En abril de 2005 el CCP emitió dictamen sobre el sistema de venta previsto para la posible venta de las participaciones minoritarias de SEPI en ALTADIS, ENDESA e IBERIA mediante la ejecución de una venta en bloque (a través de un “*bought deal*” – venta a una entidad financiera a un precio cerrado para su posterior colocación entre inversores –, o de un “*bookbuilding*” acelerado –colocación a inversores institucionales mediante una prospección previa de la demanda durante un breve período de tiempo –). En el presente dictamen se emite la opinión del Consejo sobre la posible venta de las participaciones de ENDESA e IBERIA a través de la aceptación de una OPA que pudiera presentarse en el futuro.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

2.1.- En la actualidad, SEPI mantiene una participación minoritaria en el capital de ENDESA (2,95% del capital) e IBERIA (5,16% 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 (concretamente en 1998 y 1999, respectivamente). El CCP emitió los correspondientes dictámenes sobre ambas OPVs, para las cuales se recibió, además, autorización del Consejo de Ministros.

2.2.- En abril de 2005 el CCP emitió un dictamen sobre el “sistema de seguimiento y valoración” previsto para proceder a la venta de las participaciones minoritarias en ALDEASA, ALTADIS, ENDESA e IBERIA.

En principio el sistema propuesto para la venta de las cuatro participaciones residuales era una venta en bloque (a través de un “*bought deal*” o “*bookbuilding*” acelerado). En aquella ocasión ALDEASA estaba inmersa en un proceso de OPAs, por lo que SEPI aprovechó esta operación para desprenderse de su participación en dicha compañía. Por ello, en ese caso, el CCP emitió su opinión sobre esta posibilidad de venta mediante OPA.

2.3.- Finalmente, SEPI adjudicó las acciones de ALDEASA a la oferta competidora en la OPA que presentaba mejores condiciones desde el punto de vista financiero. Además, se procedió a la venta de la participación en ALTADIS mediante el sistema de venta en bloque, manteniendo la propiedad de las dos participaciones restantes (ENDESA e IBERIA).

2.4.- Tanto ENDESA como IBERIA podrían encontrarse inmersas en sendos procesos de adquisición mediante OPA, sobre los que, llegado el

momento, SEPI deberá pronunciarse aceptando o rechazando las posibles ofertas planteadas.

2.5.- Habida cuenta de que el dictamen del CCP sobre los procesos de venta de las participaciones minoritarias de ENDESA e IBERIA no contemplaba la venta a través de una OPA, en abril de 2007 SEPI propone a su Consejo de Administración incluir la modalidad de venta mediante OPA como adicional a los ya autorizados de venta en bloque. El Consejo de SEPI aprueba tal inclusión.

2.6.- El 8 de mayo de 2007 SEPI remite al Consejo documentación acerca del proceso descrito en base a la cual el CCP emite el presente dictamen.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

1. Sobre la necesidad de emisión de dictamen por el CCP

Como se ha comentado en el apartado anterior, en 2005 el CCP emitió dictamen sobre la posible venta de las participaciones de SEPI en ENDESA e IBERIA, así como en ALDEASA y ALTADIS, a través del método de venta en bloque. En concreto, entre los sistemas de venta en bloque se planteaban 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.

Debido a la evolución de los mercados, SEPI ha aprobado en su Consejo de Administración, incluir entre los posibles métodos de venta autorizados, el de la aceptación de un proceso de OPA.

Este sistema de venta no estaba entre los previstos inicialmente cuando el CCP emitió su dictamen. Es por ello por lo que, en opinión del Consejo, se requiere la emisión de este dictamen sobre la adaptación del nuevo sistema de venta a los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

Existe un antecedente de situación asimilable a la actual en la que, ante el cambio en el método inicialmente previsto para la venta, el Consejo procedió a la emisión de un nuevo dictamen sobre la operación de enajenación.

Tal es el caso de la participación residual de SEPI en ALDEASA. Sobre esta empresa, el CCP emitió dictamen en 1998 sobre la propuesta de venta de SEPPa de su participación residual (junto a las de TELEFÓNICA y TABACALERA) a través de un sistema de venta en bloque (*"bought deal"* o *"bookbuilding"* acelerado), operación que recibió, asimismo, la aprobación del Consejo de Ministros. Con tal autorización SEPPa procedió a la venta de TELEFÓNICA, pero mantuvo en su cartera las participaciones en ALDEASA y TABACALERA. Posteriormente, en 2005, SEPI se plantea de nuevo la venta de tales participaciones mediante un sistema de venta en bloque similar al anterior, sin embargo, ante la apertura de un proceso de OPA sobre ALDEASA, se decide excluir a esta empresa del sistema de seguimiento para la venta en bloque previsto y proceder a la venta de su participación dentro del citado proceso de OPAs.

Ante la modificación del sistema de venta sobre el cual se había dictaminado, el CCP emitió su opinión sobre la venta de las acciones de ALDEASA utilizando el proceso de OPAs en marcha. En aquella ocasión se utilizó el dictamen sobre la propuesta de SEPI de proceder a la venta de sus

participaciones minoritarias en ALTADIS, ENDESA, e IBERIA en el que se incluyó un apartado específico sobre esta venta de ALDEASA.

2. Sobre la utilización del método de OPA como sistema de privatización

Como se ha comentado, SEPI se plantea disponer de las autorizaciones necesarias para que, entre los sistemas de venta que pueda utilizar para la enajenación de las acciones de ENDESA e IBERIA se encuentre el de aceptar una OPA que, en su caso, pueda presentarse.

En principio el CCP no se había mostrado partidario de utilizar el sistema de OPAs para la venta de empresas públicas en aquellos casos en el que el porcentaje del capital en venta fuera significativo (pudiendo influir en la mayoría de control) y cuando la iniciativa estuviera en la parte del vendedor. En estos casos, el CCP había señalado diferentes debilidades del sistema de OPAs desde el punto de vista de los principios por los que tiene que velar.

Sin embargo, el caso que nos ocupa (al igual que ocurría con la venta de la participación en ALDEASA) presenta importantes diferencias con el señalado en el párrafo anterior. Así, la iniciativa de presentación de OPAs es ajena a SEPI y, por tanto, su papel se limitaría a rechazar o aceptar la oferta presentada sin influir en la determinación de las condiciones de su presentación.

Asimismo, en los casos de ENDESA e IBERIA la participación de SEPI es minoritaria, por lo que es previsible que su decisión ejerza una escasa influencia sobre el resultado final del proceso de toma de control. Por tanto, desde el punto de vista de SEPI sería una decisión en la que, prácticamente, solo influirían factores financieros.

Por todo ello, y teniendo en cuenta la normativa que regula las OPAs, el CCP considera que la aceptación de una OPA por parte de SEPI para la venta de sus participaciones en ENDESA e IBERIA se adapta a los principios de publicidad, concurrencia y transparencia. Adicionalmente, se considera positivo que los gestores de SEPI cuenten con las autorizaciones necesarias para que puedan aceptar una OPA en marcha, en caso de que consideren que se trata de una oferta beneficiosa.

Si bien para reforzar el principio de la transparencia y de la igualdad de oportunidad se considera que SEPI, al igual que hizo en el caso de ALDEASA, se debería decantar (en su caso) por aquella OPA con una oferta económica superior. Asimismo, debería, en principio, dar preferencia a aquellas ofertas que se realicen en efectivo y descartar, salvo una fuerte justificación, aquellas OPAs que ofrezcan parte del precio a través de acciones.

Finalmente, el CCP solicita que SEPI elabore un informe sobre las decisiones adoptadas y lo remita a este Consejo.

