

Informe de Actividades

---

2008-2009

CCP

Consejo Consultivo de Privatizaciones



**Informe de Actividades**  
**2008-2009**

**CCP**

**Consejo Consultivo de Privatizaciones**

## **Consejo Consultivo de Privatizaciones**

### **Informe de Actividades 2008-2009**

#### **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](http://www.ccp.es)

Correo electrónico: [ccp@ccp.es](mailto:ccp@ccp.es)

**Depósito legal: M-15453-2010**





# CCP

## **Informe de Actividades 2008-2009**





# ÍNDICE GENERAL

	<b>Página</b>
Capítulo I	El CCP y el proceso de privatizaciones .....13
	1. Introducción .....15
	2. Funciones del CCP .....17
	3. Descripción general de los procesos de privatización de empresas.....18
Capítulo II	Las privatizaciones de empresas del Estado .....23
	1. Evolución de las privatizaciones del Estado desde la creación del CCP .....25
	2. Los Indices CCP de privatizaciones .....31
Capítulo III	Recopilación de las recomendaciones del CCP .....43
Capítulo IV	La actividad del CCP durante 2008 y 2009.....57
	1. Operaciones de privatización dictaminadas por el CCP en 2008 y 2009 .....59
	2. Descripción de las operaciones .....59
	3. Principales recomendaciones del CCP durante 2008 y 2009 .....65
	4. Informes sectoriales e institucionales elaborados por el CCP en 2008 y 2009 .....73
<hr/>	
ANEXO 1	Operaciones informadas por el CCP en 2008 y 2009.....89
	Venta del 31,3% del Grupo Compañía Española Crédito y Caución, S.L .....91
	Integración jurídica del negocio de Molypharma e IBA molecular Spain .....105
ANEXO 2	Informes del Tribunal de Cuentas sobre privatizaciones emitidos en 2008- 2009 .....117
	ÍNDICE DE ABREVIATURAS .....123



## ÍNDICE DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico I-1. Esquema del proceso de privatización de una empresa .....	20
Gráfico II-1. Evolución de los ingresos por privatizaciones en España .....	26
Gráfico II-2. Ingresos por privatizaciones según los sectores económicos .....	27
Gráfico II-3. Volumen de ingresos por privatizaciones según el método de venta utilizado 1996-2009 .....	28
Gráfico II-4. Evolución de los Índices CCP1 y CCP1-ponderado frente al Ibex-35.....	37
Gráfico II-5. Evolución de los Índices CCP2 y CCP2-ponderado frente al Ibex-35.....	37
Gráfico II-6. Ponderaciones de los valores privatizados (dic-07) .....	38
Gráfico II-7. Rentabilidad anual del Ibex-35 y los Índices de privatizaciones.....	38
Gráfico II-8. Evolución de los Índices mundiales frente al Índice de privatizaciones .....	40
<hr/>	
Tabla II-1. Rentabilidad acumulada anualizada de los índices de privatizaciones frente al mercado .....	34
Tabla III-1. Recomendaciones del CCP.....	48
Tabla IV-1. Empresas privatizadas en 2008-2009.....	64



# CCP

## *CAPÍTULO I*

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



## 1. INTRODUCCIÓN

Este informe recoge los hechos más destacables de la actividad realizada por el CCP durante los años 2008 y 2009.

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.

### 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 Emérito 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 Emérito 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 se refieren básicamente a la realización de dos tipos de informes que tiene una naturaleza diferente.

El papel consultivo del CCP se materializa en la elaboración de dos tipos de informes con carácter y naturaleza diferente que atienden a las dos funciones que tiene asignadas el CCP. Estas funciones vienen recogidas en los sub-apartados A. y B. del punto 1 del apartado noveno del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996.

A. *“El consejo Consultivo informará 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. *“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 proceso de privatizaciones.”*

Por tanto, cabe diferenciar entre los dos tipos de Informes. Los primeros 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, y constituyen un control “ex ante” de las privatizaciones, ya que se realizan con anterioridad a que el Consejo de Ministros adopte la decisión final sobre cada una de las operaciones de privatización.

Por su parte los del apartado “B” son a iniciativa del organismo que los solicita y pueden revestir diferentes formas. En este sentido, el Consejo ha resuelto, por un lado, numerosas consultas planteadas por los Agentes Gestores con carácter previo a la decisión de privatización y adjudicación de la empresa y, por otro lado, ha realizado diversos Informes sectoriales o institucionales sobre temas puntuales.

### **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 ejecución (ver Gráfico I-1).

Los Agentes Gestores<sup>1</sup> 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

---

<sup>1</sup> 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. Adicionalmente, el CCP ha participado en procesos de privatización en los que el Agente Gestor ha sido diferente a los inicialmente previstos como el Ente Público Retevisión o el Consorcio de Compensación de Seguros, adscritos respectivamente al Ministerio de Fomento y al Ministerio de Economía y Hacienda.

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 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 previo 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](http://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.

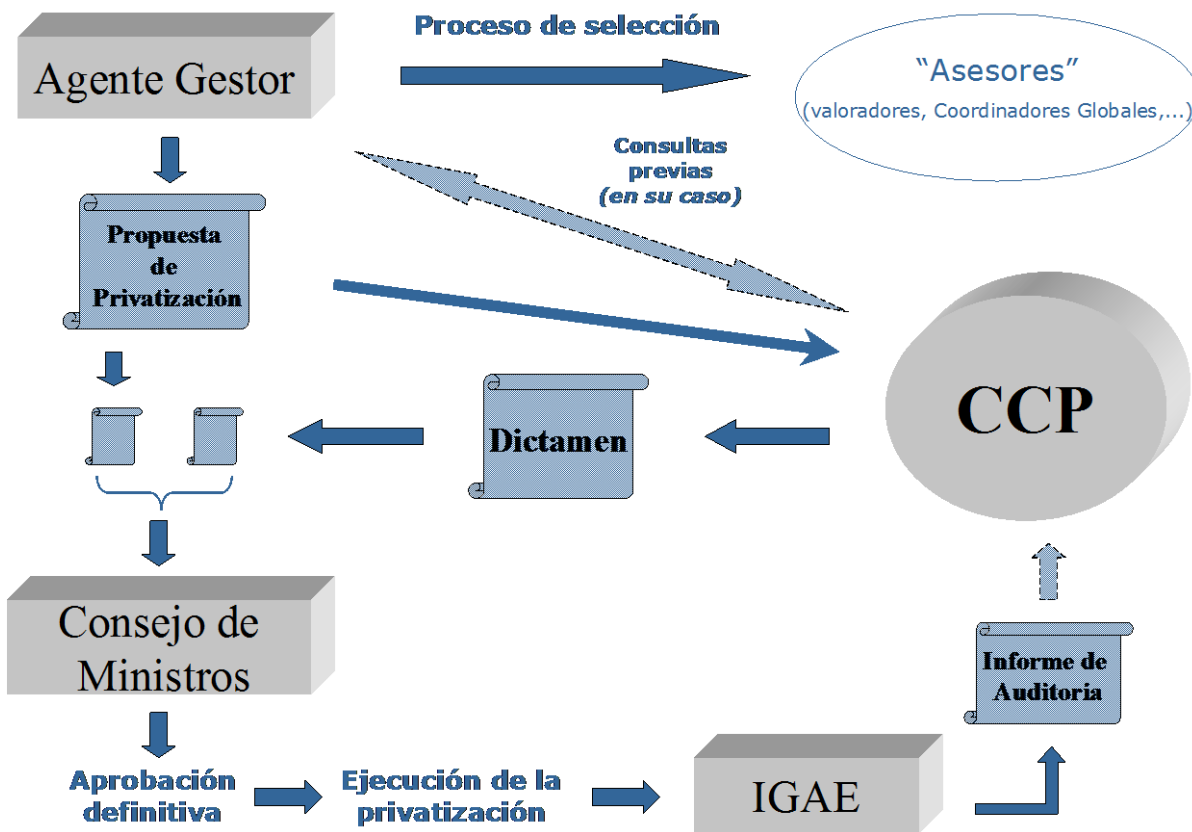
Una vez finalizada cada operación de privatización, el primero de dichos órganos, la IGAE, eleva al Ministro de Economía y Hacienda un informe de auditoría sobre el desarrollo de la misma.

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.

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

El proceso de privatizaciones de empresas ha ido transcurriendo por diferentes fases desde la creación del CCP en junio de 1996. No obstante, podríamos, en general, calificar como intenso el proceso de ventas de empresas y participaciones públicas desde esa fecha.

Así, el Estado ha vendido (total o parcialmente) su participación en el capital de **62 empresas**. Debido a que algunas de estas empresas se han privatizado en diversas fases (bien simultáneas o sucesivas en el tiempo) se han realizado **74 operaciones** distintas de privatización. En términos corrientes los ingresos generados por tales operaciones ascienden, a finales de 2009, a 33.949 millones de euros. En términos actualizados ese concepto se elevaría a 45.925 millones de euros.

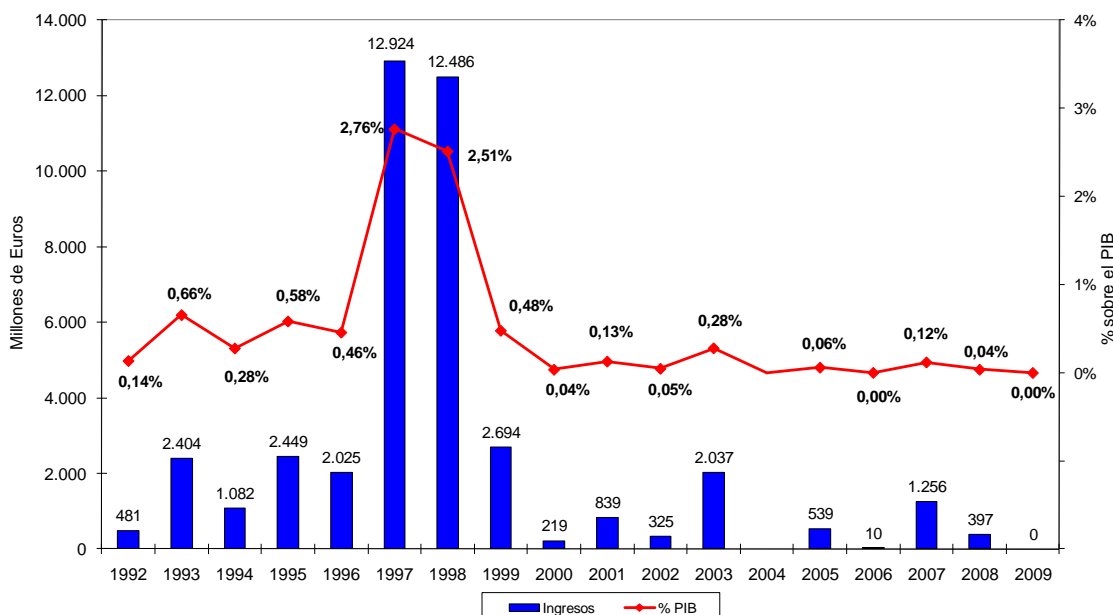
En el Gráfico II-1 se representa la distribución de estos ingresos a lo largo de los años tanto en valores absolutos como en porcentajes del PIB de cada año. Se observa claramente como el proceso no ha sido uniforme a lo largo del tiempo sino que ha experimentado importantes oscilaciones.

Se aprecia como en los años 1997 y 1998 se experimenta la mayor intensidad privatizadora en el ámbito del Estado alcanzando unos ingresos superiores a los 12.000 millones de euros anuales lo que supone cifras superiores al 2,5% del PIB en cada uno de esos años. Es la época de las grandes OPV de grandes empresas como Telefónica, Endesa, Repsol, Tabacalera o Argentaria.

El resto de los años desde 1996 la intensidad privatizadora es mucho más reducida no superando los ingresos en ningún año el medio punto del PIB. Esto se

debe al menor tamaño medio de las empresas privatizadas y también, a partir de 2000, al menor número de operaciones realizadas. La última empresa vendida en bolsa a través de una oferta pública de adquisición (OPV) fue Ence, en julio de 2001. Desde entonces, las ventas en bolsa se han realizado a través de colocaciones en bloque así como por la aceptación de algunas ofertas públicas de adquisición.

**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

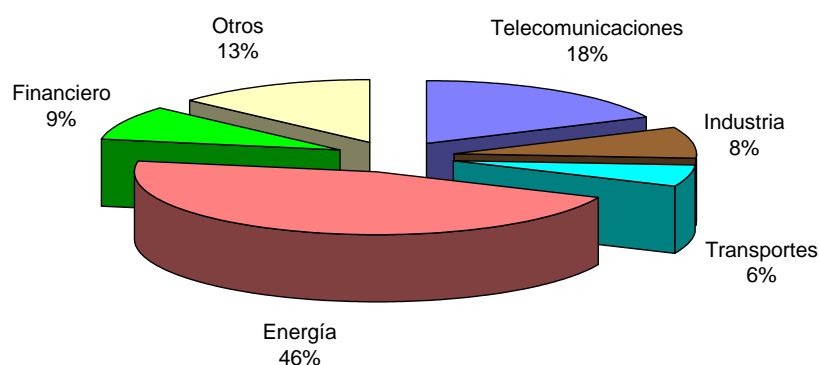
El año 2009 aparece sin ingresos debido a que la única operación realizada consistió en un proceso de fusión o integración jurídica (similar al que en su momento dio lugar a EADS) en el que el Estado aportó una empresa a cambio de acciones en la nueva sociedad.

En lo que se refiere a los sectores a los que pertenecen las empresas privatizadas, en el Gráfico II-2 se recoge el porcentaje que cada sector representa en el total atendiendo al volumen de ingresos generados a lo largo del proceso de

privatizaciones. Se observa que el sector energético representa casi la mitad (un 46%), seguido del de las telecomunicaciones con un 18%. En estos casos se nota el gran peso de Endesa y Telefónica aunque no son las únicas empresas vendidas en cada uno de esos sectores.

El resto se distribuye entre el 9% del sector financiero, el 8% de industria, el 6% del sector transportes y el 13% restante que correspondería a otras empresas no incluidas en ninguno de los anteriores sectores.

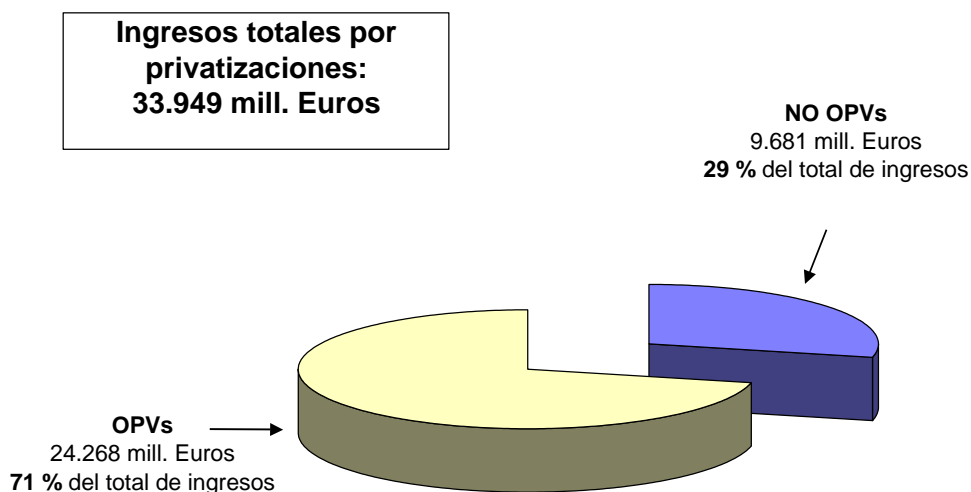
**Gráfico II-2. Ingresos por privatizaciones según los sectores económicos 1996-2009**



Fuente: CCP

Por su parte el Gráfico II-3 representa la clasificación que se obtiene en función del tipo de operaciones realizado. Se observa claramente la gran importancia que han jugado los mercados de valores en el proceso de privatizaciones ya que las OPVs a pesar de que sólo han supuesto 13 de las 74 operaciones realizadas han generado el 71% de los ingresos. Es decir, en términos corrientes las OPVs ha supuesto 24.268 millones de euros que ascienden a 33.949 en valores actualizados a diciembre de 2009.

**Gráfico II-3. Volumen de ingresos por privatizaciones según el método de venta utilizado 1996-2009**



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

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 15.619 millones de euros constantes de 2009, 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.

