

PRIVATIZACIÓN DE ENUSEGUR S.A. Y ETSA DOI S.R.L.

1.- INTRODUCCIÓN

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) ha analizado el expediente de la propuesta de privatización de ENUSEGUR, S.A. (Enusegur) y ETSA DOI S.R.L., (Etsa Doi) ambas pertenecientes al Grupo ENUSA. Enusa Industrias Avanzadas S.A. (Enusa), por su parte, está participada por SEPI en un 60% del capital, siendo el otro accionista el CIEMAT.

Etsa Doi estaba incluida en el anexo de empresas “susceptibles de desinversión” del “*Plan de reestructuración y racionalización del sector público empresarial y fundacional estatal*”, aprobado por el Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2012.

El CCP emite su informe sobre el procedimiento de venta y la propuesta concreta de venta de ambas empresas realizada por el Agente Gestor, Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (SEPI), con carácter previo a la autorización definitiva que, en su caso, apruebe el Consejo de Ministros.

2.- DESCRIPCIÓN DEL PROCESO

Enusegur es una sociedad constituida en 1998 cuyo capital es propiedad al 100% de Enusa. Su creación responde al contrato firmado entre Express Truck S.A. (Etsa) con MaxamCorp Holding S.L. (Maxam) — antigua Unión Española de Explosivos — para asumir la gestión de la totalidad de los servicios de transportes troncales de esta última entre sus dos fábricas y los distintos almacenes o polvorines distribuidos por toda la geografía española. En 2008 se redirige parcialmente su actividad al transporte internacional de explosivos de Maxam así como al transporte de material nuclear.

Etsa Doi, por su parte, es una sociedad mercantil rumana de responsabilidad limitada constituida en 2007. Su capital social es propiedad en un 99,9% de Etsa (propiedad a su vez de Enusa) mientras que el 0,1% restante es propiedad de una persona física. Se crea con el fin de desarrollar una red de transporte en el sureste de Europa.

Como se ha comentado Etsa Doi estaba incluida en el anexo de empresas susceptibles de desinversión en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 16 de marzo de 2012 ya citado. Maxam, el principal cliente de las dos compañías, manifestó interés en la adquisición conjunta de ambas empresas.

El proceso de venta de Enusegur y Etsa Doi se inicia el 26 de noviembre de 2012 con el acuerdo de los Consejos de Administración de Enusa y Etsa de otorgar a SEPI el mandato para la venta. Posteriormente, el 14 de diciembre el Consejo de Administración de SEPI aprueba el inicio del Proceso de venta así como las Bases del Proceso para la enajenación de ambas empresas.

Ese mismo día se aprueba la firma de los mandatos y poderes entre SEPI y los vendedores (Enusa encarga a SEPI la venta de Enusegur y, por su parte, Etsa y el accionista individual de Etsa Doi encargan a SEPI la venta de

su empresa). Los mandatos suponen el compromiso de SEPI para que en el plazo de 1 año, prorrogable por 6 meses, hagan todo lo posible para que la venta tenga lugar.

El 17 de diciembre de 2012 se publicita el inicio del proceso en la página *Web* de SEPI, así como en distintos medios de comunicación. En tales comunicaciones se incluye información de la empresa así como la documentación requerida para participar en el proceso, señalando como fecha límite de las manifestaciones de interés el 9 de enero de 2013.

Paralelamente, se inició el proceso para la selección de un valorador independiente de las compañías en venta. Para ello, el 20 de diciembre de 2012 se envió carta de invitación al concurso a cuatro entidades, adjuntando el documento de condiciones para la contratación de los servicios de valoración y la fecha límite para la recepción de las ofertas (9 de enero de 2013).

Dentro del plazo previsto se reciben dos propuestas para el desarrollo de las funciones de valoración, mientras que las otras dos entidades invitadas al proceso declinaron por escrito la participación en el mismo.

Tras la evaluación de ofertas con base en los criterios de selección establecidos en el Documento de Condiciones para la Contratación de los Servicios de Valoración, el 17 de enero de 2013 se acordó la adjudicación del contrato de valorador a Attest Servicios Empresariales S.L y el 18 de enero se firmó el contrato de prestación de servicios de valorador.