IV.- CONCLUSIONES

El CCP considera que la inclusión de la OPA como uno de los métodos previstos para la posible venta de las participaciones que SEPI posee en ENDESA S.A. e IBERIA LÍNEAS AÉREAS DE ESPAÑA S.A. cumple con los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia; al tiempo que solicita la remisión, en su momento, de la información referente a la liquidación de ambas operaciones de venta.

Junio, 2007

PRIVATIZACIÓN DE IONMED ESTERILIZACIÓN S.A.

I. INTRODUCCIÓN

En 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 enajenación del 99,65% del capital de IONMED ESTERILIZACIÓN S.A. (en adelante IONMED), en la que ENUSA (participada por SEPI en un 60%, siendo el CIEMAT¹² el otro accionista) posee el 55,87% del capital. La venta se realizaría a la sociedad IONISOS S.A.S, con sede en Francia, por un precio de 5.079.858 euros.

IONMED, creada en 1995 y con sede social en Madrid, es una empresa dedicada al tratamiento de productos mediante la tecnología de la ionización por electrones acelerados, para lo que dispone de una planta de ionización situada en Tarancón (Cuenca). Junto a la participación mayoritaria de ENUSA (Grupo SEPI), son accionistas de IONMED: WeCare, S.A. (10,81%), Multisuministros, S.A. (10,81%), Grupo Eulen (8,11%) y Proinsa (8,11%), repartiéndose el 6,28% restante entre un grupo de empleados de ENUSA.

El 20 de diciembre de 2006, como paso previo al inicio del proceso de venta, los accionistas de IONMED alcanzaron un acuerdo de venta conjunta, por el que otorgaron un mandato irrevocable a favor de SEPI para la venta de sus acciones. El plazo del mandato era de un año, prorrogable por seis meses

¹² El CIEMAT (Centro de Investigaciones Energéticas, Medioambientales y Tecnológicas) es un organismo público de investigación adscrito al Ministerio de Educación y

más, debiendo aprobarse las Bases del Proceso antes del 20 de junio de 2007 y firmarse el contrato de compraventa antes del 31 de julio de este mismo año. En total, con la posterior adhesión de otros accionistas minoritarios en marzo de 2007, este acuerdo fue suscrito por el 99,65% del capital de IONMED.

II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO DE PRIVATIZACIÓN

Como paso previo a la apertura del proceso de venta, la Junta General de Accionistas de IONMED aprobó el 11 de diciembre de 2006 una modificación estatutaria por la cual los accionistas de la empresa renunciaban al ejercicio del derecho de adquisición preferente que, hasta esa fecha, contemplaban los Estatutos.

El 15 de diciembre de 2006 se inicia formalmente el proceso de privatización con la aprobación por el Consejo de Administración de SEPI de una lista de once entidades a convocar para el puesto de asesor, así como de los criterios y el baremo aplicables en el correspondiente concurso. Seis de las entidades invitadas a participar en el proceso renunciaron a presentar propuesta de colaboración, recibándose dentro del plazo previsto cinco ofertas de asesoramiento, que fueron valoradas aplicando el baremo previamente aprobado. Como resultado de dicho proceso, el 26 de enero de 2007 el Consejo de SEPI autorizó la contratación de Banesto como asesor de la operación, firmándose el 1 de marzo el contrato de arrendamiento de servicios entre ambas partes.

Las Bases del Proceso fueron aprobadas por el Consejo de Administración de SEPI el 30 de marzo de 2007, publicándose la apertura

Ciencia.

formal del proceso para posibles interesados el 13 de abril tanto en la página web de SEPI como en tres periódicos económicos españoles. Paralelamente, entre el 11 y el 13 de abril el asesor contactó con 231 potenciales interesados a los que se les remitió carta de invitación al proceso, junto con información de la compañía en venta y modelos de la documentación requerida para acceder a las siguientes fases de la operación.

Dentro del plazo previsto al efecto 17 candidatos manifestaron su interés en participar en el proceso, firmando el acuerdo de confidencialidad y remitiendo la documentación solicitada. Una vez analizada la misma, se constató la necesidad de solicitar subsanación de tal documentación a 12 de los candidatos, hecho que les fue comunicado el 3 de mayo procediéndose a la apertura de un plazo a tal efecto que vencía el día 18 de ese mismo mes.

Estudiada la documentación de subsanación presentada, se constató la exclusión de cinco candidatos que no habían cumplido inicialmente los requisitos solicitados, ni habían subsanado correctamente las deficiencias observadas. El 22 de mayo se remitió a estas cinco entidades una carta comunicándoles su exclusión del proceso. Asimismo, el 21 de mayo se envió a los 12 interesados restantes el Cuaderno de Venta de la compañía, que incluía las Bases del Proceso.

Para el acceso a la siguiente fase del proceso (*Data Room*, visitas a las instalaciones y entrevista con el equipo directivo), los candidatos debían realizar un depósito de 30.000 euros. En este punto del proceso, cinco candidatos renunciaron a continuar en el mismo, mientras que los siete restantes cumplieron con tal requerimiento. El día 1 de junio otro de los candidatos que habían realizado el depósito solicitado comunicó su retirada del proceso.

La fase de *Data Room* se celebró el 4 y el 14 de junio de 2007 y en ella participaron seis potenciales adquirentes. El 11 de junio, tras realizar el *Data Room*, otro de los candidatos renunció a continuar en el proceso de venta.

En contestación a las preguntas surgidas durante la fase de información descrita, el 27 de junio se remitió a los cinco candidatos que seguían interesados en el mismo las respuestas a las citadas cuestiones, así como información complementaria sobre la operación. Adicionalmente, en esa misma fecha se envió a los cinco interesados una carta informándoles de la forma, estructura y plazos para la presentación de la Oferta Vinculante, al tiempo que se les hizo llegar el borrador de contrato de compraventa sobre el cual podían plantear comentarios, así como el modelo de documento para la aceptación de los términos del mismo y la asunción de los requisitos mínimos exigidos.

Para aportar comentarios al borrador de contrato se fijó como fecha límite el 4 de julio. Recibidos y analizados dichos comentarios, el 11 de julio se les remitió el modelo definitivo del contrato de compraventa, acompañado de información complementaria sobre el proceso.

El 5 de julio los accionistas de IONMED firmaron una ampliación del mandato y un poder otorgado a SEPI autorizando que pudiera continuar representando a los accionistas con posterioridad a la firma del contrato de compraventa en lo que se refiere a las obligaciones y actuaciones que corresponden al vendedor en materia de contingencias, así como en cuanto al control del cumplimiento de los requisitos mínimos comprometidos por el comprador.

El 16 de julio el asesor del proceso presenta el informe de valoración de IONMED.

Dentro del plazo previsto a tal efecto, que vencía el 18 de julio de 2007, se recibieron 3 Ofertas Vinculantes, que fueron abiertas ante Notario el 19 de julio. En esta misma fecha se remitió comunicación a uno de los oferentes para que, en el plazo previsto en las Bases, subsanara determinadas deficiencias documentales observadas en su oferta.

Una vez analizadas las ofertas presentadas, el Consejo de Administración de SEPI, en su reunión del 27 de julio de 2007, acordó la adjudicación del 99,65% del capital de IONMED a la compañía IONISOS S.A.S por un precio de 5.079.858 euros, asumiendo asimismo el adquirente el cumplimiento de los requisitos mínimos establecidos en el proceso. El 31 de julio se firmó el contrato de compraventa entre ambas partes.