El proceso de privatizaciones ha permitido que el Estado saliera totalmente del accionariado de empresas con un peso importante en el mercado de valores español. Son los casos de Endesa, Telefónica, Repsol, Tabacalera (compañía que se fusionó con la francesa SEITA para formar Altadis, que fue comprada en 2008 por Imperial Tobacco), Argentaria (hoy parte de BBVA), Gas Natural, Ence, Aceralia (parte de Arcelor) e Indra. A fecha de 30 de diciembre de 2009 quedan en

poder del Estado algunas participaciones en empresas cotizadas en bolsa como Red Eléctrica (20% del capital), Iberia (5,19% del capital), EADS (5,54% del capital), Ebro Puleva (8,65% del capital) y ENAGAS (5% del capital). Esta última participación es relativamente reciente ya que su adquisición se produjo a finales del año 2007.

En total a 30 de diciembre de 2009 la valoración bursátil de estas participaciones del Estado en empresas cotizadas se situaba en el entorno de los 2.135 millones de euros.



## 2. LOS INDICES CCP DE PRIVATIZACIONES

Desde su creación, en 1996, el Consejo ha venido elaborando los Índices CCP de Privatizaciones, cuyo objetivo era analizar la evolución en el tiempo de las OPVs de empresas públicas ejecutadas a partir de esa fecha. Con el tiempo, estos indicadores han ido perdiendo su condición de índices de privatizaciones para aproximarse a unos índices de rentabilidad de valores en el medio/largo plazo. En los últimos años, la ausencia de operaciones de privatización mediante OPV y las variaciones en la composición de la cartera de privatizaciones derivadas de las OPAs sobre determinados títulos incluidos en la misma, habrían incidido aún más en la pérdida de la citada condición de indicadores de operaciones de privatización mediante OPV en España. Pese a tales cambios, se considera que este ejercicio de análisis puede resultar de interés, fundamentalmente por tratarse de una herramienta de utilidad para comparar el rendimiento medio de estos valores frente a la media del mercado.

La elaboración de los Índices CCP se basa en la creación de una cartera ficticia formada por los títulos de las empresas privatizadas a través de OPVs, tomando para ello los precios diarios corregidos por *splits*, ampliaciones de capital y procesos de fusión de los valores privatizados, e incorporando en su evolución dividendos y otros incentivos recibidos por los inversores.

La citada cartera se inicia en diciembre de 1996, fecha de la OPV de Gas Natural y posteriormente se van incorporando a la misma las doce siguientes OPVs de empresas públicas desarrolladas hasta la actualidad, dos de las cuales fueron colocaciones de una misma empresa (Endesa-97 y Endesa-98).

La composición de la cartera varía en el tiempo en función de las nuevas entradas o salida de títulos privatizados, dando lugar en cada caso a una

recomposición de la misma. Tomando como hipótesis de partida una inversión inicial de 6.010 euros, dicha cuantía se invierte, en primer término, en títulos de Gas Natural para, posteriormente, en el momento de la ejecución de la siguiente OPV (en este caso, Telefónica), repartir la inversión total entre ambos valores, y así sucesivamente cada vez que se produce una variación en la estructura de la cartera<sup>2</sup>. En la actualidad, como consecuencia de la ejecución de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) sobre los títulos de Endesa<sup>3</sup> y Altadis (antigua Tabacalera)<sup>4</sup> la cartera de valores privatizados estaría compuesta por ocho empresas.

Se han creado dos Índices CCP de Privatizaciones en función de la distribución de las ponderaciones otorgadas a los títulos incluidos en la cartera. 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. Siguiendo el ejemplo antes 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 repite sucesivamente a medida que se incorporan (o salen) valores en la cartera.

Por otro lado, para cada uno de estos indicadores se diferencia entre un inversor minorista (o particular) y un inversor de carácter institucional. La justificación de tal diferenciación responde a los diferentes precios e incentivos que reciben ambos tipos de inversores en la colocación.

---

<sup>2</sup> El capital inicial va variando en el tiempo como consecuencia de la evolución del precio de las acciones. Aunque la cuantía de la inversión inicial presupuestada resulta irrelevante a efectos de la evolución en precio de los índices, si resulta determinante 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 estos Índices.

<sup>3</sup> La salida se debe a la OPA sobre Endesa lanzada por Enel y Acciona, cuyo plazo de aceptación terminaba el 1 de octubre de 2007.

<sup>4</sup> La salida se debe a la OPA de exclusión presentada por Imperial Tobacco y cuyo plazo de aceptación terminaba en febrero de 2008.



Para comparar el rendimiento acumulado estimado, en términos actualizados, de estos Índices de Privatizaciones se utilizan como indicadores de referencia del mercado de valores español la evolución del Ibex-35 y un índice de fondos de inversión de renta variable<sup>5</sup>. Cabe señalar que, pese a la posible representatividad de ambos indicadores de referencia, existen algunas características de los mismos que dificultan su comparación directa con los índices de privatizaciones<sup>6</sup>.

La Tabla II-1 recoge, de forma resumida, la rentabilidad acumulada, en términos anualizados, de los Índices CCP frente a los dos indicadores del mercado hasta diciembre de 2009.

Estos resultados 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. Esto supondría que los inversores que hubiesen acudido a las OPVs de privatización habrían obtenido, para un mismo intervalo de tiempo, un rendimiento superior al de otras posibles inversiones alternativas.

Una característica de esta cartera de privatizaciones es que ha mantenido dicho comportamiento favorable con independencia de la evolución del mercado. Esto es, tanto en periodos de descenso de las cotizaciones como en épocas de crecimiento bursátil, los indicadores de privatizaciones mejoraban la rentabilidad media del mercado, representada en este caso por el Ibex-35.

---

<sup>5</sup> Índice de fondos de inversión de renta variable española que publicaba mensualmente el diario Expansión.

<sup>6</sup> 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.

**Tabla II-1. Rentabilidad acumulada anualizada de los índices de privatizaciones frente al mercado (desde junio de 1996 hasta diciembre de 2009)**

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%	14,2%	15,6%
Dic-06	11,6%	13,1%	18,0%	18,7%	16,5%	17,7%
Dic-07	11,2%	—	17,4%	18,0%	16,4%	17,4%
Dic-08	5,7%	—	13,9%	14,5%	14,1%	15,1%
Dic-09	7,4%	—	13,3%	13,8%	13,4%	14,3%

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 modificó su composición, por lo que, a partir de esa fecha, el valor de este indicador no resultaba comparable con el de los años anteriores.

Así, en un periodo de descenso del mercado de valores, como el ocurrido entre diciembre de 2007 y febrero de 2009, el Ibex-35 retrocedió un 50%, mientras que los índices de privatizaciones para inversores minoristas lo hicieron en un 23% (Índice CCP) y un 11% (Índice CCP ponderado). Esto mismo había ocurrido ya en la otra etapa de bajada bursátil, acaecida entre marzo de 2000 y marzo de 2003.

A partir del segundo trimestre de 2003 se produjo un cambio de tendencia en el mercado bursátil que le llevó a registrar importantes subidas que se mantienen, en líneas generales, hasta octubre de 2007, alcanzándose en dicho periodo los máximos dentro del intervalo temporal considerado en esta cartera. En esta etapa de subida bursátil, de nuevo la cartera de privatizaciones siguió la tendencia positiva experimentada por el mercado, mejorado incluso la rentabilidad media del mismo. Así, en el citado intervalo, el Ibex-35 registró una subida del

171% mientras que los Índices de la cartera de valores privatizados para inversores minoristas lo hicieron en un 204% (Índice CCP) y un 189% (Índice CCP ponderado). Sin embargo, desde marzo de 2009 y hasta el cierre de dicho año, el mercado de valores ha venido experimentando una mejoría respecto a los mínimos marcados en el primer trimestre. A diferencia de lo ocurrido en otras etapas de crecimiento bursátil como las descritas, en este caso la cartera de privatizaciones ha seguido la tendencia marcada por la bolsa pero con unos niveles de rentabilidad inferiores a los de la media del mercado.

Para analizar el nivel de riesgo asociado a nuestra cartera, se estima el coeficiente *beta*<sup>7</sup> asociado a la misma, obteniéndose un valor de 0,89 en el caso de la cartera ponderada y de 0,77 para la cartera sin ponderar<sup>8</sup>. En ambos casos la *beta* asociada a las mismas es inferior a la unidad por lo que, en teoría, 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.

En los gráficos siguientes se representa la evolución de los Índices CCP de Privatizaciones ponderado y sin ponderar diferenciando, además, entre un inversor institucional (Gráfico II-4) y un minorista (Gráfico II-5). En ellos se observa que, en general, la rentabilidad de la cartera de un inversor minorista es mayor que la de un institucional. Tales diferencias responden a los distintos incentivos reservados a los primeros en este tipo de colocaciones, como la entrega de acciones gratuitas, los incentivos por mantenimiento de acciones en la cartera o el mayor descuento

---

<sup>7</sup> 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 (menos) sensibles ante las oscilaciones del mercado. De acuerdo al modelo CAPM, dado su mayor (menor) riesgo, en equilibrio su rentabilidad esperada será mayor (menor) que la rentabilidad media del mercado bursátil.

<sup>8</sup> Las *betas* de la cartera de privatizaciones se han estimado a partir de los coeficientes *beta* para las últimas 250 sesiones de cada uno de los valores incluidos en la misma al cierre de 2009. Dichos valores son publicados por la Sociedad de Bolsas en su informe mensual correspondiente a diciembre de 2009.

en el precio de venta.

Por otro lado, se observa también las diferencias de rentabilidad existentes entre el Índice CCP y el Índice CCP-ponderado. En este caso, tales diferencias vienen determinadas por el peso atribuido a cada uno de los títulos dentro de las carteras. En el Gráfico II-6 se representa el peso atribuido a cada uno de los valores en ambos índices de privatizaciones que estaban incluidos en la cartera al cierre de 2009, así como la ponderación los mismos en el Ibex-35<sup>9</sup>. Los títulos privatizados suponen en esa fecha un 43,21% del peso total del Ibex, lo que explica, en gran medida, la elevada correlación existente entre los índices de privatizaciones y el indicador del mercado.

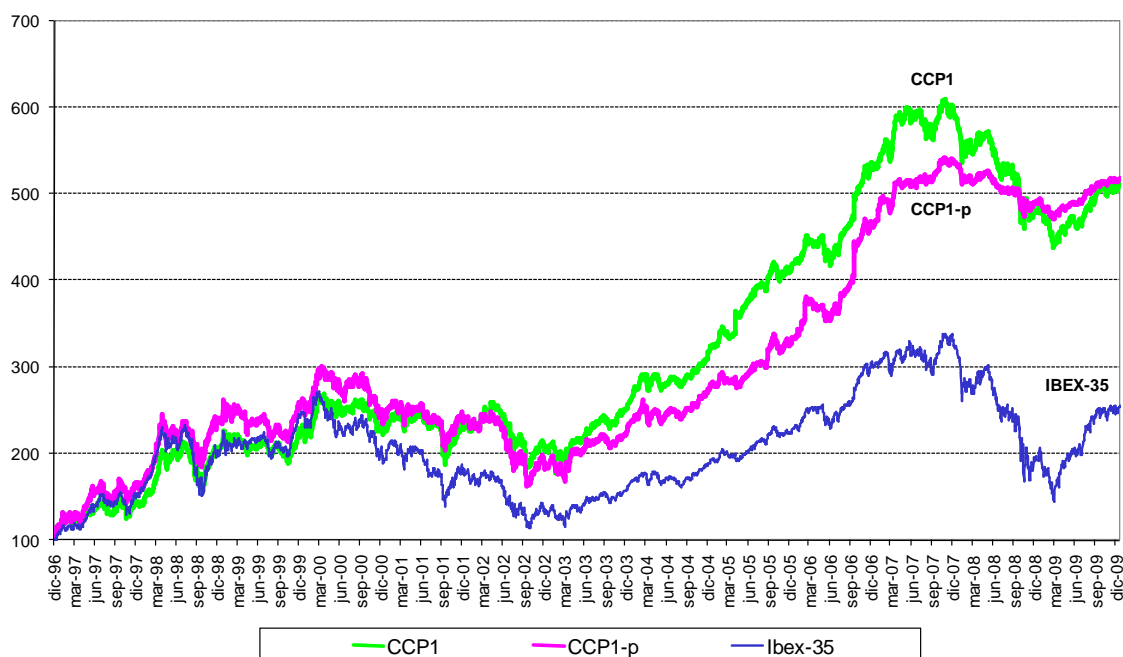
El Gráfico II-7 recoge la rentabilidad anual de los índices de privatizaciones para el caso de un inversor minorista, así como las del mercado español representado por el Ibex-35. En él se observa con mayor claridad las diferencias de rentabilidad descritas entre los distintos indicadores en los últimos años así como el peor comportamiento experimentado por la cartera de valores privatizados en el año 2009.

Finalmente, puede resultar de interés comparar la evolución de la cartera de títulos privatizados no sólo con el mercado de valores español, con el que, como se ha puesto de manifiesto, existe una fuerte correlación, sino también con las bolsas de valores en el ámbito internacional.

---

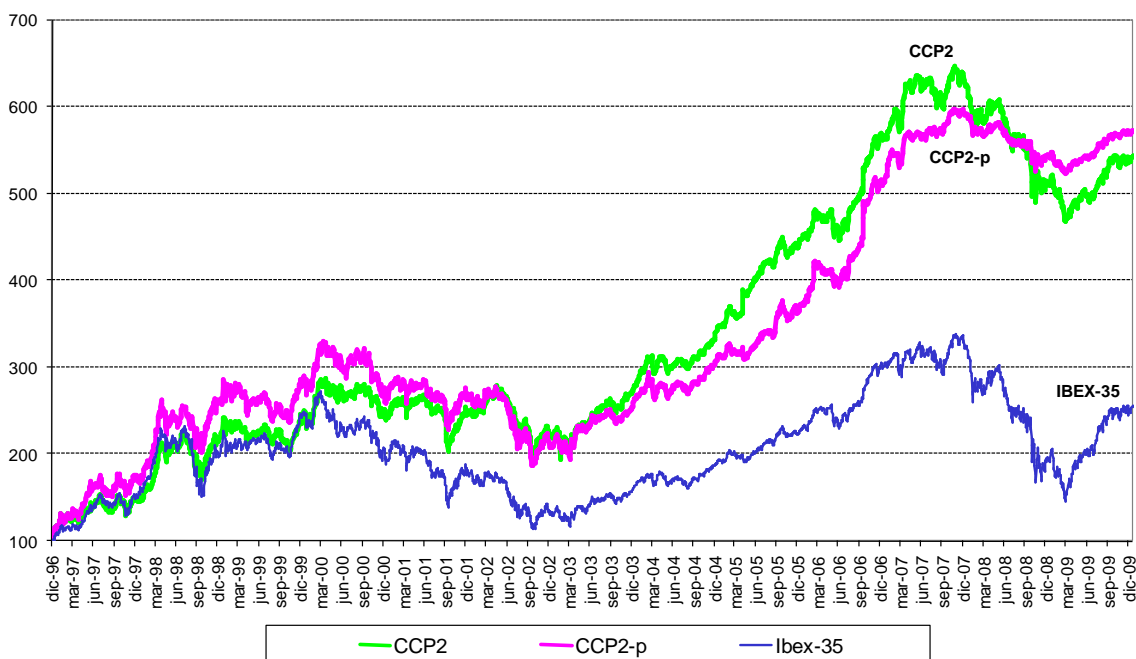
<sup>9</sup> De los valores incluidos en diciembre de 2009 en la cartera de privatizaciones, sólo Ence queda fuera del Ibex-35.