Dentro del plazo previsto, se recibieron dos muestras de interés en el proceso de venta de Enusegur y Etsa Doi, incluyendo en ambos casos la firma del Acuerdo de Confidencialidad. Una vez comprobado que cumplían los requisitos solicitados, el 18 de enero se remite a ambas entidades las Bases del Proceso indicando las fechas de *Data Room* y las normas para el desarrollo del mismo.

Los días 23 y 24 de enero se celebraron los *Data Room* en las oficinas de SEPI. Ante las preguntas y solicitudes de información adicional de los dos participantes se convocó un *Data Room* adicional y un encuentro con directivos para el día 30 de enero, al que sólo asistió uno de los potenciales compradores. El otro candidato comunicó a SEPI por escrito el 5 de febrero su renuncia a continuar en el proceso.

El día 6 de febrero se entrega el borrador del contrato de compraventa al único participante que queda en el proceso, sobre el cual se solicita el envío de comentarios por escrito.

Con fecha 8 de febrero de 2013 el valorador entrega el informe de valoración económica de Enusegur y Etsa Doi.

Tras la recepción de los comentarios del participante en el proceso al borrador del Contrato de compraventa remitido, el día 1 de marzo se le envía el borrador definitivo del Contrato así como la carta fijando la fecha límite para la recepción de la oferta vinculante.

El 5 de marzo de 2013, dentro del plazo previsto, se recibe la oferta vinculante de Maxam y se levanta Acta del acto de apertura.

El día 22 de marzo, una vez comprobado el cumplimiento de todos los requisitos exigidos en las bases, el Consejo de Administración de SEPI aprueba la adjudicación de Enusegur y Etsa Doi a Maxam por el precio conjunto por las dos empresas de 670.000 euros, de conformidad con los términos, plazos y condiciones establecidos en el Contrato de Compraventa. Este precio es la suma de 438.000 € por el 100% de las acciones de Enusegur y 232.000 € por la totalidad de las participaciones sociales de Etsa Doi.

El 3 de abril de 2013 se firmó el contrato de compraventa por las partes, quedando sujeta con carácter suspensivo a la autorización del Consejo de

Ministros, previo dictamen del Consejo Consultivo de Privatizaciones y, en su caso, de las autoridades en materia de competencia.

Antes del inicio formal del proceso de venta, SEPI elevó una consulta por escrito al CCP, de fecha 8 de octubre de 2012 ampliando posteriormente la información contenida en la misma el 16 de ese mismo mes, acerca del procedimiento más adecuado a aplicar para la enajenación de ambas empresas. El CCP contestó por escrito a tales consultas con fechas 11 y 22 de octubre de 2012 con algunas recomendaciones sobre el diseño de la operación que posteriormente fueron adoptadas por el Agente Gestor.

Finalmente, el día 3 de abril de 2013, el Consejo recibe el expediente sobre la venta de Enusegur y Etsa Doi para su análisis y emisión del correspondiente dictamen.

3.- CONSIDERACIONES DEL CCP

3.1.- Sobre el fomento de la competencia en el proceso de venta

En la venta de estas dos empresas de reducida dimensión jugaba un papel muy importante el hecho de que el principal y casi único cliente final de ambas hubiera dado muestras de interés en su compra. Este hecho supone una importante limitación a la competencia, ya que disminuye el atractivo y el interés de potenciales terceros interesados en la compra de estas empresas.

A pesar de ello, SEPI puso en marcha un proceso concurrencial en el que se intentó fomentar la competencia al publicitar la información de que se

iban a vender dichas empresas y que cualquier potencial interesado podría participar. Ello propició que, además del principal cliente que ya había ofrecido muestras de interés, apareciera otro candidato que se mantuvo en el proceso, prácticamente, hasta el final.

En cualquier caso, el Consejo ha recomendado que, con independencia de las posibles limitaciones y restricciones a la concurrencia que pudieran existir, siempre que sea posible se realicen esfuerzos para fomentar la concurrencia. Esto es justamente lo que SEPI ha realizado en este proceso, lo cual es valorado positivamente por el Consejo con independencia del resultado finalmente obtenido.

3.2.- Sobre el diseño del sistema de selección del comprador.

Tal y como se especificaba en las Bases del Proceso, las ofertas vinculantes que se presentaran para la compra de estas empresas deberían incluir una declaración en la que se aceptara el cumplimiento de una serie de requisitos mínimos exigidos por el Agente Gestor.