El día 1 de agosto de 2007 el Expediente-Propuesta de Enajenación de IONMED fue remitido al Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) para que procediese a la emisión del correspondiente Dictamen.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

A) SOBRE EL PAPEL DE SEPI COMO AGENTE GESTOR EN EL PROCESO

En esta operación, antes de la apertura formal del proceso, los accionistas de IONMED otorgaron mandato a SEPI para la realización de las acciones necesarias para la venta de la empresa, asumiendo ésta última, en consecuencia, las funciones de “Agente Gestor” del proceso. Posteriormente dichas funciones fueron ampliadas para incluir también las relativas al control del cumplimiento de los requisitos asumidos por el adquirente con posterioridad

a la firma del contrato de compraventa. Como parte de dicho acuerdo, SEPI recibirá por el desarrollo de tales funciones una comisión de gestión del 0,5% sobre el importe final de la venta, asumiendo los mandantes el resto de los gastos generados por el proceso.

Se considera positiva esta actuación, ya que permite la venta de la práctica totalidad de la empresa en una única operación y en igualdad de condiciones para todos los accionistas, al mismo tiempo que facilita la labor de los potenciales compradores, incrementando de este modo el atractivo de la operación.

B) SOBRE LA SELECCIÓN DEL ASESOR / VALORADOR Y SUS FUNCIONES

1. Separación de asesor y valorador

En el proceso desarrollado para la venta de las acciones de IONMED, las funciones de asesoramiento y valoración de la empresa han sido desarrolladas por una misma entidad. En este sentido, cabe recordar que el CCP ha insistido en repetidas ocasiones en la conveniencia de separar ambas funciones en entidades independientes, ya que con ello se favorece una mayor objetividad en la valoración, al tiempo que se evita la aparición de posibles conflictos de interés entre ambas funciones. Sin embargo, el Consejo es consciente de que en este caso concreto, el reducido tamaño de la operación, así como la concurrencia existente entre los potenciales compradores, son factores que podrían justificar la decisión de SEPI de no separar ambas funciones.

En todo caso, se recuerda que en este tipo de situaciones una posible alternativa de menor coste para el vendedor es el sometimiento del informe de valoración del asesor a una *fairness opinion* por parte de una entidad especializada e independiente, posibilidad que no ha sido considerada en esta operación.

2.Sobre la preselección de entidades para el concurso

El CCP siempre ha recomendado que, para paliar las limitaciones que el desarrollo de convocatorias limitadas puede tener sobre la concurrencia en este tipo de concursos, el número de candidatos preseleccionados sea lo más amplio posible y que, adicionalmente, la citada preselección se encuentre debidamente justificada, con el fin de permitir que la posterior competencia entre ellos se establezca sobre bases objetivas.

La necesidad de justificar suficientemente la realización de convocatorias limitadas en los concursos adquiere mayor importancia, si cabe, en situaciones como la de este proceso, considerando que el grado de desistimiento de las entidades preseleccionadas ha sido elevado (superior al 50%). En todo caso, el número de entidades invitadas a participar en el proceso se considera suficiente, si bien siempre resulta conveniente justificar los criterios considerados para realizar la preselección.

3.Sobre los criterios de selección del asesor/valorador

A la hora de valorar las propuestas de asesoramiento presentadas por los candidatos, el CCP ha insistido repetidamente en la conveniencia de ponderar especialmente los criterios más objetivos de los baremos y, en especial, el precio ofertado por los candidatos, ya que con ello se contribuye a

fomentar la transparencia del proceso y la objetividad de la selección final del asesor. Al mismo tiempo, una mayor competencia en precio entre los candidatos redundaría en un menor coste de este servicio para el vendedor.

En esta operación, en línea con lo que es habitual en este tipo de procesos, la selección del asesor se hizo depender no sólo del precio ofertado por el servicio sino también de otros criterios, tales como la experiencia acumulada, el conocimiento del sector, el diseño de la operación o el equipo de asesoramiento propuesto por los candidatos, aspectos todos ellos que llevan aparejada una cierta carga subjetiva a la hora de su baremación. Una vez valoradas las propuestas según el baremo previamente definido, se acuerda la selección de Banesto, cuya oferta obtiene la puntuación global más elevada.

Tras el análisis de la información remitida, se considera que SEPI ha realizado un esfuerzo importante en la cuantificación de los criterios más subjetivos del baremo, justificando suficientemente la puntuación asignada a las distintas ofertas en cada uno de tales aspectos.

Por su parte, se recomienda elevar, en alguna medida, la ponderación de la oferta económica e incluir en la carta de convocatoria remitida a los preseleccionados el orden de importancia de los diferentes criterios del baremo. Esta recomendación no supone necesariamente hacer públicos los baremos aplicados por el Agente Gestor, sino únicamente la importancia asignada a los distintos aspectos valorados en el baremo.

4.Sobre el informe de valoración

El asesor presenta el informe de valoración de la compañía antes de la recepción de las Ofertas Vinculantes de compra, en línea con lo recomendado por el CCP para evitar la posible influencia de tales ofertas en el valor final

estimado para la empresa.

El asesor aplica como método fundamental el descuento de flujos de caja, considerándose adicionalmente la técnica de múltiplos de transacciones comparables como metodología de contraste. En concreto, para la estimación del valor de IONMED se plantean tres posibles escenarios en los que se consideran distintas posibilidades de desarrollo futuro de la empresa, si bien a efectos de la estimación del valor sólo se tienen en cuenta los dos primeros, dada la escasa viabilidad atribuible - en opinión del asesor - al tercero de tales escenarios. Adicionalmente, para cada una de estas posibles situaciones futuras, el asesor realiza un análisis de sensibilidad del valor de la empresa en función de diferentes tasas de crecimiento a perpetuidad, primas de riesgo, betas y coste de los recursos propios aplicables en cada caso.

El CCP ha subrayado en diferentes ocasiones la importancia que tiene la debida justificación de las hipótesis y los supuestos asumidos por los valoradores en sus informes, dada la elevada carga subjetiva que todo informe de valoración lleva inevitablemente aparejada. En este caso, el Consejo considera que el informe sobre IONMED es adecuado y suficientemente claro (con alguna excepción, como determinados aspectos utilizados para el cálculo de la tasa de descuento), habiéndose aportado una explicación suficiente de las diferentes hipótesis y/o estimaciones asumidas en el mismo.

5. Sobre la existencia de un informe del asesor en relación con la adjudicación

Entre las funciones del asesor, este Consejo ha recomendado la realización de un informe en el que incluya su opinión sobre diferentes aspectos de la operación y, en especial, sobre la justificación y razonabilidad de la elección de la oferta adjudicataria. En el caso que nos ocupa, a diferencia

de lo que viene siendo habitual en las últimas operaciones de privatización desarrolladas, el asesor no ha elaborado tal informe. Si bien el CCP insiste nuevamente en los efectos favorables que la elaboración del mismo puede tener, en términos generales, sobre el nivel de transparencia deseable en este tipo de operaciones, también es consciente de que, con un diseño del proceso como el previsto, en el que la adjudicación final se basa únicamente en la oferta económica presentada por los interesados, la necesidad de elaboración de este tipo de informes prácticamente desaparece.

C) SOBRE EL PROCESO DE SELECCIÓN DEL COMPRADOR

6.Sobre la renuncia al derecho de adquisición preferente de los accionistas de IONMED

Los Estatutos de IONMED incorporaban un derecho de adquisición preferente para los accionistas de la sociedad en caso de venta de la participación de alguno de ellos. La existencia de este tipo de cláusulas supone una limitación importante para el desarrollo de un proceso de venta concurrente, ya que implica un fuerte desincentivo a participar por parte de otros potenciales candidatos a la compra.

Por ello, la renuncia expresa de los accionistas de IONMED al citado derecho como paso previo al inicio de la operación resulta, en opinión del Consejo, un aspecto claramente favorable para el desarrollo de un proceso competitivo. El CCP recomienda que este tipo de actuaciones sea tenida en cuenta, en la medida de lo posible, en otras situaciones asimilables de venta de empresas con limitaciones estatutarias de partida.