**Gráfico II-4. Evolución de los Índices CCP1 y CCP1-ponderado frente al Ibex-35 (inversor institucional)**



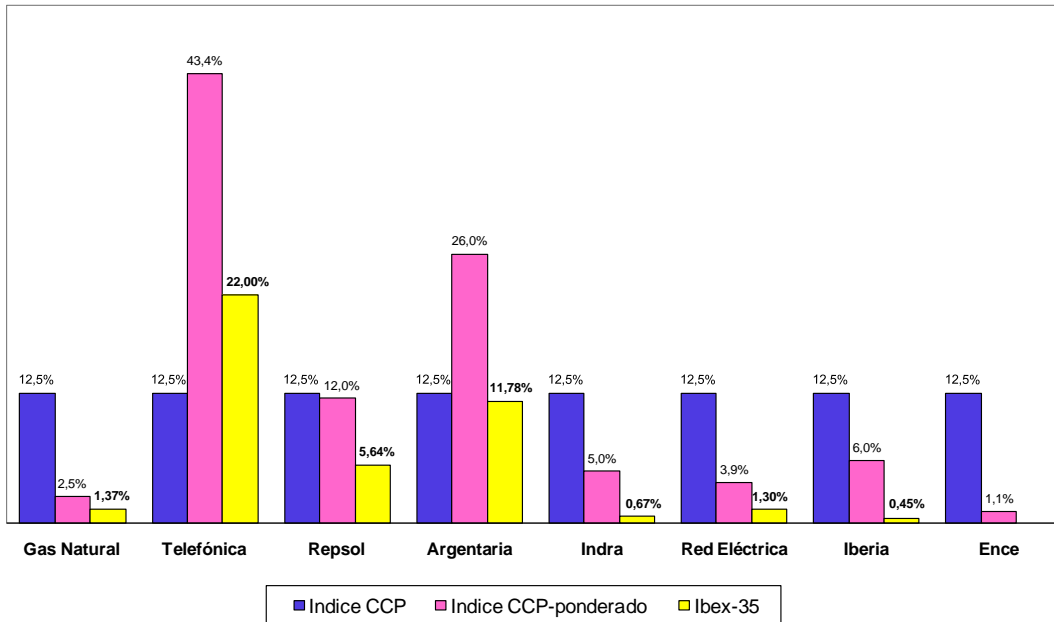
Fuente: Elaboración propia a partir de cotizaciones bursátiles

**Gráfico II-5. Evolución de los Índices CCP2 y CCP2-ponderado frente al Ibex-35 (inversor minorista)**



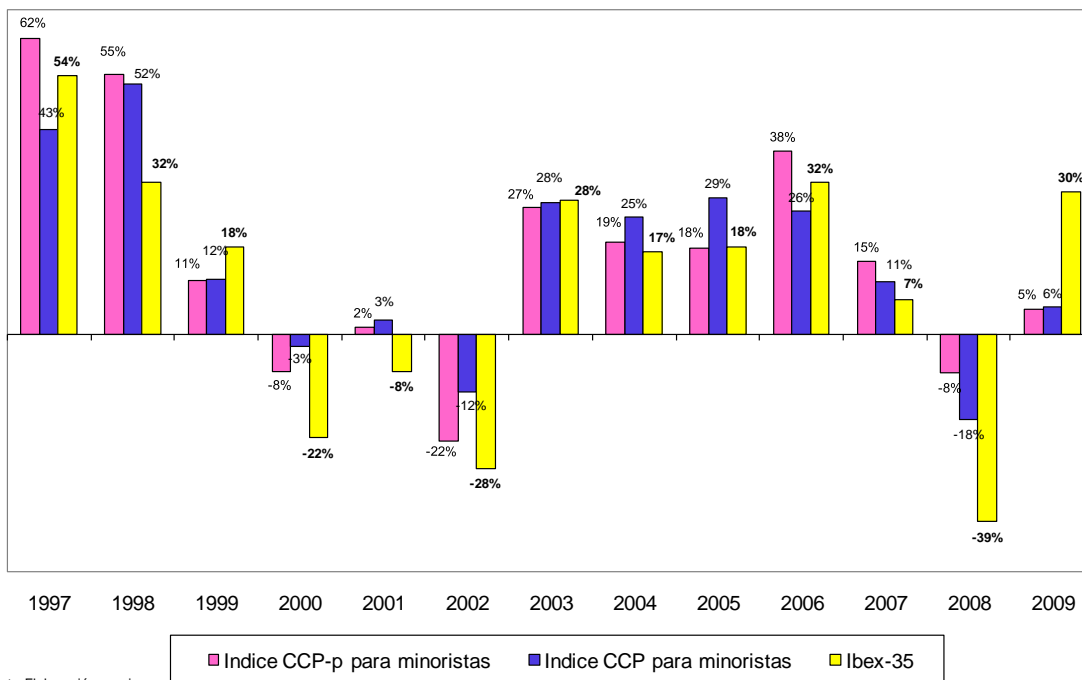
Fuente: Elaboración propia a partir de cotizaciones bursátiles

**Gráfico II-6. Ponderaciones de los valores privatizados (dic-07)**



Fuente: Elaboración propia. Los datos de ponderación del Ibex-35 se han tomado de la Sociedad de Bolsas.

**Gráfico II-7. Rentabilidad anual del Ibex-35 y los índices de privatizaciones (inversor minorista)**

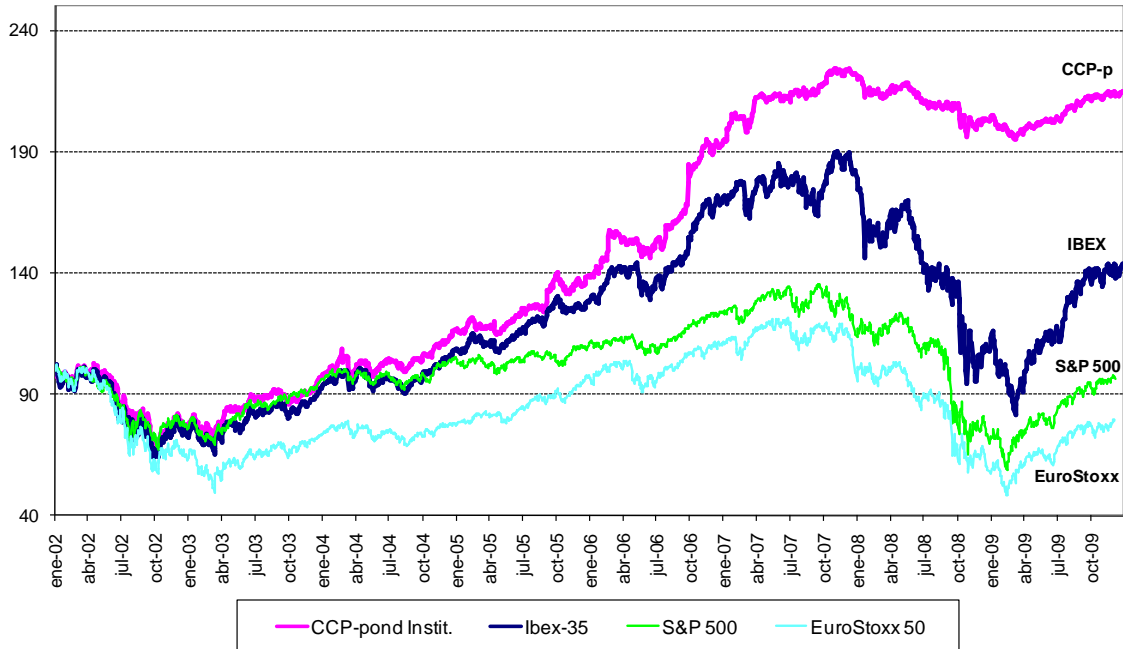


Fuente: Elaboración propia

Tomando el caso del Eurostoxx-50 como indicador de la zona euro, se observa que, en general, en el intervalo temporal considerado, la evolución de dicho indicador ha sido menos favorable que la del mercado bursátil español y, en especial, que la de la cartera de privatizaciones considerada en este análisis (Gráfico II-8). Desde el último trimestre de 2008 hasta marzo de 2009, es decir, en la época de descenso de los mercados bursátiles, el Eurostoxx-50 retrocedió un 38%, mientras que, en ese mismo intervalo, el índice de privatizaciones (tomando el caso de un inversor institucional con objeto de que resulte más comparable) sólo retrocedió un 6%.

Sin embargo, a partir de esa fecha se produce un cambio de tendencia que lleva al Eurostoxx-50 a recuperar hasta el final de 2009 un 58%. Si comparamos tales resultados con la evolución del mercado bursátil español, parece que la bolsa española habría mejorado a la media europea, ya que la subida experimentada por el Ibex-35 en ese intervalo es del 64%. El índice de privatizaciones, sin embargo, sólo recuperó un 9%. En todo caso, el Gráfico II-8 viene a poner de manifiesto que, en términos generales y considerando todo el intervalo temporal analizado, la cartera de valores privatizados habría experimentado un comportamiento más favorable desde el punto de vista de la rentabilidad en el medio/largo plazo que la media del mercado español o del europeo.

**Gráfico II-8. Evolución de los Índices mundiales frente al Índice de privatizaciones (inversor institucional)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos bursátiles







# CCP

## *CAPÍTULO III*

**RECOPILACIÓN DE LAS RECOMENDACIONES  
DEL CCP**



En este capítulo se resumen las principales recomendaciones que el CCP ha ido realizando a través de sus dictámenes sobre operaciones concretas de privatización.

Estas recomendaciones son la vía más importante a través de las cuales el CCP, como órgano consultivo, ha podido ejercer su influencia en la evolución que han tenido los sistemas utilizados para la venta de empresas públicas en España. Naturalmente, valorar la influencia que un organismo de la naturaleza del CCP ha podido tener sobre los procesos de privatización no constituye una tarea fácil, ya que, entre otras razones, sería necesario realizar determinados supuestos sobre cómo habrían evolucionado los sistemas de privatización si dicho órgano no hubiera existido.

Hay que tener en cuenta que además de las recomendaciones contenidas en sus dictámenes también pueden existir otras vías por las que se materialice esta influencia. Entre ellas podríamos citar: a) las consultas previas; y b) la mera existencia del CCP.

Las consultas previas han existido en diversos procesos de privatización en los que diferentes agentes gestores han ido enviando información y requiriendo la opinión del CCP sobre diferentes aspectos. De este modo, pueden existir sugerencias o recomendaciones realizadas por el Consejo en fases intermedias de las operaciones que no se reflejen en el Dictamen final del CCP por haber sido atendidas previamente.

Adicionalmente, la mera existencia de un organismo encargado de velar por los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia en los procesos de

privatización, puede ejercer una clara influencia sobre las expectativas no sólo de los agentes gestores, sino del conjunto de los agentes implicados en los procesos de privatización — como los asesores y valoradores que participan en los concursos así como los potenciales compradores — que pueden tener una mayor confianza en que sus derechos se van a ver salvaguardados y que las decisiones finales van a responder a un análisis lo más objetivo posible de las ofertas presentadas. Con todo ello, la creación y funcionamiento del CCP puede haber contribuido a incrementar la credibilidad en el conjunto del proceso de privatizaciones.

En todo caso, como se ha comentado, las recomendaciones incluidas en sus dictámenes son la vía principal que ha tenido el CCP de influir en la evolución de los sistemas de venta. En este sentido la labor del CCP ha consistido en tratar de profundizar y mejorar de forma continua las prácticas de privatización, principalmente, desde los principios de la publicidad, transparencia y libre concurrencia.

Estas recomendaciones se han ido elaborando de una manera progresiva o acumulativa a partir de los casos que ha tenido que ir analizando el CCP. Podríamos distinguir aquellas recomendaciones que han tenido un impacto en la misma operación en la que se realizan de aquellas otras que han ido teniendo resultados en operaciones posteriores.

Las segundas han sido más importantes ya que, en muchas ocasiones, debido a la conclusión de las fases previas de la operación no era posible aplicar las recomendaciones en la operación en curso a menos que se reiniciara. De este modo, gran parte de las recomendaciones del CCP, aunque no se hayan aplicado a la operación en que se realizan, si se han ido extendiendo en las operaciones futuras. También se observa que el ritmo de adaptación ha sido diferente. Así, mientras que algunas de las recomendaciones se han adoptado en un plazo relativamente breve, otras han precisado un tiempo de implementación más largo.

En el siguiente cuadro se incluye un resumen de las recomendaciones realizadas por el CCP en sus dictámenes sobre operaciones de privatización agrupados en tres apartados principales: 1) Sobre la selección de asesores; 2) Sobre OPVs; 3) Sobre operaciones distintas a las OPVs.

Este cuadro supone una actualización y puesta al día del cuadro que se incluyó en el Informe de Actividades CCP 2003.

**Tabla III-1. Recomendaciones del CCP**

RECOMENDACIONES	OBSERVACIONES
<b>1.- RECOMENDACIONES SOBRE LA SELECCIÓN DE ASESORES</b>	
1.1.- Evitar las adjudicaciones directas en la selección de asesores.	<i>Desde la creación del CCP se ha generalizado el uso de procedimientos concursionales en la selección de los asesores.</i>
<b>1.2.- Sobre la preselección de las entidades que participarán en los concursos para la selección de asesores</b>	
1.2.1. Convocatoria universal frente a convocatoria limitada.	<i>Aunque el CCP no se ha mostrado contrario a la utilización de la convocatoria limitada, si ha recomendado reiteradamente que en aquellas ocasiones en las que las características de la operación lo permita, se utilice la convocatoria universal de entidades. Dicha recomendación ha tenido, sin embargo, un reducido seguimiento.</i>
1.2.2. Incrementar el número de entidades preseleccionadas	<i>Los Agentes Gestores han ido incrementando el número de convocados a estos concursos que, en general, ha resultado suficiente para garantizar un adecuado nivel de concurrencia.</i>
1.2.3. Medidas para incentivar el número de entidades que se presentan a los concursos entre los preseleccionados.	<i>En este campo se ha ido avanzando en algunos aspectos, como en la mejora de la preselección para que los candidatos se adecuen a las características de la operación, aunque todavía existen posibilidades de mejora.</i>
1.2.4. Justificación de los criterios utilizados para la preselección de asesores y utilización, siempre que estén disponibles, de rankings u otros criterios objetivos.	<i>El CCP ha insistido en esta recomendación y se ha ido mejorando la explicación sobre los criterios en que se basa la preselección de entidades realizada.</i>
1.2.5. Justificación de los criterios utilizados para excluir de la preselección a entidades "similares" a las convocadas.	<i>Esta recomendación ha sido incluida en diversos dictámenes y, en general, se han presentado ciertas dificultades para su seguimiento de una manera generalizada.</i>
1.2.6. Aprobación previa de los criterios de inclusión/exclusión de candidatos en la preselección.	<i>Al igual que se hace con los criterios para la "selección" de asesor entre los preseleccionados, el CCP ha recomendado que también se aprueben con carácter previo los criterios para la preselección de candidatos.</i>
<b>1.3.- Sobre los criterios incluidos en el baremo para la selección de los asesores</b>	
1.3.1. Aumentar la ponderación de las comisiones/honorarios en el baremo de selección	<i>Esta ha sido una recomendación reiterada del CCP por la objetividad del criterio y como medio de incrementar la competencia entre las entidades convocadas y, de hecho, se ha observado un incremento significativo del peso asignado a este criterio.</i>
1.3.2. Aprobación previa de los "métodos" de asignación de puntos a los criterios del baremo	<i>El Consejo ha recomendado que con carácter previo no sólo se apruebe el baremo sino también los métodos que se utilizarán para asignar los puntos en cada criterio.</i>



1.3.3. En el criterio de las comisiones/honorarios utilizar métodos de asignación de puntos que no contribuyan a disminuir su importancia.	<i>En la opinión del CCP no sólo es importante otorgar una ponderación en el baremo elevada al criterio de las comisiones/honorarios sino que, además, se deberían evitar aquellos métodos para asignar puntos que tiendan a minimizar las distancias en puntos obtenidos por los diferentes candidatos en el criterio de las ofertas económicas.</i>
1.3.4. Incrementar la objetivación y cuantificación de aquellos criterios de selección que, en principio, están más sujetos a interpretación.	<i>En este aspecto el Consejo ha reiterado la necesidad de realizar un esfuerzo para reducir la discrecionalidad en la asignación de puntos en aquellos criterios del baremo menos objetivables.</i>
1.3.5. Realizar un esfuerzo en la justificación de las puntuaciones asignadas a cada uno de los criterios de las ofertas.	<i>En este aspecto se ha producido una clara mejora, y la información sobre cómo se realiza la asignación de puntos en cada criterio del baremo se ha incrementado sustancialmente.</i>
1.3.6. Excluir de los baremos de selección de asesores las “pre-valoraciones” de las empresas en venta.	<i>El CCP consideró que las valoraciones previas son una primera aproximación, ya que los asesores carecen de información relevante para su realización, y que podrían influir en el comportamiento posterior de los propios asesores. De este modo, los Agentes Gestores han ido excluyendo este criterio de los baremos.</i>
<b>1.4.- Información proporcionada a los candidatos en las cartas de convocatoria</b>	
1.4.1. Proporcionar información detallada a los candidatos sobre los criterios que se tendrán en cuenta para valorar sus ofertas.	<i>Esta recomendación se ha seguido ampliamente con carácter general.</i>
1.4.1. Incrementar la información sobre los servicios requeridos y la posible incompatibilidad de funciones del asesor.	<i>A la vista de la experiencia se ha recomendado que se incremente el detalle de la información sobre los servicios requeridos y sobre las “incompatibilidades” sobrevenidas que pudieran ocurrir en el transcurso de la operación.</i>
1.4.2. Ofrecer información a los candidatos sobre la importancia relativa de los criterios de selección.	<i>La información ofrecida a los candidatos sobre la importancia relativa de los diferentes criterios del baremo, en general, ha sido escasa. El CCP no ha recomendado informar sobre las ponderaciones exactas del baremo pero sí sobre la importancia relativa de cada uno de los criterios para valorar las ofertas.</i>
<b>1.5.- Conveniencia de realizar concursos cuando se amplían las funciones iniciales del asesor.</b>	<i>En diferentes operaciones se amplió el mandato del asesor mediante negociación bilateral con el mismo. Después de la recomendación del CCP en algunos de los casos en que ha habido necesidad se ha recurrido a un nuevo concurso de selección.</i>
<b>1.6.- Conveniencia de incluir en los contratos con el asesor la posibilidad de rescisión en caso de conflictos de interés sobrevenidos</b>	<i>Después de algunas experiencias en las que se mostró la utilidad de esta fórmula se ha ido incluyendo explícitamente en los mandatos firmados con los asesores la posibilidad de que se pueda rescindir el contrato si la entidad incurre en un conflicto de intereses sobrevenido.</i>
<b>1.7.- Evitar que transcurra un excesivo periodo de tiempo entre la selección del asesor hasta el inicio en la prestación de sus servicios y la ejecución de la operación.</b>	<i>En algunas operaciones estos tiempos han sido excesivos lo que ha generado algunas complicaciones y, sobre todo, ha disminuido el atractivo para las entidades de participar en futuras operaciones.</i>
<b>1.8.- Homogeneizar los procesos de selección de “otros” asesores, como por ejemplo los jurídicos, a los procesos de selección de los asesores financieros.</b>	<i>En ocasiones en las que ha sido necesaria la selección de otros tipos de asesores, además del asesor “financiero”, tanto la formalización del proceso como la información existente ha sido inferior en relación con el caso mucho más estandarizado de los procesos de selección de asesor financiero.</i>