Una vez que los candidatos que presentaran ofertas vinculantes hubieran aceptado los requisitos mínimos, la adjudicación se realizaría al que presentara la oferta económica más alta.

Sin entrar en el contenido de los requisitos mínimos que, en todo caso, corresponde a cada Agente Gestor determinar, el CCP ha considerado que este sistema presenta ventajas ya que integra una elevada objetividad y transparencia a la hora de seleccionar a los compradores y un elevado incentivo a la competencia en precios entre los candidatos, al mismo tiempo que permite un tratamiento adecuado para que se tengan en cuenta aquellas otras consideraciones adicionales al precio en las que, en su caso, el Agente Gestor pudiera estar interesado.

En este caso concreto, los requisitos mínimos exigidos en este proceso incluían que los interesados deberían comprometerse durante un plazo de 3 años desde la elevación a público del contrato de compraventa a cumplir las siguientes exigencias:

- a) Mantenimiento de la plantilla fija y de las condiciones laborales existentes en la fecha de elevación a público del contrato en Enusegur y Etsa Doi, sin perjuicio de los cambios que puedan producirse como consecuencia de los mecanismos habituales de negociación colectiva.
- b) Permanencia del comprador en el capital de Enusegur y Etsa Doi como socio mayoritario mediante el control de más del 50% de las acciones y mantenimiento de los fondos propios en una cuantía no inferior a la de los fondos propios del balance de transferencia.
- c) Mantenimiento de la sede social de Enusegur en España y de Etsa Doi en Rumania.

Asimismo, se establecen unas penalizaciones en caso de incumplimiento, garantizadas por un aval a primer requerimiento por importe de 300.000 euros a favor de SEPI. En concreto, el incumplimiento de cualquiera de los requisitos mínimos será penalizado con 50.000 euros, hasta un máximo de 300.000 €.

3.3.- Sobre el Agente Gestor de la operación.

En estas operaciones SEPI no es la propietaria directa de las empresas en venta, sino que, en el caso de Enusegur, es una filial de una empresa de SEPI y, en el segundo caso, es una filial de una filial de una empresa de SEPI.

En este caso, como ha ocurrido en otras ocasiones dentro del Grupo SEPI, los propietarios directos han encargado a SEPI que actúe como Agente Gestor del proceso de privatización, lo que garantiza adecuadamente la separación entre la gestión de la empresa en venta y la gestión de la operación

de venta. Con esta separación se logra evitar diferentes conflictos de interés que podrían ocurrir cuando no se observa esta separación.

Los mandatos fueron otorgados por los Consejos de Administración de Enusa y Etsa, así como por el propietario de 0,1% de Etsa Doi y, posteriormente, firmados ante notario.

3.4.- Sobre el proceso de selección del valorador

→ Para elegir la entidad que realizaría los informes de valoración no se ha seguido el mismo sistema utilizado para la selección del comprador, mencionado en el punto 3.2., sino que se ha procedido a elegir la oferta ganadora utilizando un baremo en el que puntúa no sólo el criterio económico, sino también criterios técnicos. Estos últimos siempre son más complejos de valorar e introducen una carga de objetividad menor.

Por ello, en estos casos el Consejo ha recomendado que el criterio económico tenga una importancia preponderante, lo que se ha cumplido en este caso ya que su ponderación asciende a 68 puntos sobre 100.

→ En las bases para seleccionar el valorador se incluía la previsión de que, durante 12 meses desde la entrega del informe, se le podría solicitar una actualización de la valoración sin coste adicional.

Esto recoge una recomendación del Consejo ya que, en algunos procesos de privatización, puede transcurrir un largo periodo de tiempo entre el momento en que se realiza el informe de valoración y el momento en que finalmente se firma el contrato de compraventa con el adjudicatario. Este no ha sido el caso de la operación actual, pero, en todo caso, se valora positivamente la inclusión de este tipo de cláusulas en los mandatos firmados con los valoradores.

→ Por otra parte, en esta operación también se ha cumplido la recomendación de que los informes de valoración se finalicen antes de contar con las ofertas vinculantes de los potenciales compradores.