7.Sobre la publicidad del proceso

En la operación de IONMED, se ha combinado la inserción publicitaria de anuncios en prensa económica nacional y en la página web de SEPI, con los contactos directos desarrollados por el asesor con 231 potenciales interesados. Por ello, se considera que en la presente operación el esfuerzo por publicitar el carácter abierto de la misma a todos los posibles interesados ha sido adecuado.

8.Sobre las Bases del Proceso

Las Bases del Proceso fueron aprobadas por el Consejo de Administración de SEPI en las fases iniciales de esta operación y remitidas a todos los interesados que aportaron la documentación requerida por el vendedor, junto con el Cuaderno de Venta. Dichas Bases detallan la estructura prevista para la privatización, así como los requisitos mínimos exigidos y otro tipo de información de interés para los potenciales adquirentes. En concreto, se especifica que el proceso de venta se estructura en dos fases diferenciadas:

- A) Primera fase “o de Oferta Vinculante”: Esta fase se divide a su vez en una primera, de información a los interesados para facilitar la presentación final de su propuesta de compra (acceso al Data Room previo depósito de 30.000 euros, visita a las instalaciones, reuniones con directivos y acceso al borrador de compraventa), y una segunda de presentación de la Oferta Vinculante y acreditación del cumplimiento de los requisitos mínimos exigidos por el vendedor.

Asimismo se especifica que la presentación de la oferta económica debe acompañarse de la entrega de una fianza equivalente al 4% del precio ofertado, que será reintegrada en el momento en que se formalice la escritura pública de compraventa.

Finalmente las Bases señalan que la adjudicación se producirá al oferente que, cumpliendo con los requisitos exigidos y verificando todos los aspectos contenidos en tales Bases, “realice la Oferta Económica final más elevada”.

- B) Fase segunda “o de cierre”: Comprende desde el momento de la adjudicación hasta la formalización de la escritura pública de compraventa y la transmisión de las acciones.

En opinión del CCP, las Bases redactadas para la venta de IONMED, su difusión a todos los potenciales interesados, y el grado de seguimiento de las mismas en el desarrollo posterior de la operación, se adaptan muy satisfactoriamente a sus recomendaciones, al cumplir con un adecuado nivel de formalización y transparencia.

9. Los requisitos mínimos y condiciones de obligada aceptación

La existencia de requisitos mínimos o condiciones de obligada aceptación en las Bases supone que todos los candidatos se obligan a aceptar necesariamente los requerimientos exigidos por el vendedor desde el inicio del proceso. En concreto, en la operación de IONMED el interesado debía comprometerse expresamente a cumplir los siguientes requisitos mínimos durante tres años a partir del momento de la elevación a público del contrato de compraventa:

- a) La permanencia del comprador en el capital de la empresa como socio mayoritario.
- b) El mantenimiento de los fondos propios de IONMED en una cuantía no inferior a la existente en el balance de transferencia.
- c) El mantenimiento de la sede social de IONMED en España.

- d) La continuidad de la actividad industrial en el centro existente.
- e) El mantenimiento de la plantilla fija y de las condiciones laborales existentes en la fecha de formalización de la compraventa.

El incumplimiento por el comprador de tales requisitos mínimos será penalizado con 300.000 euros por cada uno de ellos. Como garantía de su cumplimiento, en el momento de elevación a público del contrato el comprador deberá aportar un aval a primer requerimiento a favor de SEPI que garantice, durante el plazo de cuatro años, el pago del importe total de la penalización por incumplimiento de los requisitos mínimos (esto es, 1.500.000 euros).

Adicionalmente, junto a tales requisitos mínimos, y con objeto de velar por el cumplimiento íntegro del contrato de compraventa, las Bases recogen “otras obligaciones contractuales” de obligada aceptación por el comprador. En concreto, tales compromisos suponen que durante los tres años siguientes a la elevación a público de la venta el comprador se obliga a solicitar y obtener autorización previa de SEPI para iniciar cualquier proceso de fusión, escisión o cesión de activos y pasivos, y otras operaciones análogas de reestructuración empresarial que afecten a IONMED y sus accionistas (salvo que estuvieran previstos en la Oferta Vinculante del adquirente). Asimismo, en el momento de la formalización del contrato, el comprador se obliga a sustituir a ENUSA y SEPI en cuantos avales, garantías o cartas de conocimiento puedan tener concedidos a favor de IONMED.

En opinión del Consejo, resulta claramente favorable que todos los requisitos y/o compromisos exigidos por el vendedor, y que pueden suponer un condicionante importante para los oferentes, sean conocidos por éstos desde el inicio del proceso de venta.

10.Sobre el nivel de concurrencia final del proceso de venta

La labor publicitaria desarrollada y, en especial, los contactos directos del asesor con 231 potenciales interesados dieron como resultado la obtención de 17 muestras de interés en el proceso. Posteriormente cinco candidatos fueron excluidos por no haber cumplido con los requisitos establecidos para acceder al Cuaderno de Venta, otros cinco renunciaron a continuar en el proceso antes del inicio de la fase de Due Diligence, y dos más comunicaron su retirada del proceso durante la celebración de la citada fase. Finalmente quedaron cinco candidatos y se recibieron tres Ofertas Vinculantes por la empresa.

Aunque el número de desistimientos y de exclusiones a lo largo del proceso puede considerarse elevado, el CCP opina que el grado de concurrencia final alcanzado en el proceso ha sido suficiente, teniendo en cuenta el tamaño y características de la empresa en venta.

Por otro lado, respecto a las exclusiones de candidatos en las fases iniciales del proceso, el CCP ha insistido en la conveniencia de evitar tales exclusiones, a menos que las mismas se encuentren suficientemente justificadas. En el caso de IONMED, los posibles candidatos excluidos antes de la remisión del Cuaderno de Venta lo fueron por el incumplimiento de los requisitos o por no haber aportado la documentación exigida por el vendedor, criterios conocidos de manera previa por los interesados.

11.Sobre el criterio de adjudicación

Tal y como se preveía en las Bases, la adjudicación final se produciría al oferente que, cumpliendo con los requisitos y verificando todos los aspectos contenidos en las mismas, realizase la oferta económica mas elevada. Sobre la

base de dichos criterios, el Consejo de Administración de SEPI acordó la adjudicación de las acciones de IONMED en venta a IONISOS S.A.S, que, tras asumir expresamente el cumplimiento de los requisitos exigidos, presentó la oferta en precio más elevada.

Este procedimiento de adjudicación se adapta plenamente al diseño que el CCP ha venido recomendando para este tipo de operaciones por diferentes motivos, como el de favorecer la transparencia de la decisión final, así como el de asegurar un trato igualitario (a través de los requisitos mínimos) de determinados aspectos que, pudiendo ser importantes para el vendedor, plantean una cierta dificultad a la hora de su cuantificación y comparación entre los distintos oferentes.

12.Sobre el contenido del contrato de compraventa de la empresa

El contrato de compraventa del 99,65% del capital de IONMED, firmado por SEPI en calidad de vendedor y por IONISOS como adquirente de las acciones, recoge un precio final de venta de las mismas de 5.079.858 euros. Asimismo, el contrato especifica los compromisos asumidos por el comprador respecto al cumplimiento de los requisitos mínimos y las condiciones de obligada aceptación recogidas en las Bases, así como las garantías de cumplimiento de las mismas en términos de penalización económica.