<b>2.- RECOMENDACIONES SOBRE VENTAS EN LOS MERCADOS DE VALORES (principalmente Ofertas Públicas de Ventas — OPVs —)</b>	
<b>2.1.- Conveniencia de contar con un Asesor financiero independiente de los Coordinadores Globales</b>	<i>El Consejo considera de gran utilidad para el agente gestor contar con esta figura en las grandes OPVs, entre otras razones, por los conflictos de interés a los que se enfrentan los coordinadores globales en diferentes fases de la operación. Es una recomendación que sólo ha sido seguida parcialmente.</i>
<b>2.2.- Medidas para evitar posibles conflictos de interés cuando los Coordinadores Globales sean al mismo tiempo Accionistas significativos de la empresa en venta.</b>	<i>En esta línea el CCP ha especificado diferentes medidas, algunas de las cuales han sido adoptadas, como por ejemplo, que el hecho de ser accionista significativo, al menos, no se considere como un mérito a la hora de evaluar las propuestas. La observancia de la recomendación 2.1. también serviría para este fin.</i>
<b>2.3.- Eliminación de los baremos para elegir Coordinadores Globales de las recomendaciones que estas entidades habían realizado previamente a sus clientes sobre la empresa a privatizar</b>	<i>En opinión del Consejo esta práctica podía dar lugar a posibles conflictos de intereses y por eso se recomendaba su eliminación. Tras la recomendación del Consejo, los Agentes Gestores no utilizan las recomendaciones sobre el valor como criterio explícito en el baremo de selección.</i>
<b>2.4.- Elaboración de un informe de valoración por una entidad independiente de los Coordinadores globales en las OPVs iniciales.</b>	<i>De nuevo, se considera que la elaboración del informe de valoración por las mismas entidades que tienen que proceder a su venta podría originar un conflicto de intereses. Esta recomendación se ha cumplido en gran parte de las OPVs iniciales.</i>
<b>2.5.- Incrementar la objetividad en la asignación de acciones en los tramos institucionales de las OPVs</b>	
<b>2.5.1.</b> Conveniencia de elaboración previa de una clasificación de los principales inversores institucionales para la asignación de acciones en el tramo institucional.	<i>Debido a la amplia discrecionalidad existente a la hora de asignar las acciones en los tramos institucionales esta medida puede ayudar en el incremento de la objetividad en esta fase.</i>
<b>2.5.2.</b> Supervisión por parte del Agente Gestor, asistido en su caso por el asesor, de las decisiones adoptadas por los Coordinadores Globales relativas a la asignación de las acciones.	<i>Esta medida es importante ya que en las primeras OPVs los folletos informativos asignaban todo el poder de decisión en esta fase a los Coordinadores Globales. Esto se ha corregido. En otros campos como en la elaboración del libro de demanda también se ha mejorado en los aspectos de su supervisión.</i>
<b>2.5.3.</b> Limitación de las funciones de los coordinadores globales.	<i>Así, se han ido transfiriendo funciones de los Coordinadores Globales al Agente Gestor, aunque se podría seguir profundizando en esta línea sobre todo si existe la figura del asesor independiente.</i>
<b>2.5.4.</b> Conveniencia de eliminar los tramos “regionales” y utilización de un único tramo institucional global.	<i>En las primeras OPVs se segmentaba el mercado mundial en varios tramos regionales. Debido a los problemas que generaba este sistema el Consejo recomendó la eliminación de dichos tramos y su conversión en un único tramo. Esta recomendación iba en la línea de la evolución del mercado y ha sido adoptada en las OPVs españolas pero sólo para el tramo internacional. De este modo, coexisten un tramo nacional y el mencionado internacional.</i>
<b>2.5.5.</b> Conveniencia de que la asignación de las acciones se realice de una manera lo más automatizada posible en función de las clasificaciones previas de inversores así como de una serie de parámetros objetivos como el momento en que se cursa la orden.	<i>De nuevo esta medida tiene el objetivo de reducir, hasta donde sea posible, la discrecionalidad en esta fase de decisión. Esta medida no ha sido adoptada con generalidad.</i>
<b>2.6.- Preferencia por la existencia de OPVs con tramo minorista, cuando las condiciones de la operación lo permitan.</b>	<i>Las grandes OPVs han contado con tramos minoristas significativos aunque en algunas OPVs de tamaño mediano y pequeño no han contado con este tipo de tramos.</i>

<p><b>2.7.- Limitación de los tramos minoristas destinados a trabajadores de las propias empresas privatizadas.</b></p>	<p><i>El Consejo ha recomendado la limitación de estos tramos debido a su coste y la dudosa justificación desde el punto de vista del interés general.</i></p>
<p><b>2.8.- Conveniencia de repartir los costes de los tramos para trabajadores con la propia empresa en privatización.</b></p>	<p><i>La justificación reside en el importante coste de los incentivos especiales destinados a que los trabajadores adquieran acciones y a que, teóricamente, las ventajas recaen en la propia empresa. Esta propuesta apenas se ha aplicado.</i></p>
<p><b>2.9.- Eliminar la extensión de tramos minoristas especiales a otros colectivos como pueden ser los trabajadores de los “holdings” privatizadores o, por ejemplo, a los estanqueros en el caso de la privatización de Tabacalera.</b></p>	<p><i>Con anterioridad a la creación del CCP era frecuente la existencia de tramos de acciones para los trabajadores de los holdings vendedores (INI, INH, Teneo o SEPI). Sin embargo, dada su dudosa justificación, siguiendo la recomendación del CCP esta práctica se ha eliminado. Adicionalmente, y por razones similares, el CCP se mostró contrario a que en la privatización de Tabacalera se privilegiara a los estanqueros con tramos específicos y el Agente Gestor aceptó la opinión del CCP.</i></p>
<p><b>2.10.- Asignación de acciones en los tramos minoristas.</b></p>	
<p><b>2.10.1.</b> Utilización de sistemas de prorrateo que no incentiven la realización de órdenes con peticiones por encima de las verdaderas preferencias.</p>	<p><i>En diversas operaciones se ha constatado como algunos sistemas de prorrateo incentivan la presentación de órdenes “infladas” ante las expectativas de una importante sobredemanda. Por ello, el Consejo ha recomendado la utilización de sistemas de prorrateo en los que los inversores no obtengan ventajas por presentar órdenes superiores a sus preferencias, como es el caso de un sistema lineal por escalones en el que el tramo marginal se adjudica mediante sorteo.</i></p>
<p><b>2.10.2.</b> Puesta en práctica de medidas para que las entidades financieras no tengan incentivos para recomendar a sus clientes realizar peticiones por encima de sus preferencias</p>	<p><i>Se ha observado que algunas prácticas — por ejemplo, alguna estructura de las comisiones que reciben las entidades colocadoras — hacen que no sólo los inversores minoristas sino también las propias entidades colocadoras tengan interés en que se presenten órdenes “infladas” que incrementen artificialmente la demanda de acciones. Por eso se ha recomendado el análisis de este tipo de mecanismos.</i></p>
<p><b>2.11.- Conveniencia de que los posible incentivos en los tramos minoristas tengan un carácter diferido en lugar de ser recibidos de manera inmediata.</b></p>	<p><i>Aunque no todas las OPVs han contado con incentivos en los tramos minoristas esta práctica ha sido generalizada. La mayoría de los casos ha contado con descuentos inmediatos sobre el precio institucional. Esta práctica puede generar algunos problemas, entre ellos, el fomento de la compra en una OPV con el objetivo de su venta inmediata. Por eso se ha recomendado que, en el caso de que se considere necesario, se opte por incentivos diferidos (por ejemplo, descuentos en el precio si se mantienen las acciones un determinado plazo).</i></p>
<p><b>2.12. Basar los incentivos diferidos en descuentos sobre el precio de venta y no en la entrega de acciones.</b></p>	<p><i>La utilización de incentivos diferidos basados en la entrega de acciones ha generado algunos problemas como la reserva de acciones en exceso (que después hay que volver a colocar con un coste adicional) para evitar el riesgo de la evolución del precio en el caso de tener que adquirir las acciones. Por esta y otras razones se recomienda establecer este incentivo diferido en forma de descuento sobre el precio de compra.</i></p>
<p><b>2.13. Utilización de la “venta en bloque” para desprenderse de paquetes de acciones.</b></p>	
<p><b>2.13.1.</b> Fomentar la competencia entre las entidades financieras que participaran en la colocación.</p>	<p><i>En este tipo de operaciones el fomentar la competencia en la selección de la entidad que instrumentará la colocación es esencial para asegurarse un buen resultado para el vendedor.</i></p>
<p><b>2.13.2.</b> Utilización del sistema de venta en bloque de “bookbuilding acelerado” frente al llamado “bought deal”.</p>	<p><i>Se estima que el sistema de “bookbuilding acelerado” presenta alguna ventajas en relación con el “bought deal” en relación con los principios de competencia, publicidad y transparencia en la colocación final.</i></p>

### 3.- RECOMENDACIONES SOBRE OPERACIONES DE VENTA FUERA DE LOS MERCADOS DE VALORES

<p><b>3.1.- Conveniencia de contar con un valorador independiente del asesor.</b></p>	<p><i>Si el asesor elabora la valoración se le podría plantear un conflicto de interés. Por ello, el CCP ha insistido en que se separen en dos entidades independientes estas funciones. La recomendación se ha ido teniendo en cuenta progresivamente. En algunas ocasiones en las que el propio asesor ha elaborado la valoración, al menos, ha habido una “fairness opinion” sobre dicha valoración realizada por otra entidad.</i></p>
<p><b>3.2.- Sobre la convocatoria de compradores</b></p>	
<p><b>3.2.1.-</b> Ampliar los contactos previos del asesor</p>	<p><i>Se ha recomendado que la labor de prospección de compradores realizada por el asesor sea lo menos limitativa posible, intentando abarcar el número más amplio posible de potenciales compradores</i></p>
<p><b>3.2.2.-</b> Evitar la utilización de “perfiles” restrictivos en la búsqueda de compradores.</p>	<p><i>En algunas de las primeras operaciones se utilizaron “perfiles” que limitaban el ámbito de los potenciales compradores dando lugar a una escasa competencia. Esta recomendación del CCP, muy relacionada con la anterior, tiene el objetivo de incrementar el grado de competencia en la operación a través de no realizar descartes de candidatos en fases muy tempranas de la operación.</i></p>
<p><b>3.2.3.-</b> Realizar convocatorias de compradores abiertas no limitadas a los contactos realizados por el asesor.</p>	<p><i>Antes de las recomendaciones del CCP en este sentido las convocatorias de compradores se limitaban a la lista de potenciales interesados realizadas por el asesor. De una manera progresiva esta recomendación se ha ido adoptando y, en la mayor parte de este tipo de operaciones, se han realizado anuncios en los que se destaca el carácter abierto de la operación a cualquier posible interesado.</i></p>
<p><b>3.3.- Prohibición de concurrir al equipo directivo de la empresa en venta</b></p>	<p><i>Cuando el equipo directivo forma parte de algunas de las ofertas competidoras surgen numerosos conflicto de intereses cuyos problemas pueden superar las posibles ventajas de que los directivos compitan en la compra. Esto se pudo experimentar en algunas de las primeras operaciones en las que se permitía está práctica. Después de la recomendación del CCP y, a la vista de la experiencia, no se ha permitido la concurrencia de los directivos en los procesos de compra.</i></p>
<p><b>3.4.- Sobre la elaboración de informes de valoración de la empresa en venta</b></p>	
<p><b>3.4.1.-</b>Elaboración de la valoración antes de la presentación de las ofertas no vinculantes de los potenciales compradores.</p>	<p><i>Es importante que tanto las valoraciones como sus actualizaciones sean realizadas antes de la recepción de las primeras ofertas presentadas por el candidato. Se trataría de que el valorador no estuviera influido por estas ofertas.</i></p>
<p><b>3.4.2.-</b>Necesidad de que la valoración esté actualizada</p>	<p><i>El Consejo ha recomendado que cuando ha transcurrido un tiempo “excesivo” entre su elaboración y el momento en que se presentan las ofertas de los candidatos se proceda a realizar una actualización.</i></p>
<p><b>3.4.3.-</b> Utilización, en todo caso, del método del descuento de flujo de caja</p>	<p><i>Se ha recomendado la utilización, de manera general, de este método incluso aunque sea complementado por otros que se consideren adecuados en cada caso. En las ocasiones excepcionales en las que no se utiliza se ha recomendado que se expliquen adecuadamente las justificaciones por las cuales no se puede utilizar.</i></p>
<p><b>3.4.4.-</b> Justificación de manera detallada de los supuestos utilizados en la elaboración de la valoración.</p>	<p><i>El CCP considera que, dados los márgenes existentes en la elaboración de las valoraciones, los supuestos que se han ido realizando deberían estar detalladamente explicados y justificados.</i></p>