→ Para la convocatoria de entidades se utilizó el sistema de convocatoria limitada, el cual implica que el Agente Gestor realiza una preselección previa.

Aunque el Consejo se decanta por un sistema de convocatoria universal entiende que en procesos de tan escasa cuantía como el actual (el precio máximo se limitaba a 12.000 €) se utilice el sistema de convocatoria limitada, debido a las ventajas que presenta en cuanto a rapidez y menores costes de gestión a la hora de analizar las ofertas presentadas.

En los casos de convocatoria limitada el Consejo ha recomendado que se preste especial atención a los criterios de preselección y a que se realice una convocatoria lo suficientemente amplia para garantizar una adecuada competencia efectiva. En opinión del Consejo, el alcance de la convocatoria se debería situar por encima de las cuatro entidades que han sido llamadas en esta ocasión.

→ En cuanto a la aplicación del baremo, SEPI ha procedido a explicar la aplicación de puntos a cada uno de los candidatos en los distintos criterios, resultando ganador el candidato que había obtenido más puntos, tanto en los criterios económicos como en los criterios técnicos.

3.5.- Sobre el Informe de valoración de Enusegur y Etsa Doi.

El informe de valoración, elaborado por Attest, fue presentado el 8 de febrero de 2013, antes de la recepción de las ofertas vinculantes.

El valorador señala en su informe que “la valoración de Enusegur se ha efectuado de acuerdo con el método de los flujos de caja descontados [...]. En el caso de Etsa Doi no es aplicable dicho método y su valoración se ha calculado bajo la hipótesis de liquidación planteada por su Dirección, por lo que se ha procedido a calcular el valor liquidativo resultante de su balance a 31 de diciembre de 2012”.

El Consejo se ha mostrado favorable a que, como regla general, y siempre que las circunstancias lo permitan, entre los diferentes métodos que se puedan utilizar se encuentre el del descuento de flujos de caja. También ha insistido en la importancia de que el valorador realice un esfuerzo para explicar y justificar las diferentes hipótesis que va utilizando a la hora de realizar su informe.

Este ha sido el caso de la valoración de Enusegur en el que el valorador aplica el descuento de flujos estimando las proyecciones financieras en función de las hipótesis y estimaciones recogidas en el Plan de Negocio preparado por la dirección de Enusegur para el periodo 2013-2018. A partir de dicho año se calcula el valor residual de la empresa. El resultado de la valoración de Enusegur se acompaña de un análisis de sensibilidad del valor de la empresa ante modificaciones en la tasa de descuento o de la tasa de crecimiento futuro. Asimismo, el valorador ha justificado las distintas hipótesis aplicadas para la estimación del valor de Enusegur mediante este método.

Como se ha comentado, la valoración de Etsa Doi, por su parte, se realiza mediante el cálculo del valor liquidativo a 31 de diciembre de 2012 y el valorador esgrime que el contrato con su cliente único expira el 1 de mayo de 2013 y que éste había anunciado su decisión de finalizar dicha contratación lo que, en opinión del valorador, implicaría que a partir de dicha fecha cesaría en toda su actividad actual. Entendiendo este argumento se considera que se podría haber realizado un esfuerzo para intentar contar con alguna estimación, aun con carácter orientativo, utilizando el sistema de descuento de flujos de caja, aunque se reconocen las dificultades de cumplir esta recomendación.

3.6. Las Bases del Proceso de venta y el grado de formalización

En esta operación se ha observado un elevado grado de formalización en todas las fases desarrolladas para la selección del comprador. Esto queda reflejado en la elaboración de las Bases del Proceso que fueron aprobadas por el Consejo de Administración de SEPI en una fase inicial del proceso de venta y remitidas a los interesados que manifestaron interés en la operación y cumplían con los requisitos exigidos.

Las Bases del Proceso detallaban, entre otros aspectos, la documentación exigida para participar en el proceso, así como las fases en las que se estructuraba, los requisitos mínimos de obligada aceptación exigidos a todos los oferentes o los criterios para la valoración de sus ofertas de adquisición.