Por otro lado, en el contrato quedan limitadas las responsabilidades del vendedor en caso de surgimiento de contingencias futuras. En concreto, el comprador no podrá exigir indemnización alguna al vendedor y éste no responderá por reclamaciones individuales de importe inferior a 6.000 euros. Asimismo, se establece que la indemnización máxima a la que tendrá derecho el comprador por todos los conceptos será de 1.000.000 euros. Finalmente, la duración de la responsabilidad del vendedor ante tales contingencias queda

limitada a un año, excepto en el caso de posibles reclamaciones tributarias y de seguridad social, para las que dicho plazo se extiende hasta los cuatro años desde el momento de la elevación a público del contrato.

IV. CONCLUSIONES

El CCP considera que tanto el proceso desarrollado para la venta del 99,65% del capital de IONMED ESTERILIZACIÓN, S.A., como la propuesta concreta de adjudicación a IONISOS S.A.S., cumplen adecuadamente los principios de publicidad, concurrencia y transparencia por los que debe velar este Consejo.

19 de septiembre de 2007

VENTA DEL 31,3% DEL GRUPO COMPAÑÍA ESPAÑOLA CRÉDITO Y CAUCIÓN, S.L

I. INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado el proceso de venta del 31,3% del capital social que el Consorcio de Compensación de Seguros (en adelante CCS) posee en la sociedad “Grupo Compañía Española de Crédito y Caución, S.L.” (en adelante, Grupo CyC), con lo que reduce su participación desde el 41,2% inicial al 9,9%, a las otras cuatro entidades accionistas de Grupo CyC, por un precio total de 396.999.979 euros.

El CCS, que actúa como vendedor en esta operación, es una entidad pública empresarial adscrita al Ministerio de Economía. No se trata, por tanto, de uno de los Agentes Gestores incluidos explícitamente en el Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996, por lo que el sometimiento de la operación de enajenación al dictamen del Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP), y su posterior aprobación por el Consejo de Ministros, no son preceptivos en este caso.

El citado Acuerdo de junio de 1996 define el marco general al que han de acomodarse todas las operaciones de privatización efectuadas por el sector público, al objeto de someterlas a un procedimiento normalizado y establecer la vigencia de unos principios comunes que deben presidir su realización y desarrollo.

El Consejo valora positivamente que, en línea con otras operaciones similares, y en virtud de la “*vocación de globalidad*” que anima al citado

Acuerdo, el vendedor haya adoptado la decisión de someter esta operación de enajenación a tal procedimiento genérico, contribuyendo a la transparencia del proceso de venta.

Adicionalmente, desde el desarrollo de las primeras fases, el vendedor ha planteado diversas consultas al CCP sobre el diseño de la operación, con la finalidad de contribuir a la mayor adecuación a los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

II. DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y DEL PROCESO DE VENTA

✓ La empresa Compañía Española de Seguros y Reaseguros de Crédito y Caucción S.A. (en adelante CyC) es una entidad creada en 1929 y dedicada al seguro y reaseguro de crédito y de caucción, en todas sus modalidades. La participación del CCS es del 41,2% del capital. Según se informa al CCP, dicha participación era “a título de mera inversión histórica de carácter puramente financiero”, no interviniendo en la gestión de la compañía. Desde 2003, CyC participa en la sociedad holandesa de seguro de crédito ‘Atradius NV’ donde, tras sucesivas operaciones de adquisición de capital, posee el 21,731% del capital.

✓ En 22 de marzo de 2007 se constituyó la sociedad holding “Grupo Compañía Española Crédito y Caucción, S.L.” (Grupo CyC), a la que se traspasaron las participaciones en CyC. La participación de todos los accionistas en el Grupo CyC es la misma que tenían en CyC, por lo que la participación de CCS en la nueva sociedad holding es del 41,2%. Adicionalmente, el 2 de abril de 2007 se suscribió entre CyC y Atradius el acuerdo de integración, todavía no ejecutado, que daría lugar a que Grupo CyC

disponga de la mayoría del capital de la nueva sociedad resultante, acordándose asimismo la posterior salida a bolsa de esta última.

✓ Como consecuencia de dicho proceso se puso de manifiesto, desde el punto de vista del CCS, la conveniencia de iniciar una operación de venta reduciendo su participación en la empresa de forma que ésta no alcance el 10%. El Consejo de Administración de CCS celebrado el 27 de marzo de 2007 aprobó el planteamiento de dicho proceso de desinversión de la participación en la sociedad holding Grupo CyC.

✓ La posible venta de la participación de CCS ha estado condicionada, desde el inicio, por la existencia de una limitación estatutaria a la libre transmisibilidad de las acciones y la existencia de un derecho de adquisición preferente para los restantes socios de la compañía, recogidos en los Estatutos de Grupo CyC. En dichos Estatutos, así como en el Acuerdo de Socios del Grupo CyC, firmados ambos en marzo de 2007, se establece el procedimiento para hacer efectivo el derecho de separación de los socios y el precio que, en su caso, debe abonarse por la venta de tales acciones.

✓ Conforme a dicho procedimiento, el 10 de abril de 2007 el CCS comunicó al Grupo CyC su propósito de ejercer el derecho de separación sobre el 31,35% del capital, iniciándose el procedimiento previsto en el artículo 45 de los Estatutos Sociales de Grupo CyC para hacer efectivo tal derecho.

✓ En la Junta General de Socios de la compañía celebrada el 24 de mayo de 2007, uno de los accionistas de Grupo CyC (Grupo Catalana Occidente S.A.) hizo constar su decisión de adquirir las participaciones objeto de la separación, designando al mismo tiempo el banco de inversión que se encargaría de realizar la valoración por su parte. En esa misma reunión de la Junta se acordaron los procedimientos a desarrollar para hacer efectivo el ejercicio del derecho de acompañamiento o del de adquisición, en su caso, por parte de los

restantes socios minoritarios de la compañía, tal y como se prevé en los Estatutos del Grupo CyC, una vez establecido el precio de la venta.

✓ Según el procedimiento previsto, CCS inició también el proceso para seleccionar el banco de inversión que habría de realizar, por su parte, la valoración de la compañía objeto de la venta. El 21 de abril se publicó en el Boletín Oficial del Estado (BOE) y el Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE) el Pliego de Bases para la contratación de un asesoramiento financiero al CCS, que además se incorporó asimismo a la página web del CCS. En el citado Pliego se explicitaba el contenido exigido para las solicitudes de participación en el proceso, incluyendo la oferta económica propuesta por el candidato y la forma de adjudicación del contrato de asesoramiento entre las distintas propuestas recibidas. Se estableció como fecha límite para la presentación de las solicitudes el 21 de mayo de 2007.

Finalizado el citado plazo se recibieron 12 ofertas de asesoramiento, constatándose que todas ellas cumplían los requisitos exigidos para participar en el proceso, aportando la documentación estipulada en el Pliego de Bases. Entre dichas ofertas se seleccionaron aquellas que debían ser invitadas a la segunda fase del proceso de selección, atendiendo a la solvencia económica y financiera de las entidades oferentes, los aspectos técnicos y profesionales de las mismas, así como su experiencia en procesos similares dentro del sector.

Sobre la base de tales consideraciones, el Comité de Dirección de CCS aprueba el acceso de cuatro entidades a la segunda fase del proceso de selección, concediéndoles, como plazo para presentar la oportuna oferta económica, hasta el 25 de junio de 2007. Las cuatro entidades asesoras elegidas presentaron sus propuestas en fecha, si bien tras el análisis del contenido de las mismas y dado que se puso de manifiesto la amplia diversidad existente entre las ofertas, en lo que a la propuesta económica se refiere, y la dificultad de establecer una comparación homogénea de las mismas, se acordó

la paralización del citado proceso y la apertura de un nuevo concurso.