<b>3.4.5.-</b> El valorador debe utilizar sus propias proyecciones de flujos o dar su diagnóstico sobre las proyecciones ofrecidas por la propia compañía.	<i>El Consejo ha considerado que el valorador no debería adoptar de una manera pasiva las proyecciones de flujos suministrados bien por el equipo directivo de la empresa en venta o bien por el agente gestor.</i>
<b>3.4.6.-</b> Cuando se producen fusiones que implican un intercambio accionarial el CCP ha recomendado contar con valoraciones independientes de las empresas que son objeto de intercambio accionarial	<i>Sólo han existido un par de operaciones de este tipo y en ellas se ha seguido esta recomendación.</i>
<b>3.5.- El Consejo ha recomendado que para la selección del comprador se utilice el sistema de subasta precedido, en su caso, por la fijación de unos requisitos mínimos que todos los candidatos deberían cumplir.</b>	<i>Este sistema ofrece una decisión final objetiva al basarse únicamente en el criterio del precio (podría matizarse en el caso de que las dos mejores ofertas no se separen más de un porcentaje predeterminado) al mismo tiempo que posibilita que el agente gestor considere satisfechos sus objetivos a través del establecimiento de los requisitos mínimos (por ejemplo en relación a la plantilla).</i>
<b>3.6.- Cuando se utiliza el sistema de concurso para la selección de compradores el Consejo ha recomendado:</b>	
<b>3.6.1.-</b> Existencia de un baremo aprobado previamente	<i>Con anterioridad a la creación del CCP no era frecuente la utilización de baremos explícitos y se recurría a un análisis cualitativo de las ofertas presentadas.</i>
<b>3.6.2.-</b> Aprobación previa de las reglas para la aplicación de puntos en los distintos criterios del baremo.	<i>Al igual que en el caso de la selección de asesores este aspecto también es de gran relevancia en el caso de la selección de compradores.</i>
<b>3.6.3.-</b> Realizar un esfuerzo en la objetivización de aquellos criterios más difícilmente cuantificables.	<i>Cuando se solicitan “planes industriales” como parte de las ofertas necesariamente van a existir diferentes aspectos en los que existirán amplios márgenes para su interpretación y valoración.</i>
<b>3.6.4.-</b> Otorgar al criterio del precio una ponderación altamente significativa.	<i>Aunque existan otros criterios a tener en cuenta, el precio debería seguir siendo trascendental a la hora de adoptar la decisión final.</i>
<b>3.6.5.-</b> Informar a los candidatos no sólo de los criterios con los que se les va a valorar sino también su ordenación de acuerdo a su importancia en el baremo.	<i>Esta recomendación no incluye la información de las ponderaciones exactas de los criterios del baremo, ya que existen importantes argumentos a favor pero también en contra de esta práctica.</i>
<b>3.6.6.-</b> Realización del análisis y valoración de los “planes industriales” antes de abrir los sobres en los que se incluyen las ofertas económicas	<i>Esta recomendación intenta evitar que los equipos que analizan y valoran aquellos criterios diferentes al precio estén condicionados en su labor por la oferta económica presentada en cada oferta.</i>
<b>3.6.7.-</b> Realizar una detallada justificación de las puntuaciones que finalmente se han asignado a cada candidato en cada criterio	<i>Cuando se utilizan este tipo de concursos esta recomendación es de vital importancia para cumplir con los principios de transparencia e igualdad de trato.</i>
<b>3.7.- Sobre el sistema de venta a través de adjudicaciones directas el CCP ha recomendado:</b>	
<b>3.7.1.-</b> Evitar las adjudicaciones directas	<i>El Consejo ha considerado que las adjudicaciones directas deben revestir un carácter marcadamente excepcional y estar debidamente justificadas. En la práctica este sistema se ha usado en escasas ocasiones en las que existían importantes obstáculos a la concurrencia.</i>
<b>3.7.2.-</b> Evitar, en la medida de lo posible, incluir derechos de tanteo o de adquisición preferentes en los estatutos de las empresas en las que participe el sector público.	<i>Este tipo de cláusulas son la principal razón de la falta de concurrencia. Aunque no eliminan toda posibilidad de concurrencia si supone una gran limitación que, en la práctica, hace que, en última instancia, se tenga que recurrir a la adjudicación directa a través de una negociación bilateral.</i>

<p><b>3.7.3.-</b> Participación del agente gestor en las plusvalías que se puedan generar por ventas posteriores a un tercero.</p>	<p><i>El Consejo ha recomendado la utilización de una cláusula de este tipo en aquellas operaciones en las que la concurrencia ha sido escasa o inexistente. En estos casos, el vendedor no ha contado con referencias de mercado sobre el valor de la empresa y, por ello, la utilidad de estas cláusulas es elevada</i></p>
<p><b>3.8.-</b> Con independencia del sistema elegido, seguir un procedimiento formalizado a través de la elaboración de unas “Bases” del proceso que sean conocidas por los candidatos.</p>	<p><i>Con anterioridad a la existencia del Consejo, en general, los procesos de venta contaban con una escasa formalización y los agentes gestores iban decidiendo cada paso adicional sin atenerse a un proceso previamente establecido. Entre otras razones, la elaboración de estas bases puede contribuir a una mayor concurrencia debido a que disminuyen las incertidumbres a las que se enfrentan los candidatos.</i></p>
<p><b>3.9.-</b> Plazos suficientes para la presentación de ofertas desde que se suministra la información a los candidatos</p>	<p><i>Aunque, en general, se puede considerar que estos plazos han sido suficientes pueden haber existido algunas operaciones en la que el tiempo otorgado ha estado muy ajustado.</i></p>
<p><b>3.10.-</b> Apertura de las ofertas de manera simultánea y ante notario.</p>	<p><i>Esta recomendación se ha ido extendiendo y tiene el objetivo de incrementar la transparencia.</i></p>
<p><b>3.11.-</b> No eliminar candidatos en la fase de ofertas no vinculantes.</p>	<p><i>Debido a su carácter no vinculante y a que los candidatos no tienen todavía la información necesaria, el Consejo considera que no deben considerarse estas ofertas como significativas para eliminar candidatos en esta fase lo que, necesariamente, reduciría la concurrencia en la fase final. Esta recomendación se ha generalizado.</i></p>
<p><b>3.12.-</b> Denominación explícita de la oferta final como vinculante y definitiva.</p>	<p><i>Se trataría de eliminar las expectativas que puedan tener los candidatos sobre una posible oportunidad posterior para realizar una mejora de las ofertas presentadas.</i></p>
<p><b>3.13.-</b> Eliminación de las “negociaciones” con los candidatos una vez presentadas las ofertas definitivas.</p>	<p><i>Esta era una práctica muy extendida antes de la creación del CCP que ha ido disminuyendo y desapareciendo en muchos aspectos. De hecho, ya no se negocia sobre aspectos esenciales como el precio y sólo se realizan, en su caso, “aclaraciones”.</i></p>
<p><b>3.14.-</b> Eliminación de la práctica de “negociación en exclusiva” con un candidato en las fases iniciales del proceso.</p>	<p><i>En ocasiones después de la presentación de ofertas no vinculantes se elegía un candidato para mantener negociaciones en exclusiva. La experiencia ha mostrado que la ausencia de presión competitiva desemboca en un escenario desfavorable para el vendedor. Esta práctica se dejó de utilizar después de que el CCP emitiera su recomendación en ese sentido.</i></p>
<p><b>3.15.-</b> Elaboración de un Informe por parte del asesor sobre el conjunto del proceso en el que exprese su opinión sobre las diferentes fases.</p>	<p><i>En Consejo ha encontrado de gran utilidad la existencia de este tipo de informes y ha recomendado que todos los procesos cuenten con esta especie de “fairness opinión” emitida por el asesor que ha participado en la operación.</i></p>







# CCP

## *CAPÍTULO IV*

**LA ACTIVIDAD DEL CCP DURANTE 2008 Y 2009**



## **1. OPERACIONES DE PRIVATIZACIÓN DICTAMINADAS POR EL CCP EN 2008 Y 2009**

En este apartado se describen y analizan las distintas operaciones de privatización que han sido sometidas a dictamen por parte del CCP durante los años 2008 y 2009. Dichos dictámenes, que se incluyen en el Anexo 1 de este Informe, han sido los siguientes:

- Sobre el proceso de venta del 31,3% del Grupo Compañía Española de CRÉDITO Y CAUCIÓN, S.L.
- Sobre la integración jurídica del negocio de MOLYPHARMA, S.A. e IBA Molecular Spain, S.A.

El Agente gestor encargado de la privatización de CRÉDITO Y CAUCIÓN ha sido el Consorcio de Compensación de Seguros, mientras que en el caso de la integración jurídica del negocio de MOLYPHARMA ha sido SEPI.

En los dos siguientes apartados procedemos, respectivamente, a realizar una descripción de estas operaciones y a resumir las recomendaciones realizadas por el CCP en cada una de ellas.

## **2. DESCRIPCIÓN DE LAS OPERACIONES**

En la Tabla IV-1 se recogen, de manera resumida, los aspectos esenciales de los procesos de venta desarrollados en este año, concretamente la venta del 31,3% del capital del Grupo Compañía Española de Crédito y Caución, S.L. y la integración jurídica del negocio de MOLYPHARMA e IBA Molecular Spain. Los ingresos brutos generados han sido de 397 millones de euros

➤ La primera de las operaciones de privatización, finalizada en 2008, ha sido la **venta del 31,3% del capital del Grupo Compañía Española de Crédito y Caucción, S.L.** (compañía holding propietaria de las acciones de la Compañía Española de Seguros y Reaseguros de Crédito y Caucción S.A.) 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 (contenidos en los propios estatutos del Grupo Compañía Española de Crédito y Caucción, S.L.). 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 ajenos al capital de la compañía 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.

El precio de venta de la participación se resolvió a partir de una de las cláusulas contenida en el Acuerdo de Socios del Grupo Compañía Española de Crédito y Caucción, S.L. donde se estipulaba 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. Finalmente, se presentó el informe de valoración del asesor contratado por el vendedor situándose esta valoración en el rango del 10% respecto del valor estimado por el banco asesor seleccionado por el comprador. Así, se estableció un precio de la participación, como el promedio entre ambas valoraciones, que se situó en 396.999.979 euros.

➤ La segunda operación de privatización ha sido la **integración jurídica de los negocios de radiofármacos de MOLYPHARMA** e IBA Molecular Spain. MOLYPHARMA es una sociedad participada por ENUSA (empresa de la cual SEPI posee el 60%) en un 51% de su capital, la propia IBA Molecular con el 24,5% y Tudela Veguín con el 24,5% restante. Tras la operación MOLYPHARMA mantendría en su cartera las actividades de citostáticos (de reciente creación), las participaciones sociales minoritarias en determinadas entidades del sector en las que existe derecho de tanteo, la participación en la nueva sociedad conjunta con IBA Molecular Spain y una plantilla de trabajadores reducida.

Esta operación se ha tramitado como una privatización, siendo SEPI el Agente Gestor, y, por tanto, necesita la aprobación del Consejo de Ministros,

previa emisión de Dictamen por parte del Consejo Consultivo de Privatizaciones.

Existen algunas semejanzas con la operación de Construcciones Aeronáuticas S.A, desarrollada en el año 2000. En aquella operación SEPI aportó el 100% del capital de la empresa y recibió, a cambio, el 5,2% del capital de EADS. EADS se formó a partir de las aportaciones de la alemana DASA, la francesa Aerospatiale-Matra y CASA. En este caso las empresas que finalmente constituyeron EADS venían colaborando y trabajando conjuntamente en diversos proyectos, entre los cuales destacaba el desarrollo y fabricación de los Airbus o del EFA.

De manera similar, en el año 2002, Schering España y MOLYPHARMA suscribieron y aplicaron un Acuerdo de colaboración que suponía una unión de intereses al 50% entre ambas empresas en el sector de radiofármacos, cuyo objetivo era fortalecer sus respectivas capacidades en el mercado y mejorar su nivel competitivo. Dicho acuerdo implicaba un reparto al 50% del negocio conjunto así como de los resultados de explotación y de las inversiones que fuesen precisas para el desarrollo del mismo.

En 2006 el Grupo belga IBA compró la división de medicina nuclear de Schering, incluida la rama de negocio de radiofármacos. En España su filial IBA Molecular Spain se hizo cargo de los intereses de Schering en el sector y confirmó su voluntad de continuar la colaboración con MOLYPHARMA en virtud del acuerdo de colaboración pre-existente. A partir de 2007 un nuevo acuerdo de colaboración entre IBA Molecular y MOLYPHARMA ratificó y reforzó el acuerdo de colaboración anterior datado en 2002. Los principios generales que rigieron este nuevo acuerdo sentaron las bases para la colaboración empresarial en España entre IBA Molecular y MOLYPHARMA previéndose la creación de una estructura organizativa y de dirección común. El acuerdo incluyó los principios de exclusividad de las partes en el desarrollo del mismo (no pudiéndose celebrar acuerdos análogos con terceros en España), la toma de decisiones de mutuo

acuerdo y la igualdad en la distribución de los ingresos netos generados por el negocio.

El Acuerdo también previó para un momento posterior la integración jurídica del negocio de radiofármacos, que ambas entidades venían desarrollando conjuntamente mediante la creación de una nueva sociedad. Esta integración constituiría la culminación de los pasos que operativamente habían venido desarrollando los socios de ambas sociedades. Según el diseño previsto la operación se materializaría en la creación de una sociedad limitada por parte de IBA Molecular, de la que MOLYPHARMA adquiriría, posteriormente, el 50% del capital. Posteriormente se prevé realizar una ampliación de capital de la nueva sociedad a la que acudirían MOLYPHARMA e IBA Molecular y que sería suscrita al 50% por ambos socios, mediante aportación no dineraria de su rama de actividad común de radiofármacos.

Es esta operación de integración la que se ha sometido al dictamen del Consejo Consultivo de Privatizaciones, que fue emitido con fecha de 5 de junio de 2009.

**Tabla IV-1. Empresas privatizadas en 2008-2009**

EMPRESA	AGENTE GESTOR	MÉTODO	FECHA <sup>(1)</sup>	PORCENTAJE	INGRESOS	ASESORES	COMPRADOR	COMENTARIOS
GRUPO COMPAÑÍA ESPAÑOLA DE CREDITO Y CAUCIÓN S.L.	Consortio de Compensación de Seguros	Concurso (restringido por las limitaciones estatutarias). Venta al resto de los accionistas.	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.
MOLYPHARMA, S.A.	SEPI	Fusión. Negociación bilateral con IBA Molecular Spain, su socio en el negocio de radiofármacos	Jun-09		50% de las acciones de la nueva sociedad		Fusión de actividades con IBA Molecular Spain, S.A.	Se realiza una integración en una nueva sociedad de responsabilidad limitada del negocio de radiofármacos aportados por MOLYPHARMA (propiedad de ENUSA en un 51%) y de IBA Molecular Spain (de propiedad privada). En realidad se trata de la aportación a una nueva persona jurídica de una actividad que ya venía siendo desarrollada desde el año 2002 por parte de las dos empresas a través de un Acuerdo de Colaboración. A cambio de la aportación de su parte en el negocio de los radiofármacos MOLYPHARMA, recibiría el 50% de las participaciones de la nueva sociedad.

<sup>(1)</sup> Fecha de aprobación de la operación por el Consejo de Ministros.



### **3. PRINCIPALES RECOMENDACIONES DEL CCP DURANTE 2008 Y 2009**

Después de describir los procesos de privatización se resumen a continuación las principales recomendaciones realizadas por el CCP en estas operaciones. Se recuerda que en el capítulo III se han resumido las recomendaciones que el CCP ha realizado en sus dictámenes desde su creación hasta el año 2007. Por tanto, este epígrafe se centra en las recomendaciones realizadas por el CCP, en el proceso privatizador, durante los años 2008 y 2009.

#### ***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 CRÉDITO Y CAUCIÓN, 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 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, ya que se hace depender únicamente del precio, al mismo tiempo que se permite la obtención de otros objetivos del vendedor a través de la exigencia de unos requisitos mínimos.

## **2. Sobre la existencia de un asesor externo**

Desde los primeros dictámenes realizados este Consejo ha defendido la conveniencia de contar con un asesor externo para la realización y asistencia al vendedor en la realización de diferentes tareas. Entre ellas se encontraría el asesoramiento en el diseño de la operación de privatización, en el análisis de opciones alternativas, en el análisis de los balances de transferencia, en la valoración de los diferentes activos y pasivos aportados. En general se considera que la presencia de un asesor externo puede incrementar la transparencia del proceso. En el caso de MOLYPHARMA no se ha contado con la presencia de este asesor externo, si bien se ha elaborado una “Memoria Justificativa” y se ha contado con un informe de la entidad auditora de MOLYPHARMA en el que se ha valorado la “razonabilidad de los importes constitutivos del balance de integración” de la nueva sociedad conjunta.

## **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 inclusión en los estatutos de empresas participadas por el sector público de limitaciones o restricciones a 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 y MOLYPHARMA.

En el caso de CRÉDITO Y CAUCIÓN el CCP estimó que este tipo de limitaciones concedían sustanciales ventajas a los actuales socios (adicionales a las que ya disfrutaban por su condición de accionistas) debido el fuerte efecto desincentivador que tiene sobre otros potenciales candidatos, lo que dificulta la puesta en marcha de procesos concurrenciales.

En el caso de MOLYPHARMA, existía, desde el año 2002, un Acuerdo de Colaboración que ha supuesto, de hecho, una unión de intereses en el sector de radiofármacos (primero con Schering y, después con IBA Molecular) que implicaba el reparto al 50% de los resultados de explotación. El diseño de la operación de MOLYPHARMA (la fusión en una nueva sociedad de las actividades de radiofármacos de MOLYPHARMA e IBA Molecular Spain) pretendía seguir profundizando en las ventajas de esta unión, así como superar algunas de las limitaciones que presentaba dicho Acuerdo de Colaboración.

Por otra parte en la nueva sociedad creada junto a IBA Molecular, se incluyen en los Estatutos Sociales y en el Acuerdo entre Socios una serie de restricciones a la libre transmisibilidad de las participaciones. En concreto, se prevé un derecho de adquisición preferente para los socios en caso de venta de la participación a un tercero, derecho de veto para posibles adquirentes competidores y pactos de desbloqueo ante determinadas decisiones de la Junta, con opciones de compra y venta irrevocables para los socios.

Estas restricciones pueden limitar la futura libre transmisibilidad de las participaciones, debido a las importantes restricciones que introducen para que el socio público pueda utilizar un proceso competitivo para una potencial futura venta de su participación. Sin embargo, en este caso concreto, el CCP es consciente de

que las particularidades del sector harían muy difícil que la integración fuera factible sin este tipo de cláusulas y limitaciones.