El CCP se ha referido en numerosas ocasiones a la conveniencia de que se elaboren unas “Normas o Criterios Básicos” específicos para cada operación que contengan las bases por las cuales se regirá el proceso. Entre las razones que justifican esta recomendación se encuentran el incrementar la transparencia y las garantías de igualdad de trato entre todos los participantes y la de limitar, en algún grado, la posible discrecionalidad del Agente Gestor (y por tanto la incertidumbre de los potenciales candidatos) en el desarrollo de la operación, lo que podría incentivar a un mayor número de candidatos a presentar ofertas de compra.

La información contenida en las Bases y el elevado grado de formalización observado suponen un aspecto claramente positivo de esta privatización.

3.7. El contrato de compraventa

En el contrato de compraventa firmado por las partes el día 3 de abril de 2013 se recogen las obligaciones del comprador respecto al cumplimiento de los requisitos mínimos descritos (y previstos en las Bases) durante un plazo de 3 años. Adicionalmente, con el fin de velar por el cumplimiento íntegro del contrato, y durante 3 años desde su elevación a público, el comprador se obliga a cumplir unas Condiciones de Obligada Aceptación. En concreto:

- No podrá, sin obtener la autorización previa de SEPI, iniciar cualesquiera de los procesos de fusión, escisión o cesión de activos y pasivos, u otras operaciones análogas de reestructuración empresarial que afecten a Enusegur y Etsa Doi y sus accionistas, salvo que tales procesos hayan sido recogidos expresa y debidamente en el plan industrial.

- Se obliga a sustituir a SEPI, Enusa y Etsa en la elevación a público de cuantos préstamos, avales, garantías o cartas de conocimiento puedan tener concedidos a favor de Enusegur y Etsa Doi. Asimismo, se obliga a sustituir o, en otro caso, garantizar mediante aval bancario a primer requerimiento las operaciones de endeudamiento en vigor cuya cancelación anticipada sea exigida por las entidades acreditantes como consecuencia del cambio de accionista.

- Cancelará las cantidades pendientes de la deuda de Enusegur y Etsa Doi a Etsa o bien aportará garantía bancaria suficiente que asegure el pago en relación con la compra en 2012 de diferentes elementos de transporte.

Adicionalmente, en el contrato se ha limitado tanto cuantitativa como temporalmente las posibles reclamaciones del comprador en cuanto al surgimiento de potenciales contingencias futuras. En concreto, el plazo durante

el cual el comprador podrá reclamar a los vendedores será de 1 año, salvo en el caso de las reclamaciones tributarias y de seguridad social que será de 4 años. Al mismo tiempo, se fija un límite de responsabilidad de los vendedores y una franquicia, de modo que el comprador no podrá exigir ninguna indemnización por debajo o por encima de los límites establecidos.

3.8.- Sobre la no inclusión de una cláusula de participación en plusvalías.

El CCP se ha mostrado partidario de que en aquellos procesos en que no ha existido concurrencia o esta ha sido muy limitada (como en el caso que nos ocupa) y, por tanto, ante la falta de referencias de mercado, se incluya en el contrato de compraventa una cláusula que permita el vendedor participar en las potenciales plusvalías que se puedan generar si el comprador realiza una reventa posterior, total o parcial, de las acciones adquiridas.

En esta operación la utilidad de esta cláusula podría ser menor dadas las características del comprador (el cliente casi único de las empresas) y del hecho de que se ha comprometido a mantener la mayoría de las acciones durante tres años. En todo caso, el Consejo recomienda que, en la medida de lo posible y con carácter general, se intente incluir este tipo de cláusulas en aquellas operaciones en las que no ha existido concurrencia y, por ello, se carece de otras referencias de mercado sobre el valor de la empresa.

4.- CONCLUSIONES DEL CCP

El Consejo Consultivo de Privatizaciones ha examinado la información incluida en el expediente sobre el proceso de privatización de las empresas ENUSEGUR, S.A. y ETSA DOI, S.R.L. y ha mantenido reuniones de trabajo con el Agente Gestor sobre esta operación.

El CCP ha recogido sus consideraciones y recomendaciones sobre este proceso en el apartado 3 de este Dictamen y, de acuerdo con ellas, en opinión del Consejo, tanto en el proceso de privatización como en la propuesta concreta de venta de las empresas ENUSEGUR, S.A. y ETSA DOI, S.R.L., se han cumplido suficientemente los principios de transparencia, publicidad y concurrencia por los que tiene que velar este Consejo.

Abril, 2013