✓ Se procedió entonces a la apertura de un nuevo proceso de selección de asesor conforme al contenido del Pliego de Bases y a los acuerdos posteriores adoptados por el Comité de Dirección del CCS, los cuales se trasladaron a todas las entidades interesadas en la licitación el 25 de julio de 2007. En dicha información se explicitó a los interesados el alcance de los trabajos de asesoramiento y los criterios a tener en cuenta para la presentación de la propuesta económica, a fin de facilitar la homogeneización de las citadas ofertas.

Se estableció como fecha tope para la presentación de ofertas el 1 de agosto de 2007, recibándose en dicho plazo nueve propuestas de asesoramiento. Tras el análisis de las mismas se propuso la adjudicación del contrato de asesoramiento a Consultores de las Administraciones Públicas (Grupo AFI) que, desde el punto de vista del criterio económico, presentaba la propuesta más favorable para el CCS. Con fecha 12 de septiembre de 2007 se firmó el contrato de asesoramiento entre ambas partes.

✓ Paralelamente, en un intento de favorecer el nivel de concurrencia del proceso, el vendedor realizó una prospección del mercado para contrastar la posible existencia de interés por parte de terceros, distintos de los accionistas del Grupo CyC, para adquirir la participación en venta de la empresa. Con fecha 3 de agosto de 2007 el vendedor contacta por escrito con seis de las principales entidades que operan en el ramo de crédito y caución, ofreciéndoles la posibilidad de participar en el proceso de venta, si bien todas ellas contestaron al ofrecimiento manifestando su renuncia a participar en el mismo.

✓ El 29 de noviembre de 2007, Consultores de las Administraciones Públicas (AFI), presenta el informe de valoración del porcentaje objeto de la venta de Grupo CyC, constatándose que el resultado de la misma se encuentra en el

rango del 10% respecto del valor estimado por el banco asesor seleccionado por el comprador. Por ello, conforme a lo previsto en el Acuerdo de Socios, el valor de la participación se establece como la media entre ambas valoraciones.

✓ Con fecha 2 de enero de 2008 se firma el contrato de compraventa de las participaciones sociales propiedad de CCS. En el mismo se establece que tal participación será adquirida por los accionistas del Grupo CyC en virtud del ejercicio del derecho de adquisición preferente previsto en los Estatutos de la empresa.

En concreto, el porcentaje de la participación de CCS en el Grupo CyC en venta se distribuye entre las entidades compradoras en función del número de participaciones adquiridas, cuyo precio final se detalla a continuación:

ADQUIRENTE	Nº DE PARTICIPACIONES	% SOBRE EL TOTAL	PRECIO (Euros)
Grupo Catalana Occidente, S.A.	4.889	87%	344.503.531,6
Nacional de Reaseguros, S.A.	500	9%	35.232.515,0
GES Seguros y Reaseguros S.A.	123	2%	8.667.198,7
España, S.A., Compañía Nacional de Seguros	122	2%	8.596.733,7
TOTAL	5.634	100%	396.999.979

Adicionalmente, el contrato recoge una cláusula de participación en plusvalías del vendedor en caso de reventa (u opción de compra por un tercero) de las participaciones del Grupo CyC en el plazo de los dos años siguientes a la firma del contrato de compraventa entre las partes. En concreto, una vez determinada la ganancia existente en tal operación de reventa, si esta *“se produce dentro del plazo de un año a contar desde la fecha del presente*

contrato, el importe a abonar será el 100% de la ganancia obtenida". Por el contrario, "si la reventa se produce a partir del día en que se cumpla un año desde la fecha del presente contrato y hasta la fecha en que se cumplan dos años, el importe a abonar será el 50% de la ganancia obtenida". Se exceptúa expresamente de esta cláusula "la reventa que pudiera derivar de una eventual oferta pública de venta de las acciones en un mercado regulado".

✓ A lo largo del desarrollo de este proceso el CCS ha consultado en diferentes ocasiones al CCP acerca del desarrollo del proceso de venta y el diseño del mismo. Durante dicho proceso, el CCS ha ido remitiendo al CCP documentación justificativa del desarrollo del mismo, recibándose finalmente, el día 3 de enero de 2008, la copia del contrato de compraventa de la operación, procediendo el CCP a la elaboración de su dictamen sobre este proceso de privatización. Con el presente dictamen se cumple así, por este Consejo, su parte de la condición suspensiva.

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

1. Sobre la existencia de cláusulas estatutarias a la libre transmisibilidad de las acciones

En el presente proceso de privatización han existido elementos que, obviamente, dificultaban el desarrollo de una concurrencia efectiva. Así, en los Estatutos del Grupo CyC se recogen limitaciones a la libre transmisibilidad de las acciones y un derecho de adquisición preferente en caso de que se plantease la separación de uno de los accionistas de la empresa. Todo ello "*en términos similares a lo que establece también el artículo 16 de los Estatutos de Crédito y Caución*".

En concreto, en caso de transmisión de la participación accionarial de uno de los socios, los Estatutos prevén un “*derecho de acompañamiento*” de los restantes accionistas de la empresa en los mismos términos que la operación planteada por el socio transmitente, así como el “*derecho de adquisición preferente*” de las acciones en venta al precio que resulte de aplicación de lo previsto en el Acuerdo entre Socios del Grupo CyC.

Este tipo de limitaciones concede sustanciales ventajas a los actuales socios (además de las que ya disfrutaban por su condición de accionistas), por cuanto, al desincentivar la presencia de terceros, dificultan la puesta en marcha de los procesos concursenciales; limitaciones todas ellas que han sido objeto, siempre, de la misma valoración crítica por parte del CCP.

2. Fomento del nivel de concurrencia del proceso

A pesar de las limitaciones existentes, comentadas en el punto anterior, el vendedor ha realizado un esfuerzo considerable para intentar ampliar el ámbito de potenciales candidatos más allá del conjunto de entidades beneficiarias del derecho de adquisición preferente.

Así, el vendedor (CCS) se puso en contacto con las principales entidades que operan en el ramo de crédito y caución en el ámbito europeo, ofreciéndoles la posibilidad de participar en el proceso de venta. El resultado de dicho sondeo del mercado fue negativo, ya que todas ellas desistieron la invitación de tomar parte en el proceso de venta, lo cual era previsible debido a las limitaciones preexistentes que hacían poco atractiva la participación de terceros.

En todo caso, el CCP valora positivamente esta actuación tendente a fomentar la concurrencia en el proceso de venta.

3. Sobre el procedimiento seguido para la venta y la fijación del precio.

Para ejecutar la venta, el vendedor ha utilizado el derecho de separación de socios establecido en el artículo 45º de los Estatutos del Grupo CyC, que establece que el precio de las acciones será “*el valor razonable de sus participaciones*”. Este concepto queda delimitado en el Acuerdo de Socios del Grupo CyC, donde se establece que, “*a falta de acuerdo entre comprador y vendedor*” sobre el precio, las partes “*designarán cada uno a un banco de inversión independiente de reconocido prestigio internacional*” para que efectúen cada uno de ellos una valoración de la empresa. “*En el caso de que el valor más alto sea igual o inferior al 110% del valor más bajo*” el precio será la media de ambas valoraciones y, en caso contrario, se recurriría a un tercer banco de inversión para que efectúe una valoración adicional.

Al comunicar uno de los accionistas (Grupo Catalana Occidente) su decisión de ejercer el derecho de adquisición preferente sobre las participaciones objeto de separación, se procede a la selección de los bancos y a la realización de las valoraciones como se describe en el apartado II.

Por tanto, en este proceso de venta los condicionamientos impuestos por las limitaciones estatutarias pre-existentes han desembocado en que en el procedimiento seguido la realización de las valoraciones externas y la fijación del precio estén estrechamente relacionadas.