#### **4. Sobre el nivel de concurrencia de compradores.**

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 a pesar de sus limitados efectos.

En el caso de MOLYPHARMA el propio diseño de la operación y los objetivos a alcanzar con la misma excluían de raíz la posibilidad de abrir la operación a la competencia. El CCP consideró que el diseño elegido en la operación (que excluía la posibilidad de apertura del proceso a la concurrencia) podía tener justificación, tal y como se expone de forma más detallada en el siguiente punto.

#### **5. Sobre el diseño de la operación de MOLYPHARMA como una integración jurídica de negocios conjuntos con IBA Molecular.**

SEPI planteó en la operación de MOLYPHARMA como una integración jurídica de los negocios conjuntos de radiofármacos de MOLYPHARMA e IBA Molecular Spain. Según SEPI, ello permitía una mejora sobre la situación anterior (de sucesivos acuerdos de colaboración que se iban prorrogando cuando se acercaba su vencimiento). Algunos de los argumentos utilizados para justificar esta opción se resumen a continuación:

- La integración jurídica permitiría superar la situación de provisionalidad del acuerdo (éste tiene una vigencia de 5 años renovables) y eliminar las incertidumbres que se generan sobre la continuidad de la relación.
- Permitiría superar las ineficiencias y duplicidades observadas en la unión temporal de intereses.
- El tamaño alcanzado del negocio conjunto (por encima de 23 millones de euros en 2008, alrededor de 100 empleados y más de 20 instalaciones) justificaría la gestión global en una sola entidad.
- Se permitiría superar las actuales ineficiencias en las políticas de financiación, gobernadas individualmente por cada socio a pesar de que las inversiones son consideradas comunes.
- Se evitaría tener que realizar complejos ajustes y liquidaciones periódicas con el fin de repartir los beneficios de la cooperación al 50%.
- Dadas las características actuales y previstas del negocio de radiofármacos, parece necesaria la integración en una organización global de aspectos tales como el I+D y el intercambio y realimentación de experiencias operativas. Esto es difícil de conseguir con la estructura actual de empresas separadas jurídicamente. Desde este punto de vista, IBA tiene la mayor red de fabricación de radiofármacos en Europa y es el líder en el mercado de desarrollo y fabricación de ciclotrones.
- Se conseguiría mejorar la imagen de cara al mercado al presentarse como una única empresa, ya que la persistencia de la unión contractual sin integración jurídica se podría llegar a entender como una falta de voluntad y entendimiento.

A la vista de los argumentos esgrimidos el CCP consideró que se había justificado la elección del diseño de la operación, que suponía la integración jurídica de los negocios conjuntos de MOLYPHARMA e IBA Molecular Spain.

### **C) SOBRE LA ELABORACIÓN DE INFORMES DE VALORACIÓN Y PARTICIPACIÓN EN POTENCIALES PLUSVALÍAS**

#### **6. 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.

#### **7. 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 realizadas 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 aunque valoró 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.

## **8. Sobre las aportaciones no dinerarias a la nueva sociedad a crear por MOLYPHARMA e IBA Molecular Spain y su valoración.**

La nueva sociedad de responsabilidad limitada a constituir sería propiedad al 50% de MOLYPHARMA e IBA Molecular Spain. Posteriormente se llevaría a cabo una ampliación de capital que se suscribiría al 50% por ambas empresas mediante la aportación no dineraria de la rama de actividad de radiofármacos de cada uno de ellos. En concreto, ambos socios aportarían a la nueva entidad los activos y pasivos, tanto fijos como circulantes, afectos a dicho negocio por su valor neto contable homogéneo, esto es, con criterios de amortización similares. La adaptación de “las cifras” integrantes de los elementos de activo y pasivo del balance de transferencia con respecto a los balances de IBA Molecular y MOLYPHARMA fue objeto de un informe elaborado por la entidad auditora de MOLYPHARMA. La conclusión que se alcanzó como consecuencia de la auditoría realizada es que *“no se ha puesto de manifiesto ningún aspecto significativo digno de mención que cuestione o modifique la razonabilidad de los importes constitutivos del balance de integración”* de la nueva sociedad. Por otro lado, en el expediente remitido al CCP el Agente Gestor señaló que el valor en libros de dicho patrimonio se aproximaba *“en gran medida, al valor de mercado, por lo que no se considera preciso su ajuste para proceder a la aportación”*.

Este Consejo consideró que hubiera sido deseable desarrollar este análisis con mayor profundidad, contando, en su caso, con la opinión de un asesor externo. Sin embargo, el CCP fue consciente de que el acuerdo de repartir al 50% los ingresos netos procedentes del negocio conjunto disminuye la importancia de las posibles diferencias relativas existentes entre el valor contable y el valor de mercado de las aportaciones de cada uno de los socios, ya que, en último extremo, la estimación del valor de mercado vendría dada por el valor actual del futuro flujo de ingresos netos.



#### **4. INFORMES SECTORIALES E INSTITUCIONALES ELABORADOS POR EL CCP EN 2008 Y 2009**

Durante el periodo de referencia el CCP, además de realizar informes relativos a la adecuación de los procesos de privatización y las propuestas concretas de venta a los principios de transparencia, concurrencia y publicidad, ha realizado diversos Informes que se enmarcan en el epígrafe B. de las funciones asignadas al CCP dentro del apartado noveno 1 del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996.

A modo de recordatorio de lo que se comentó en el capítulo 1, el Consejo podrá informar, de acuerdo a dicho apartado B, sobre cuantas cuestiones le sean planteadas por el Gobierno. Estos informes, a diferencia de los que se refieren a operaciones de privatización concretas, no tienen el carácter de público, al menos en lo que concierne al CCP, que los dirige al Gobierno cumpliendo su labor consultiva.

Dentro de esta función, en el periodo 2008-2009, se han desarrollado Informes de diversa naturaleza.

➤ Así, por un lado, se han realizado informes que respondían a consultas previas que se plantean en relación con procesos de privatización que están en marcha o que se prevén en el futuro. Estos informes pueden tratar sobre asesoramiento en temas concretos o, simplemente, sobre valoraciones sobre la publicidad, concurrencia y transparencia en fases intermedias que se van cerrando.

Dentro de este tipo se encuentran las diversas consultas realizadas en el

proceso de privatización del Grupo CRÉDITO Y CAUCIÓN en el que el Agente Gestor, en este caso el Consorcio de Compensación de Seguros, fue remitiendo información justificativa del desarrollo del mismo, consultando en diferentes etapas del proceso y manteniendo reuniones con el CCP con el fin de contribuir a una mayor adecuación a los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

➤ Adicionalmente a estas consultas intermedias relativas a procesos de privatización concretos y, también dentro del mencionado apartado B, el CCP ha realizado informes de carácter sectorial y de ámbito económico de interés tanto para los Agentes Gestores como para otras esferas económicas del Gobierno.

En concreto, durante el periodo 2008-2009 el CCP ha elaborado seis informes de este tipo de los cuales, a continuación, se procede a realizar una breve descripción.

### **1) Nota sobre la organización del sector aeroportuario español**

Se trata de un trabajo que es complementario al Informe sobre el sector aeroportuario español que fue elaborado en el año 2007. En el mismo se contrastan algunas ideas expuestas por diferentes Administraciones: las ventajas de mantener una red de aeropuertos, la demanda por parte de las Comunidades Autónomas para participar en el sector aeroportuario, la conveniencia de contar con la colaboración del sector privado así como la conveniencia de descentralizar la gestión.

Igualmente, se concretan algunos principios que se consideran deseables en la reforma del sector, entre ellos destacan los siguientes: a) que los cambios se orienten hacia la competencia entre aeropuertos como instrumento generador de incentivos para la mejora de los servicios y de la eficiencia; b) diseñar un marco que tienda a evitar distorsiones competitivas entre aeropuertos; c) evitar introducir ineficiencias adicionales y d) el fomento progresivo de la gestión privada de los

aeropuertos, incluyendo la gestión de los riesgos comerciales y financieros.

Por otra parte, se considera que la entrada de nuevos operadores de aeropuertos en España ajenos a la red de AENA que ya se está produciendo haría aconsejable, en cualquier caso, cambiar el entorno regulatorio para adaptarlo mejor a un sistema en el que estén coexistan diferentes operadores aeroportuarios.

La nota hace una propuesta de reforma del sector en este sentido que intenta conjugar los principios anteriores.

## **2) Informe sobre agencias reguladoras sectoriales**

En las últimas décadas se ha venido generalizando en Europa la creación de agencias sectoriales que tienen como principal objetivo fomentar de manera sostenida en el tiempo la competencia real y efectiva en sectores en los que podrían existir importantes barreras y limitaciones a la entrada de nuevos operadores.

No obstante, estas agencias sectoriales se han desarrollado con una gran heterogeneidad en sus funciones, sistemas de nombramientos y manera de funcionamiento no sólo cuando la comparación es en el ámbito internacional sino también dentro de un mismo país.

El informe se centra, únicamente, en las agencias “sectoriales” (o “multisectoriales”) y no en otro tipo de instituciones como pueda ser las agencias reguladoras y supervisoras de los mercados financieros, de seguros o del sector bancario o las agencias horizontales encargadas de velar por la competencia.

En estos casos el origen de la creación de la agencia suele residir cuando se intenta abrir un sector a la competencia. Por tanto, suelen existir uno o varios operadores dominantes que, además, suelen tener un carácter público. 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 a medio y largo plazo la competencia efectiva (y también la potencial) en un sector en que la amenaza principal a la que se enfrenta el crecimiento de la competencia proviene del operador dominante (actualmente los sectores de este tipo que se están abriendo a la competencia son el de transporte por ferrocarril o correos, y otros ejemplos son el de las telecomunicaciones o el eléctrico).

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 Reguladoras 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. 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.

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 mejorar el diseño de nuestras Agencias sectoriales intentando fortalecer su credibilidad y reputación.

### **3) Informe sobre: privatización y competencia en el transporte de pasajeros por ferrocarril**

En Europa hasta hace relativamente poco tiempo, el transporte por ferrocarril se ha caracterizado por la presencia de un operador de carácter público que explotaba el servicio en régimen de monopolio. Existen y son ampliamente conocidos los inconvenientes de esta forma de prestar el servicio, inconvenientes que, en la mayor parte de los casos, tienen su origen en un acceso prácticamente ilimitado a los recursos públicos. Así, como ha señalado la OCDE, pocos países están en posición de comprometerse a no subvencionar el sector del ferrocarril o a no incrementar el tamaño de las subvenciones ya existentes. Entre otras consecuencias, este hecho genera que la competencia intermodal (por ejemplo, la proveniente del transporte por carretera o avión) no proporcione una disciplina competitiva efectiva para el sector ferroviario.

El problema es relevante, ya que muchos analistas habían puesto su confianza en que el incremento de la competencia intermodal sirviera para introducir en los operadores públicos de ferrocarril incentivos dirigidos hacia una mayor eficiencia en la prestación de los servicios, lo que, según la OCDE, no ha ocurrido. En general, los esfuerzos realizados por los gobiernos durante los años setenta y ochenta por intentar racionalizar y reestructurar las entidades públicas que explotan el monopolio ferroviario mostraron resultados poco satisfactorios.

A la vista de estos problemas la UE ha venido desarrollando desde principios de los años noventa una política común tendente a modificar la estructura del mercado para permitir la entrada de operadores alternativos. Las medidas más relevantes en este sentido son la Directiva 91/440/CE donde se adopta un modelo de separación entre el operador de servicios y el propietario de las infraestructuras. Con esta separación vertical se pretendía hacer más factible la introducción de competencia dentro del sector. Asimismo, en 2006 se liberalizó el transporte de mercancías por ferrocarril. En 2007 se aprueba el tercer paquete ferroviario que incluye la directiva 2007/58/CE, la cual prevé para el 1 de enero de

2010 la liberalización de servicios internacionales de transporte de pasajeros, con la posibilidad de transportar pasajeros entre dos estaciones dentro de un mismo país. El impacto de esta medida es presumiblemente escaso.

Además de la UE otros países han dado pasos adicionales para introducir competencia en este modo de transporte. En el informe se analizan, los casos de Alemania, Reino Unido y Suecia.

En Alemania, desde el año 1994 se han realizado reformas en la principal compañía de transporte ferroviario la DBAG que se divide en cuatro sociedades: 1) el transporte local y regional de pasajeros; 2) el transporte de pasajeros a larga distancia; 3) las mercancías y 4) las infraestructuras. Recientemente se ha planteado la privatización del 25% del capital de la matriz en bolsa, pero esta operación no se ha llegado a producir. Posteriormente se creó una Agencia Federal del Ferrocarril, como institución reguladora del sector y se tomaron medidas para facilitar el acceso de terceros a la red. En la 2006 alrededor de un 25% de los contratos de servicio público se adjudicaban mediante concurso, lo que ha permitido que la cuota de mercado de los operadores alternativos se situase alrededor del 15%. En el caso del transporte de pasajeros a larga distancia, donde existe libertad de entrada al mercado, la cuota de mercado de los operadores alternativos se situaba alrededor del 1%.

Por su parte, el Reino Unido puede considerarse como un caso especial, ya que la reestructuración del mercado se produjo a mediados de la década de los noventa, junto a la disgregación y privatización de la antigua compañía estatal, British Rail en más de 100 empresas con diversas funciones. Por tanto, uno de los aspectos relevantes de este caso es la ausencia de un operador dominante, a diferencia de lo que ocurre en el resto de Europa. Así se crearon 25 empresas de prestación de servicios de transporte de pasajeros (TOC), a las que se asignó la explotación de un conjunto de corredores, en exclusiva. La infraestructura fue asignada a la empresa Railtrack que, posteriormente, fue vendida en Bolsa. También se crearon seis empresas de mantenimiento de infraestructuras y tres

empresas de alquiler de material rodante que, más tarde, fueron privatizadas. El transporte de mercancías de British Rail se dividió en seis empresas que, posteriormente, fueron también privatizadas.

Se crearon dos instituciones para la regulación del mercado: la Oficina del Regulador Ferroviario (ORR), dedicada principalmente a regular el monopolio de Railtrack sobre la infraestructura, y la Oficina de las Concesiones Ferroviarias de Pasajeros (OPRAF), encargada de adjudicar las concesiones, pagar las subvenciones y regular las TOC. Las concesiones se adjudicaron mediante concurso público a empresas privadas para la explotación de las concesiones, siendo de 7 años el plazo más habitual de explotación. Este ha sido, con algunos cambios recientes el esquema de explotación del ferrocarril en el Reino Unido.

En Suecia la reforma ferroviaria tuvo su punto de partida en el año 1988 con la redacción de la Ley de política de transporte. En dicha Ley el Estado asumió la responsabilidad sobre las infraestructuras ferroviarias a través de una nueva Autoridad estatal, la *Banverket*, a la vez que SJ (*Statens Järnvägars*), el antiguo monopolio público, se convertía en una sociedad operadora de servicios de transporte de pasajeros que pagaba peajes por la utilización de las vías. Dicha Ley también amplió las responsabilidades de las Autoridades de Transporte Público de los Condados (CPTA) para que organizaran el transporte de cercanías en su ámbito territorial.

La separación vertical entre infraestructuras y operaciones, junto a la descentralización de responsabilidades de los servicios de ámbito regional hizo posible la concesión de servicios de pasajeros por medio de concursos competitivos. Actualmente todos los servicios de ámbito regional se adjudican mediante concurso competitivo (en el año 2004 SJ tenía el 54% del mercado de corta distancia, en el que operaban alrededor de 20 compañías de pequeño tamaño). En las primeras rondas de concursos se lograron ahorros en términos de menos subvenciones de alrededor del 20%.



En el mercado de trenes interregionales el Estado utiliza un sistema de adjudicación por concurso de las líneas deficitarias (que reciben subvención). Los ahorros de costes en relación con la situación previa de monopolio se estiman en alrededor de un 28%. En este ámbito SJ tiene el 88% del mercado en términos de pasajeros-km. SJ mantiene aún una situación de monopolio sobre las líneas interregionales que no precisan subvención.

A partir de las experiencias internacionales, de la política comunitaria y de desarrollos teóricos, en el informe se realizan una serie de propuestas para la reforma del sector de transporte de pasajeros por ferrocarril en España.