El CCP ha insistido en lo oportuno de contar con informes de valoración externos en los procesos de privatización, con el fin de fortalecer la transparencia de estas operaciones pero, al mismo tiempo, ha diferenciado claramente entre el proceso de realización de las valoraciones y el proceso de fijación del precio. Esto es debido a que, respecto al primero, se entiende que,

dentro de los límites de la razonabilidad, los márgenes son muy amplios en función de los supuestos utilizados y, por ello, es recomendable que la fijación del precio sea la consecuencia de procesos competitivos en los que se pueda contar con diferentes indicaciones de mercado.

4. Sobre la selección del valorador

Para la contratación del valorador de la operación, el vendedor publicó en el BOE y el DOUE el Pliego de Bases en el que se especificaba el contenido exigido para las solicitudes de participación en el proceso, así como los aspectos esenciales que marcarían el desarrollo del concurso para la selección de dicha entidad. Se recibieron inicialmente doce propuestas de asesoramiento, cuatro de las cuales, previo análisis de su adecuación a los requisitos exigidos, accedieron a la segunda fase del proceso, concediéndoseles un nuevo plazo para presentar la oferta económica. Finalmente, tras la valoración de las propuestas económicas recibidas, y constatado que tales ofertas no se adecuaban totalmente a lo requerido por el vendedor, se procedió a la paralización del concurso y a la apertura de un nuevo proceso, aportando a los posibles candidatos interesados información adicional sobre el alcance de los trabajos de asesoramiento y el contenido exigido para las ofertas. En esta nueva fase del proceso se recibieron nueve propuestas de asesoramiento, tras cuyo análisis se propuso la selección de Consultores de las Administraciones Públicas (Grupo AFI), por ser la propuesta que, previa verificación del cumplimiento de los requisitos exigidos, era la más favorable para el vendedor desde el punto de vista económico.

El CCP considera que en esta operación, tanto el número de preseleccionados como el número de entidades que finalmente presentaron una propuesta de colaboración (nueve) es suficiente para garantizar un nivel adecuado de concurrencia en el concurso. Por otro lado, todas las entidades

convocadas tenían la capacidad necesaria para desarrollar los trabajos requeridos de manera satisfactoria.

5. Sobre los criterios de valoración de las ofertas de asesoramiento

En el Pliego de Bases hecho público para todos los potenciales interesados no se explicitó el baremo o los criterios que se tendrían en cuenta para la valoración de las ofertas de asesoramiento presentadas, señalándose únicamente que la adjudicación del contrato se realizaría “mediante procedimiento negociado”.

Por ello se considera que, de manera previa, se podrían haber formalizado y explicitado, en mayor medida, los criterios de valoración que se iban a tener en cuenta en el proceso de selección de los candidatos.

Finalmente, una vez analizada la adecuación del alcance de las ofertas de asesoramiento recibidas al contenido del Pliego de Bases y a los acuerdos posteriores adoptados por el Comité de Dirección del CCS, así como los requerimientos referidos a la experiencia de los licitadores en operaciones próximas o similares y la calificación profesional de los mismos y de los equipos propuestos, el vendedor optó por elegir a la oferta más ventajosa desde el punto de vista económico. Este sistema se valora positivamente debido a la objetividad de la decisión final que se hace depender únicamente del precio, una vez que se ha comprobado el cumplimiento de unos requisitos.

6. Sobre el informe de valoración

La valoración del Grupo CyC ha sido elaborada por la entidad asesora seleccionada para tales funciones, Consultores de Administraciones Públicas

(AFI), que entregó su informe con fecha 29 de noviembre de 2007. Con dicho informe se ha cumplido el requisito señalado por el Acuerdo del Consejo de Ministros de junio de 1996, en el que se indica que todas las operaciones de privatización deben contar con un informe de valoración independiente. Y, al mismo tiempo, la operación se adecúa a lo previsto en los Estatutos de la empresa y al Acuerdo de Socios en el caso de venta de su participación accionarial.

Si bien el informe de valoración es importante en todas las operaciones de venta, por cuanto supone una referencia importante para establecer el precio final de venta de la empresa, en este caso lo es especialmente, ya que el precio final de la enajenación vendrá determinado por la media entre dicho valor y el calculado por la entidad asesora designada por el adquirente.

En su informe, el valorador aplica como método fundamental de valoración el descuento de dividendos *“por considerar que permite ajustar de forma más adecuada las particularidades de cada compañía”*. Adicionalmente se aplican otras dos técnicas de valoración complementarias: Múltiplos comparables (PER) y transacciones recientes en el sector asegurador. Si bien en ambos casos, la existencia de referencias comparables es limitada.

Respecto a las hipótesis asumidas por el asesor en la aplicación del descuento de dividendos, el CCP considera que el informe de valoración es suficientemente explicativo respecto a los criterios y estimaciones asumidas en el mismo. En todo caso, considera que hubiera sido deseable profundizar en el análisis de las posibles diferencias entre Grupo CyC y Atradius, en lo que a la estimación de determinadas variables se refiere, como la tasa de descuento aplicada para ambas compañías.

7. Sobre la inclusión de la cláusula de participación en plusvalías.

El CCP ha recomendado a lo largo de sus dictámenes que, principalmente en aquellas operaciones en las que para la fijación del precio no hayan existido competidores (y en las que, por tanto, no se haya contado con indicaciones del mercado ni con presiones competitivas sobre el comprador), se incluyese en los contratos de compraventa una cláusula que asegure al vendedor la posible participación en plusvalías derivadas de reventas posteriores durante un determinado periodo de tiempo.

En la presente operación se ha incluido una cláusula de este tipo que abarcaría el 100% de las plusvalías para operaciones desarrolladas en el primer año posterior a la venta y el 50% para el segundo año. No obstante se considera que esta cláusula debería haber cubierto también las posibles plusvalías derivadas de potenciales futuras ofertas públicas de venta.

En todo caso, el CCP valora muy positivamente el hecho de que, en una operación con las características de la actual, el vendedor haya incluido una cláusula de este tipo en el contrato.

IV. CONCLUSIONES

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) valora favorablemente que esta operación se haya sometido al análisis y dictamen de este Consejo para su posterior aprobación por el Consejo de Ministros.

Adicionalmente, el Consorcio de Compensación de Seguros ha ido planteando distintas cuestiones así como compartiendo información con el CCP a lo largo del proceso, lo que ha permitido, al mismo tiempo que se facilitaba la

labor del CCP, incorporar en el desarrollo y diseño del proceso diferentes recomendaciones.

Finalmente, y teniendo en cuenta las consideraciones expuestas por este Consejo en el apartado III de este dictamen, así como las limitaciones estatutarias pre-existentes en esta operación, el CCP considera que tanto el proceso desarrollado para la venta como la propuesta de adjudicación de la participación del Consorcio de Compensación de Seguros en el Grupo Compañía Española de Crédito y Caucción, S.L., cumplen con los principios de transparencia, concurrencia y publicidad por los que debe velar este Consejo. Con la emisión de este dictamen el CCP da cumplimiento, por su parte, a la “*condición suspensiva*” recogida en el contrato de compraventa firmado por las partes.

Enero de 2008

CCP

ANEXO 2

**INFORMES DEL TRIBUNAL DE CUENTAS
SOBRE PRIVATIZACIONES EMITIDOS EN
2007**

La función fiscalizadora del Tribunal de Cuentas tiene carácter externo, permanente y consuntivo, y su misión es la de enjuiciar la actividad económico-financiera del Sector Público desde los principios de legalidad, eficiencia y economía en relación con la ejecución de los programas de ingresos y gastos.

En el año 2007, el pleno del Tribunal de Cuentas ha aprobado dos Informes de Fiscalización sobre operaciones de privatización. El primero de ellos, fechado en enero de dicho año, es el “Informe de Fiscalización del proceso de privatización de la Empresa Nacional Santa Bárbara de Industrias Militares, S.A. (ENSB)”, y el segundo, “Informe de Fiscalización del proceso de privatización de Initec, S.A.” es de febrero de 2007.

En general, existe un amplio grado de coincidencia entre las opiniones manifestadas por el Tribunal de Cuentas en sus informes de fiscalización y los dictámenes del CCP. A continuación se analizan determinados aspectos de los citados informes del Tribunal de Cuentas que guardan relación con la actividad o con las recomendaciones de este Consejo. De hecho, algunos de estos aspectos destacados en 2007, ya fueron señalados por el Tribunal en sus informes de fiscalización sobre operaciones de privatización emitidos en ejercicios precedentes, tal y como se resumió en anteriores Informes de Actividades de este Consejo.

Así, en la operación de Santa Bárbara, el Tribunal de Cuentas se refiere a los criterios utilizados para la selección del asesor, señalando que fueron *“excesivamente restrictivos... limitando sensiblemente la oferta y la posibilidad de disponer de mayores opciones de elección”*. El Tribunal de Cuentas destaca asimismo en su informe la opinión del CCP sobre esta operación señalando que en su dictamen *“consideró que no había existido justificación suficiente de los criterios de preselección, aunque consideró correcto el número de empresas convocadas y el porcentaje de participación de entidades invitadas”*.

Además, el Tribunal se refiere a uno de los aspectos más reiterados por el CCP en sus dictámenes, como es la separación entre asesor y valorador. En su opinión, *“el hecho de que el asesor de la privatización realizase la valoración de la empresa enajenada pudo afectar a la objetividad y transparencia de la tasación en la medida que estuviera influenciada por el diseño realizado por el propio asesor en su condición de planificador general de la operación. Esta circunstancia fue objeto de crítica por parte del CCP, que consideró que la coincidencia en la misma entidad de las funciones de asesor y valorador puede generar un conflicto de intereses siendo recomendable separar las funciones de ambos o, al menos, contar con un asesoramiento externo que se manifestara sobre la valoración del asesor”*.

Un aspecto importante de la operación de Santa Bárbara, y que es tratado por el Tribunal de Cuentas en su informe, es el referido a la asunción de nuevos compromisos por parte del vendedor con posterioridad a la elección del comprador. De esta forma se asumieron obligaciones en la operación no incluidas en la autorización del Consejo de Ministros al aprobar la privatización. En su opinión *“este hecho ha podido afectar a la eficacia y objetividad del proceso selectivo”* por lo que recomienda que en este tipo de operaciones, los compromisos mediante los que se lleva a cabo la compraventa *“se ajusten rigurosamente a lo autorizado por el Consejo de Ministros”*, evitando negociaciones posteriores de las ofertas presentadas y la suscripción de nuevos documentos que introduzcan modificaciones en las obligaciones de los contratantes una vez formalizados los contratos de compraventa. El CCP no valoró tales hechos en su dictamen puesto que fueron posteriores a la firma del contrato de compraventa por las partes y, por tanto, no formaron parte del expediente sobre la operación remitido a este Consejo.

El segundo de los informes de fiscalización sobre la privatización de empresas públicas emitido por el Tribunal de Cuentas en 2007 es el referido a

la privatización de INITEC, que tuvo lugar en el año 2000. El Consejo en su dictamen sobre la privatización de INITEC reiteró la necesidad de actualizar los informes de valoración, lo que es un importante requisito exigido por el Consejo de Ministros para garantizar la transparencia en los procesos de privatización. Esta opinión es recogida por el Tribunal de Cuentas en su informe de fiscalización cuando indica: *“para la proyección del negocio de 1998 se utilizó como referencia el presupuesto correspondiente a este año elaborado por la Compañía y para la elaboración de las proyecciones de negocio 1999-2002 se partió de la continuidad de las magnitudes de los negocios existentes en ese momento. Con posterioridad, tal como se recogió en el Informe del CCP correspondiente a esta privatización, se pudo apreciar que los estados contables del ejercicio 1998, publicados antes de que se firmara el contrato privado de venta de INITEC, distaban, en gran medida, de las proyecciones realizadas por el Asesor para ese ejercicio.”*

En relación con las exclusiones de candidatos en las fases iniciales del proceso, el CCP ha venido manifestando que deberían tener un carácter absolutamente excepcional, ya que podrían contribuir a reducir la concurrencia en una fase en la que los potenciales candidatos no disponen aún de toda la información relevante para realizar una oferta concreta. En este sentido, el Tribunal de Cuentas encuentra razonable la opinión expresada por el Consejo Consultivo de Privatizaciones en su informe sobre la privatización de INITEC y cita textualmente lo expresado por el CCP en su dictamen: *“debido a su efecto sobre la limitación de la competencia, estas exclusiones en una fase tan preliminar deberían tener un carácter absolutamente excepcional. La limitación en la realización de exclusiones permitirían, también minimizar las probabilidades de que se origine la situación, nada recomendable desde el punto de vista de la competencia, de que se presente una única oferta en firme (como ha ocurrido en este caso).”*

En las recomendaciones del informe de fiscalización el Tribunal de Cuentas considera que *“en la formalización de los contratos suscritos para la privatización de Empresas públicas deberían recogerse en un único documento todos los compromisos de las partes y demás circunstancias esenciales de la operación, evitando la suscripción de documentos adicionales que modifiquen lo acordado en el principal, ya que este tipo de actuación da lugar a confusión y dificulta el conocimiento y control de lo realmente convenido”*.

Y, posteriormente expresa: *“En todo caso, sería conveniente que el Acuerdo del Consejo de Ministros hiciese expresa referencia a todos los compromisos y condiciones pactados en el documento privado de compraventa y que el Consejo Consultivo de Privatizaciones informase sobre todos ellos en su dictamen”*.

Por último, el Tribunal de Cuentas considera que *“sería recomendable que en los procesos de privatización en los que se asuman por las partes compromisos que hayan de cumplirse con posterioridad a la formalización del contrato de transferencia de las participaciones sociales, el Gobierno, de acuerdo con lo previsto en el Apartado Noveno 1.b. del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996, requiriese la actuación del Consejo Consultivo de Privatizaciones hasta que aquellos compromisos queden ejecutados en su integridad.”*

Sobre este punto, el CCP había expresado su opinión (véase Informe de Actividades del CCP-2006) acerca de que la posible actuación del Consejo podría consistir en la emisión de dictámenes no vinculantes sobre la evolución de los compromisos asumidos por las partes. Estos dictámenes se realizarían sobre la base de la información que remite SEPI sobre su actuación en ese campo.

ÍNDICE DE ABREVIATURAS

AIE: Agencia Industrial del Estado

BOE: Boletín Oficial del Estado

CCP: Consejo Consultivo de Privatizaciones

CCS: Consorcio de Compensación de Seguros

CIEMAT: Centro de Investigaciones Energéticas, Medioambientales y Tecnológicas

CyC: Crédito y Caución, S.L.

ENSB: Empresa Nacional Santa Bárbara de Industrias Militares S.A.

IGAE: Intervención General de la Administración del Estado

DOUE: Diario Oficial de la Unión Europea

PER: Price-Earning Ratio

OPA: Oferta Pública de Adquisición

OPV: Oferta Pública de Venta

PIB: Producto Interior Bruto

SEPI: Sociedad Estatal de Participaciones Industriales

SEPPa: Sociedad Estatal de Participaciones Patrimoniales