#### **4) Informe sobre los sistemas de colaboración público-privados en España**

En los últimos años se ha incrementado de forma notable el número de contratos de colaboración celebrados entre el sector público y privado (en adelante CPP) para el desarrollo y gestión de nuevas infraestructuras o para la prestación de servicios. De los más de 1.000 contratos firmados en Europa entre 1990 y 2006 con un valor cercano a los 200 mil millones de euros, el 8,6% se desarrollaron en España, lo que, en términos del valor, representa el 12,8% del total europeo. Tales cifras colocan a España a la cabeza de los países europeos en el desarrollo de este tipo de acuerdos, por detrás de Reino Unido.

Además, este incremento del número de contratos CPP no ha sido solo cuantitativo, sino que su aplicación se ha ido extendiendo hacia nuevos sectores. Así, en los últimos años se han desarrollado acuerdos CPP en España en los sectores de infraestructuras de transporte, sanidad, sector ferroviario, infraestructuras portuarias y aeroportuarias, prisiones, edificios públicos, tratamiento de aguas potables y residuales, sistemas de regadío, etc.

Pero a pesar de su creciente aplicación, se ha puesto poco énfasis en las ventajas que los contratos CPP pueden reportar a la Administración en términos de eficiencia, ahorro de costes o aprovechamiento de las capacidades y habilidades

de gestión del sector privado. Por el contrario, la justificación para desarrollar este tipo de acuerdos parece haberse centrado, casi exclusivamente, en aspectos financieros-presupuestarios. El retraso de los pagos y el diseño de proyectos con el objetivo de evitar su contabilización dentro de los balances del sector público y, por tanto, su cómputo a efectos de déficit y deuda parecen haber sido las principales razones que habrían apoyado el fuerte desarrollo de este tipo de acuerdos en los distintos niveles de la Administración.

De ahí que en este Informe se pretenda destacar las limitaciones y carencias observadas en la aplicación de los acuerdos CPP en España y, al mismo tiempo, plantear recomendaciones que contribuyan a mejorar la implantación futura de estos contratos de colaboración.

Entre las limitaciones observadas se destaca la debilidad o ausencia de mecanismos sistemáticos de control, seguimiento y evaluación de los proyectos CPP, lo que dificulta la valoración de sus resultados y, por tanto, la conveniencia o no de su desarrollo frente a los métodos tradicionales de inversión y gestión de servicios utilizados por el sector público. A diferencia de lo que ocurre en otros países, como Reino Unido, en España el nivel de información pública sobre los acuerdos CPP es insuficiente.

Otro problema importante sería la carencia de un marco adecuado que pudiera favorecer el intercambio y puesta en común de experiencias entre los diferentes Departamentos y Administraciones Públicas. En consecuencia, cada vez que una Administración se plantea afrontar un proyecto CPP comienza prácticamente desde cero, con los efectos negativos que esto conlleva tanto para la propia Administración como para los posibles licitadores.

Por otro lado, para que pudieran materializarse las potenciales ganancias de bienestar que podrían derivar de los acuerdos CPP, el adjudicatario tendría que ser elegido en un concurso competitivo y con un diseño que garantizase, con una probabilidad elevada, la elección de la oferta más atractiva de las presentadas. En

España, sin embargo, existen indicios de la existencia de un importante margen de mejora en este campo (convocatorias mayoritarias de concursantes nacionales o locales; expectativas elevadas de renegociación; etc).

Precisamente la renegociación es uno de los problemas más importantes derivados del desarrollo de acuerdos a largo plazo como los CPP, ya que, en algunos casos, su presencia podría llegar a anular las ventajas inherentes al desarrollo de procesos de adjudicación competitivos, además de generar importantes problemas en la gestión futura del proyecto.

A la vista de tales limitaciones, el Informe propone una serie de recomendaciones cuyos objetivos serían, por un lado, disminuir los diferentes costes de transacción derivados de estas operaciones, así como los costes de aprendizaje con los que se enfrentan las Administraciones Públicas y los costes de participación que deben asumir los potenciales licitadores; y, por otro, poner el énfasis en las razones que deberían guiar la utilización de los acuerdos CPP, es decir, el incremento en la eficiencia y la optimización de la inversión.

Respecto al primero de tales objetivos se propone desarrollar mecanismos para la puesta en común de experiencias y de consultas entre Administraciones como, por ejemplo, la iniciativa desarrollada por el Tesoro británico (y también por Francia) con la creación de una guía detallada y específica para los contratos CPP, así como incrementar la transparencia y los sistemas de seguimiento y control de los procesos en marcha.

## **5) Nota informativa sobre el desarrollo de las estaciones ferroviarias**

En algunas terminales del transporte, por ejemplo, en los aeropuertos se ha producido un gran desarrollo de las actividades comerciales y de servicios, tanto en su interior como en su entorno. En muchos casos, los ingresos derivados de las actividades comerciales superan los de la propia actividad aeronáutica. Asimismo, la propiedad y/o gestión de muchos aeropuertos, de todos los tamaños, se

encuentran en manos de operadores privados. Sin embargo, en el sector de las estaciones ferroviarias, a pesar del crecimiento experimentado en los últimos años, estos fenómenos han estado más limitados.

En este estudio se analiza la naturaleza de las actividades que se desarrollan en las estaciones ferroviarias, prestando especial atención a las similitudes y diferencias con los aeropuertos. Entre las conclusiones que se pueden extraer se encuentran la existencia de una gran potencialidad para desarrollar actividades comerciales y de servicios en estaciones de ferrocarril, lo que se conseguiría gracias a algunas de sus ventajas. Así, algunas estaciones ferroviarias se encuentran situadas en el interior de las ciudades, con un fácil acceso desde muchos otros puntos de la ciudad. En otros casos se encuentran situadas fuera de las grandes urbes, pero suelen ser el punto de encuentro de los barrios, las urbanizaciones o las pequeñas ciudades en las que se encuentran ubicadas.

A las ventajas situacionales se añade la posible disponibilidad de espacio físico para ampliar las zonas comerciales y de servicios, teniendo en cuenta que, en muchas estaciones han quedado infrutilizados espacios anteriormente dedicados a operaciones de carga y descarga de mercancías. En muchos casos estas operaciones se han desplazado a grandes terminales especializadas, generalmente en el exterior de las ciudades. También el desarrollo de la tecnología hace más factible enterrar el paso de las vías y liberar el suelo en superficie.

Otro aspecto relevante del estudio es el análisis de algunas experiencias internacionales que presentan modelos muy diferentes como pueden ser el alemán o el del Reino Unido. En el caso británico todas las estaciones pertenecen al gestor de infraestructuras (de propiedad pública) Network Rail, que las alquila a las llamadas TOC (Train Operating Companies) empresas privadas que explotan el transporte de pasajeros en un determinado corredor en régimen de monopolio hasta el vencimiento de la concesión. Estos operadores se hacen cargo de la venta de billetes, del servicio de mantenimiento, de la limpieza, del alquiler de las

zonas comerciales, de la gestión de aparcamientos, etc. De esta manera, se gestionan alrededor de 2.500 estaciones, principalmente de mediano y pequeño tamaño.

En el caso alemán, el operador principal de ferrocarriles, la empresa pública DB AG, es la que gestiona las estaciones a través de una filial especializada, la DB Station & Service AG. Esta empresa no sólo tiene a su cargo la gestión de las estaciones, sino también, fomentar su reforma con el objetivo de modernizar las antiguas estaciones y crear nuevos edificios que satisfagan la utilidad de los viajeros que alberguen zonas comerciales y de servicios, así como el desarrollo urbanístico de las zonas ocupadas por las estaciones, vías y otros usos ferroviarios.

Otros modelos analizados son el de Francia (donde las reformas ha sido impulsadas por el desarrollo del tren de alta velocidad), Holanda (con un modelo similar al alemán), Suecia (donde existe una empresa pública independiente del operador de ferrocarriles para la gestión de estaciones) y Japón (donde el uso del ferrocarril es mucho más intensivo que en Europa y donde existen seis principales empresas privadas, cada una integrada verticalmente en su zona y, por tanto, con la gestión de sus estaciones que funcionan sin ayuda de los presupuestos públicos).

En cualquiera de estos casos parece existir una clara tendencia a intensificar la utilización de las estaciones y su entorno para zonas de uso comercial y de servicios, y no sólo en las grandes estaciones, sino también en las medianas y pequeñas que, en su escala, pueden constituirse como elementos de auténtica centralidad en el barrio, urbanización o zona donde se encuentren.

En el informe se realizan algunas recomendaciones aplicables al caso español.

## **6) Informe sobre: Las televisiones públicas**

La existencia de entidades públicas dedicadas a la emisión de servicios de televisión siempre ha despertado un interés en relación con diferentes cuestiones. Así, podríamos empezar planteando si sigue estando justificado la provisión de un servicio público, en qué consistiría dicho servicio, si la única forma de suministrarlo es a través de la existencia de una entidad pública, la forma en que se define y cuantifica dicho servicio, la forma de financiarlo o la manera de controlar que efectivamente las actividades realizadas por la entidad a la que se ha asignado la cobertura del servicio público desarrolle, efectiva y eficientemente, las tareas encomendadas.

Este Informe trata de aportar distintos argumentos y justificaciones teóricas y normativas sobre algunos de estos aspectos. Así, se señala que en los países europeos la justificación básica para que existan operadores públicos coexistiendo con buen número de operadores privados reside en la “necesidad de la provisión de un servicio público en la televisión”. Desde el punto de vista teórico, este argumento puede ser discutible y, aun en el caso de que se acepte esta necesidad, un paso adicional es si el único medio de hacerlo es a través de la existencia de una entidad pública.

En el Informe se describe brevemente el modelo de la televisión pública en distintos países. Por lo que a Europa se refiere se analizan los casos de Francia, Reino Unido, Italia y Alemania, ya que, pese a sus particularidades, presentan ciertas características comparables con el caso de España. Adicionalmente, se incluyen los casos de Estados Unidos y Nueva Zelanda, cuyos modelos se alejan en gran medida del europeo, pero presentan algunas características particulares que los hacen interesantes a efectos de su análisis. Partiendo de tales ejemplos, el Informe se centra en el caso de España, destacando su evolución, los problemas que ha venido registrando en los últimos años y los cambios normativos recientes.

De los aspectos expuestos en el Informe, éste concluye con una serie de

sugerencias y reflexiones aplicables al caso de España. Así, se destaca la conveniencia de profundizar en la definición de qué actividades se podrían englobar dentro del servicio público y cuáles no, así como establecer una división clara dentro de la televisión pública estatal de lo que son actividades meramente comerciales y las que se consideran servicio público. Adicionalmente, parece que sería necesario realizar una cuantificación exacta de las compensaciones por la prestación del servicio público y mejorar los sistemas de supervisión y control externo. El informe profundiza en el análisis de estas y otras recomendaciones específicas tendentes a favorecer el desarrollo y eliminar algunas de las limitaciones observables en el modelo de radiodifusión pública en España.

---

Todos los informes referenciados en este apartado se han remitido al Gobierno y han sido elaborados en conformidad con el punto 1.B del apartado noveno del Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996.





# CCP

## *ANEXO 1*

**OPERACIONES INFORMADAS POR EL CCP EN  
2008 Y 2009**



# CCP

## **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 Caución S.A. (en adelante CyC) es una entidad creada en 1929 y dedicada al seguro y reaseguro de crédito y de caución, 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 Caución, 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, recibíéndose 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
<b>TOTAL</b>	<b>5.634</b>	<b>100%</b>	<b>396.999.979</b>

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 competencia 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 concursales; limitaciones todas ellas que han sido objeto, siempre, de la misma valoración crítica por parte del CCP.

#### 2. Fomento del nivel de competencia 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 Caución, 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.





# **INTEGRACIÓN JURÍDICA DEL NEGOCIO DE MOLYPHARMA E IBA MOLECULAR SPAIN**

## **I. INTRODUCCIÓN**

La Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) ha remitido al Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) el Expediente-Propuesta de la integración jurídica del negocio de radiofármacos de MOLYPHARMA S.A. (participada por ENUSA Industrias Avanzadas S.A. – Grupo SEPI –) e IBA Molecular Spain, S.A. mediante una aportación dineraria y otra no dineraria (de rama de actividad) a través de la constitución de una sociedad limitada en la que ambas sociedades participan al 50%.

MOLYPHARMA es una sociedad anónima dedicada a la fabricación, producción, envasado, distribución, venta y comercialización de isótopos, productos radioactivos, equipos de diagnóstico médico y otros productos complementarios así como a la prestación de servicios necesarios para el uso de tales productos. La empresa pública ENUSA Industrias Avanzadas S.A. (en adelante ENUSA) es su accionista mayoritario con el 51% del capital. A su vez, ENUSA está integrada en el Grupo SEPI, que posee el 60% de su capital, mientras que el 40% restante corresponde al Centro de Investigaciones Energéticas, Medioambientales y Tecnológicas (CIEMAT).

El resto del capital de MOLYPHARMA pertenece a IBA Molecular Spain, S.A. que posee el 24,5% y Tudela Veguín (Grupo Masaveu), titular del 24,5% restante.

La otra parte en la integración es IBA Molecular Spain S.A., una empresa del sector farmacéutico dedicada a la distribución de medicamentos (incluidos

radiofármacos, productos sanitarios y cosméticos) y filial al 100% de la empresa belga ION BEAM APPLICATIONS (IBA).

La operación se tramita como una privatización, con SEPI como Agente Gestor, con necesidad de contar con la autorización del Consejo de Ministros previa emisión de Dictamen del Consejo Consultivo de Privatizaciones.

## II. DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

La operación de integración jurídica que se analiza en este dictamen supone prácticamente la aportación de todos los activos de MOLYPHARMA, con la excepción de la línea de negocio de citostáticos y unas participaciones sociales minoritarias que posee en empresas del sector, y supone la materialización de un acuerdo de colaboración que se remonta al año 2002.

En concreto, el 1 de enero de 2002 Schering España y MOLYPHARMA firmaron un Acuerdo de Colaboración que suponía una unión de intereses al 50% entre ambas empresas en el sector de radiofármacos, cuyo objetivo era fortalecer sus respectivas capacidades en el mercado y mejorar el nivel competitivo. Dicho Acuerdo implicaba un reparto al 50% del negocio conjunto así como de los resultados de explotación y de las inversiones que fuesen precisas para el desarrollo del mismo. Adicionalmente Schering adquirió el 24,5% del capital de MOLYPHARMA.

Con fecha 30 de abril de 2006, Schering vende su división de medicina nuclear al grupo belga IBA, y dentro de las medidas de desarrollo de la venta, la filial Schering España vende su rama de negocio de radiofármacos a IBA Molecular Spain, (filial al 100% de IBA). Esta última manifiesta su voluntad de continuar la colaboración con MOLYPHARMA en virtud del acuerdo de colaboración pre-existente.

El 30 de octubre de 2006, y con vigencia desde el 1 de enero de 2007, IBA Molecular y MOLYPHARMA ratificaron y reforzaron el acuerdo de colaboración de 2002 y procedieron a su renovación por un plazo de cinco años (prorrogables).

Los principios generales que rigen este acuerdo sientan las bases para la colaboración empresarial en España entre IBA Molecular y MOLYPHARMA, previéndose la creación de una estructura organizativa y de dirección común. El acuerdo incluye los principios de exclusividad de las partes en el desarrollo del mismo (no pudiendo celebrar acuerdos análogos con terceros en España), la toma de decisiones de mutuo acuerdo y la igualdad en la distribución de los ingresos netos generados por el negocio.

Posteriormente, se plantea la integración jurídica del negocio de radiofármacos, que ambas entidades venían desarrollando conjuntamente en virtud el acuerdo de colaboración descrito, mediante la creación de una nueva sociedad. Esta operación de integración constituiría la culminación de los pasos que operativamente han venido desarrollando los socios de ambas sociedad tendentes a la creación de una entidad conjunta para el mercado ibérico en el negocio de radiofármacos.

De acuerdo con el diseño previsto, la operación se materializaría en la creación de una sociedad limitada por IBA Molecular, con el capital mínimo legal de 3.000 euros, de la que MOLYPHARMA adquiriría posteriormente el 50% del capital.

Una vez constituida la sociedad limitada se daría comienzo a los trámites administrativos necesarios para proveer a la nueva empresa de los permisos y/o autorizaciones necesarias (en particular de carácter farmacéutico) para el desarrollo de su actividad, así como la transferencia de titularidad de contratos con determinados clientes (fundamentalmente Administraciones Públicas).

En un momento posterior, se prevé realizar una ampliación de capital de la

nueva sociedad a la que acudirán MOLYPHARMA e IBA Molecular y que será suscrita al 50% por ambos socios, mediante aportación no dineraria de su rama de actividad común de radiofármacos. De este acuerdo se desprende que el reparto de resultados de la nueva entidad se realizará, en cada ejercicio, al 50% entre ambos socios.

La aportación de activos y pasivos, tanto fijos como circulantes, se prevé por su valor neto contable. En concreto, a efectos de la elaboración del balance pro-forma de la nueva sociedad, el patrimonio referido al negocio conjunto que ambos socios deben transferir a la nueva sociedad se detalla según los siguientes criterios:

- Activos inmovilizados: Se aportan todos, excepto los financieros y otros excluidos, como los afectos al negocio de citostáticos de MOLYPHARMA y el inmueble de Ajalvir propiedad de IBA Molecular.
- Activo circulante: Se aporta todo excepto los relacionados con el negocio de citostáticos de MOLYPHARMA, créditos contra Hacienda y partidas deudoras no ligadas al negocio conjunto, así como la tesorería.
- Pasivo a largo plazo: Se transfiere el pasivo financiero de IBA Molecular ligado a las inversiones conjuntas.
- Pasivo a corto plazo: Se transfiere todo, excepto el pasivo con Hacienda y, en el caso de MOLYPHARMA, la cuenta con proveedores ligada al negocio de citostáticos.

En opinión de SEPI, la operación de integración planteada encuentra su justificación en una serie de aspectos, entre los que se encuentran el volumen de negocio neto conjunto alcanzado por ambas entidades en virtud de los acuerdos pre-existentes, la eliminación de ineficiencias en la política de financiación de las inversiones y asignación de contratos entre ambos socios para el desarrollo del negocio conjunto, la superación de limitaciones y duplicidades operativas existentes, la optimización del tratamiento tributable del negocio conjunto o la eliminación de las incertidumbres asociadas a la temporalidad del acuerdo de

colaboración vigente.

Adicionalmente, desde el punto de vista jurídico, el acuerdo de integración contempla la inclusión en los Estatutos y Acuerdo entre Socios de la nueva sociedad de un derecho de adquisición preferente en caso de enajenación de las participaciones para ambos socios, un derecho de veto en razón de un adquirente competidor, una exigencia de unanimidad para la toma de determinadas decisiones de la nueva empresa y pactos de desbloqueo en la toma de decisiones, que contemplan opciones de compra y venta irrevocables para ambos socios.

De acuerdo con el diseño descrito, una vez materializada la operación descrita, MOLYPHARMA mantendría en su cartera la actividad de citostáticos (de reciente creación), las participaciones sociales minoritarias que posee en determinadas entidades del sector en las que existe derecho de tanteo, la participación en la nueva sociedad conjunta con IBA Molecular y una plantilla de trabajadores reducida. Asimismo, las participaciones en el capital de la empresa se mantendrían en los términos descritos (ENUSA el 51%, IBA Molecular el 24,5% y Tudela Veguín el 24,5% restante).

El 27 de febrero de 2009, el Consejo de Administración de SEPI autorizó el desarrollo de la operación en los términos descritos. El 17 de marzo de 2009 se envía al CCP copia del Expediente-Propuesta sobre la operación, solicitándose a este Consejo la emisión de su correspondiente Dictamen como paso previo a la petición de autorización al Consejo de Ministros. Con posterioridad se celebraría Junta General de Accionistas de MOLYPHARMA para aprobar la escisión del negocio y su integración en la nueva sociedad. Finalmente, el 1 de junio de 2009, el CCP recibe documentación informativa adicional sobre el Expediente-Propuesta de esta operación.

### III. CONSIDERACIONES

#### A) EN RELACIÓN CON LA ELECCIÓN DEL DISEÑO GLOBAL DE LA OPERACIÓN

Como se ha comentado, la opción escogida es la integración en una nueva sociedad de la mayor parte de los activos y pasivos de la actual MOLYPHARMA. A cambio MOLYPHARMA recibiría el 50% de las acciones de la nueva sociedad.

El Agente Gestor de esta operación ofrece diversas explicaciones para justificar este diseño frente a otros alternativos.

Así, en primer lugar, habría que tener en cuenta que la existencia de derechos de adquisición preferente previstos en los Estatutos de MOLYPHARMA es una limitación pre-existente a la posibilidad de realizar una venta abierta a la concurrencia.

Por otro lado, el Acuerdo de Colaboración vigente desde 2002 (primero con Schering y después con IBA) ha supuesto, de hecho, una unión de intereses en el sector de radiofármacos que implicaba el reparto al 50% de los resultados de explotación. Según se constata en el expediente, la experiencia de colaboración ha sido buena *“y los objetivos planteados por los acuerdos de colaboración paritarios se han visto, en su mayoría, cumplidos, especialmente los de cooperación y asistencia técnica y los comerciales para el mercado español”*. Por tanto, se plantea un diseño que permita seguir profundizando en las ventajas así como superar algunas de las limitaciones del Acuerdo de Colaboración.

De este modo, de conformidad con la documentación incluida en el expediente, la operación planteada supone una mejora sobre la situación actual

desde diferentes puntos de vista. A continuación se resumen algunos de estos argumentos:

- La integración jurídica permitiría superar la situación de provisionalidad del acuerdo (éste tiene una vigencia de 5 años renovables) y eliminar las incertidumbres que se generan sobre la continuidad de la relación.
- Permitiría superar las ineficiencias y duplicidades observadas en la unión temporal de intereses.
- El tamaño alcanzado del negocio conjunto (por encima de 23 millones de euros en 2008, alrededor de 100 empleados y más de 20 instalaciones) justificaría la gestión global en una sola entidad.
- Se permitiría superar las actuales ineficiencias en las políticas de financiación, gobernadas individualmente por cada socio a pesar de que las inversiones son consideradas comunes.
- Se evitaría tener que realizar complejos ajustes y liquidaciones periódicas con el fin de repartir los beneficios de la cooperación al 50%.
- Dadas las características actuales y previstas del negocio de radiofármacos, parece necesaria la integración en una organización global de aspectos tales como el I+D y el intercambio y realimentación de experiencias operativas. Esto es difícil de conseguir con la estructura actual de empresas separadas jurídicamente. Desde este punto de vista, IBA tiene la mayor red de fabricación de radiofármacos en Europa y es el líder en el mercado de desarrollo y fabricación de ciclotrones.
- Se conseguiría mejorar la imagen de cara al mercado al presentarse como una única empresa, ya que la persistencia de la unión contractual sin integración jurídica se podría llegar a entender como una falta de voluntad y entendimiento.

Dados los argumentos esgrimidos, el CCP considera que se ha justificado suficientemente el diseño de la operación elegido, que supone la integración jurídica de los negocios conjuntos de MOLYPHARMA e IBA España.

## **B) SOBRE LA EXISTENCIA DE UN ASESOR EXTERNO**

El CCP ha estimado, en general, que la selección de un asesor externo en las operaciones de privatización es un elemento que puede aportar diferentes ventajas desde el punto de vista de la transparencia, al mismo tiempo que facilita la labor del Agente Gestor.

La actual operación ha contado con una importante “Memoria Justificativa” de la operación remitida por el accionista principal de MOLYPHARMA, la empresa pública ENUSA, que es de la que ha partido la iniciativa.

No obstante, y dadas sus características, la operación se tramita como una privatización en la que SEPI actúa como Agente Gestor. Por ello, el CCP considera positivo que los Agentes Gestores cuenten con su propio asesor externo para asistirle en las diferentes tareas de la operación, como son el análisis de opciones alternativas, el análisis de los balances de transferencia, la valoración de los diferentes activos y pasivos aportados, etc., así como para incrementar la transparencia del proceso. En esta operación, esta opción podría tener una utilidad añadida ya que podría realizar un análisis adicional de lo que la otra empresa aporta a la nueva sociedad conjunta.

En todo caso, habría que añadir que esta operación ha contado con un informe realizado por la entidad auditora de MOLYPHARMA en el que se valora la *“razonabilidad de los importes constitutivos del balance de integración”* de la nueva entidad.

## **C) SOBRE LAS APORTACIONES NO DINERARIAS A LA NUEVA SOCIEDAD Y SU VALORACIÓN**

Ya se ha comentado que después de constituir la nueva sociedad con el capital mínimo exigido por la ley, se llevaría a cabo una ampliación de capital



suscrita al 50% por MOLYPHARMA e IBA Molecular Spain mediante la aportación no dineraria de la rama de actividad de radiofármacos de cada uno de ellos. En concreto, ambos socios aportarán a la nueva entidad los activos y pasivos, tanto fijos como circulantes, afectos a dicho negocio por su valor neto contable homogéneo, esto es, con criterios de amortización similares. La adaptación de “las cifras” integrantes de los elementos de activo y pasivo del balance de transferencia con respecto a los balances de IBA Molecular y MOLYPHARMA ha sido objeto de un informe elaborado por la entidad auditora de MOLYPHARMA. La conclusión que se alcanza como consecuencia de la revisión realizada es que *“no se ha puesto de manifiesto ningún aspecto significativo digno de mención que cuestione o modifique la razonabilidad de los importes constitutivos del balance de integración”* de la nueva sociedad.

Por otro lado, en el expediente remitido al CCP el Agente Gestor señala que el valor en libros de dicho patrimonio se aproxima *“en gran medida, al valor de mercado, por lo que no se considera preciso su ajuste para proceder a la aportación”*.

Este Consejo considera que hubiera sido deseable desarrollar este análisis con mayor profundidad, contando, en su caso, con la opinión de un asesor externo. Sin embargo, el CCP es consciente de que el acuerdo de repartir al 50% los ingresos netos procedentes del negocio conjunto disminuye la importancia de las posibles diferencias relativas existentes entre el valor contable y el valor de mercado de las aportaciones de cada uno de los socios, ya que en último extremo la estimación del valor de mercado vendría dado por el valor actual del futuro flujo de ingresos netos.

#### **D) SOBRE LA FORMA JURÍDICA DE LA NUEVA SOCIEDAD**

Como se ha comentado, para la nueva sociedad que integrará los negocios de radiofármacos de las dos empresas, se ha propuesto la forma jurídica de

sociedad de responsabilidad limitada.

A la vista de la importancia que las aportaciones no dinerarias tienen en esta operación, el régimen jurídico de las sociedades anónimas ofrece mayores garantías, aunque se entiende que, en este caso, dotar a la empresa de la forma jurídica de sociedad limitada agiliza la creación de esta nueva entidad y disminuye los trámites administrativos.

## **E) SOBRE EL CONTENIDO DE LOS ESTATUTOS Y EL ACUERDO ENTRE SOCIOS**

En los Estatutos Sociales y en el Acuerdo entre Socios de la nueva sociedad se incluyen una serie de restricciones a la libre transmisibilidad de las participaciones. En concreto, se prevé un derecho de adquisición preferente para los socios en caso de venta de la participación a un tercero, derecho de veto para posibles adquirentes competidores y pactos de desbloqueo ante determinadas decisiones de la Junta con opciones de compra y venta irrevocables para los socios.

En general, el CCP no se ha mostrado partidario de la inclusión de limitaciones estatutarias o contractuales que limiten la libre transmisibilidad de las acciones o participaciones, debido a las importantes restricciones que introducen para que el socio público pueda utilizar un proceso competitivo para una potencial futura venta de su participación.

No obstante, el Consejo es consciente de que las particularidades del sector harían que la integración no fuera factible sin ese tipo de cláusulas y de que estas limitaciones derivan, en parte, de las restricciones existentes en la actualidad en los estatutos de MOLYPHARMA.

#### **IV. CONCLUSIONES**

El diseño elegido para esta operación no hace posible la aplicación efectiva del principio de concurrencia. No obstante, el CCP considera que, dadas las limitaciones pre-existentes a la libre transmisibilidad de las participaciones, así como las diferentes justificaciones esgrimidas derivadas de la vigencia de un acuerdo de colaboración entre las dos empresas que ha proporcionado buenos resultados durante un largo período de tiempo, el Agente Gestor ha justificado suficientemente la utilización del sistema de integración jurídica del negocio de radiofármacos de MOLYPHARMA e IBA Molecular Spain en una sociedad de nueva constitución participada al 50% por los dos socios.

Teniendo en cuenta lo anterior, el CCP considera que la presente operación se adapta a los principios por los que este Consejo debe velar y se remite a sus recomendaciones incluidas en el apartado III.

*Junio, 2009*



CCP

***ANEXO 2***

**INFORMES DEL TRIBUNAL DE CUENTAS  
SOBRE PRIVATIZACIONES EMITIDOS EN 2008-  
2009**



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.

Cumpliendo con tales funciones en los años 2008 y 2009 el Tribunal de Cuentas ha emitido tres informes de fiscalización relacionados, en diferente grado, con operaciones de privatización. El 30 de octubre de 2008 el Pleno del Tribunal de Cuentas aprobó el “Informe de Fiscalización específica de la finalización del contrato de compraventa de Interinvest S.A. (tenedora de las acciones de Aerolíneas Argentinas S.A. y Austral S.A.) suscrito entre SEPI y Air Comet”, y el 29 de septiembre de 2009 dio aprobación al “Informe de Fiscalización del proceso de privatización de Red Eléctrica Española, S.A” y el “Informe de Fiscalización de las principales aplicaciones de recursos realizadas por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI) en el periodo 2001-2004”.

Las opiniones manifestadas por el Tribunal de Cuentas en sus informes de fiscalización en años anteriores han tenido un amplio grado de coincidencia con las recomendaciones emitidas el CCP en sus dictámenes. En esta ocasión, los informes de fiscalización emitidos por el Tribunal se centran en temas concretos de las operaciones de privatización, fundamentalmente de carácter contable y contractual y, en muchos casos, relacionados con lo sucedido con posterioridad a la venta por lo que se alejan de los aspectos analizados por el CCP.

Así, en el primero de dichos informes de fiscalización, referido al contrato de compraventa de Interinvest S.A., el objetivo del análisis era exponer la situación actual de los compromisos asumidos por SEPI y por Air Comet en el contrato de compraventa de Interinvest suscrito el 2 de octubre de 2001 cuyo cumplimiento se

encontraba pendiente o no había sido debidamente acreditado en el momento de elaborar los anteriores informes de fiscalización del Tribunal de Cuentas sobre esta empresa. Dado que, en el momento de aprobación de este informe del Tribunal de Cuentas, el compromiso asumido por SEPI en cuanto a la responsabilidad por contingencias estaba pendiente de solución definitiva y se encontraban en trámite procedimientos judiciales promovidos en relación con esta operación, el informe sobre la liquidación del contrato queda pospuesto.

En el Informe de Fiscalización sobre la privatización de Red Eléctrica, el Tribunal describe y analiza las dos operaciones de venta que han afectado a dicha empresa. La primera de ellas se refiere a la colocación mediante OPV del 31,5% del capital de Red Eléctrica, propiedad de SEPI, desarrollada en julio de 1999. Tras dicha operación, la participación de SEPI se redujo al 28,5%. Posteriormente, en septiembre de 2005, se procedió a la venta del 8,5% del capital de Red Eléctrica, mediante su enajenación a una entidad financiera, a un precio cerrado para su posterior colocación entre inversores. SEPI adjudicó la venta a la entidad colocadora que presentó la mejor oferta económica de entre las entidades financieras que fueron clasificadas por SEPI para esta operación. Para el desarrollo de esta segunda fase, el Consejo de Ministros autorizó a SEPI la venta de las acciones representativas del 5% del capital de Red Eléctrica, en tanto que el 3,5% restante procedía de la opción de compra no ejercitada en la OPV de 1999, por lo que ya contaba con la anterior autorización del Consejo de Ministros. Después del desarrollo de esta operación, SEPI mantuvo la titularidad del 20% de las acciones de la sociedad.

La fiscalización del Tribunal sobre esta operación tenía como objetivo verificar el proceso de privatización de Red Eléctrica, verificando si las operaciones de compra y venta de acciones de la empresa realizadas por SEPI se han desarrollado de acuerdo con normativa reguladora de las privatizaciones y con la específica del sector eléctrico y comprobando la correcta contabilización de las operaciones. Este informe concluye con la recomendación del Tribunal acerca de la conveniencia de que “SEPI prestase particular atención a que las cláusulas de



sus contratos se redacten con la claridad y precisión necesarias para que su interpretación no dé lugar a planteamientos cuestionables como los que en este informe se describen respecto a la imputación de los dividendos”.

Por último, el objetivo del Tribunal en el Informe de fiscalización de las aplicaciones de recursos realizadas por SEPI en el periodo 2001-2004, era analizar las citadas aplicaciones y, de modo específico, la gestión de las mismas materializados en capital circulante, especialmente en inversiones financieras temporales.



## 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



Avda. de Burgos, 8 bis  
Edif.Génesis  
28036 Madrid  
Tel. 91 383 47 10  
Fax 91 383 28 75  
[www.ccp.es](http://www.ccp.es)