

PRIVATIZACIÓN DE CRÉDITO Y CAUCIÓN

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

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

✓ El 29 de noviembre de 2007, Consultores de las Administraciones Públicas (AFI), presenta el informe de valoración del porcentaje objeto de la venta de Grupo CyC, constatándose que el resultado de la misma se encuentra en el rango del 10% respecto del valor estimado por el banco asesor seleccionado por el

comprador. Por ello, conforme a lo previsto en el Acuerdo de Socios, el valor de la participación se establece como la media entre ambas valoraciones.

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

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

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

Adicionalmente, el contrato recoge una cláusula de participación en plusvalías del vendedor en caso de reventa (u opción de compra por un tercero) de las participaciones del Grupo CyC en el plazo de los dos años siguientes a la firma del contrato de compraventa entre las partes. En concreto, una vez determinada la ganancia existente en tal operación de reventa, si esta *“se produce dentro del plazo de un año a contar desde la fecha del presente contrato, el importe a abonar será el 100% de la ganancia obtenida”*. Por el contrario, *“si la*

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

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

III. CONSIDERACIONES DEL CCP

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

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

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

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

2. Fomento del nivel de concurrencia del proceso

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

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

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

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

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

ambas valoraciones y, en caso contrario, se recurriría a un tercer banco de inversión para que efectúe una valoración adicional.

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

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

El CCP ha insistido en lo oportuno de contar con informes de valoración externos en los procesos de privatización, con el fin de fortalecer la transparencia de estas operaciones pero, al mismo tiempo, ha diferenciado claramente entre el proceso de realización de las valoraciones y el proceso de fijación del precio. Esto es debido a que, respecto al primero, se entiende que, dentro de los límites de la razonabilidad, los márgenes son muy amplios en función de los supuestos utilizados y, por ello, es recomendable que la fijación del precio sea la consecuencia de procesos competitivos en los que se pueda contar con diferentes indicaciones de mercado.

4. Sobre la selección del valorador

Para la contratación del valorador de la operación, el vendedor publicó en el BOE y el DOUE el Pliego de Bases en el que se especificaba el contenido exigido para las solicitudes de participación en el proceso, así como los aspectos

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

El CCP considera que en esta operación, tanto el número de preseleccionados como el número de entidades que finalmente presentaron una propuesta de colaboración (nueve) es suficiente para garantizar un nivel adecuado de concurrencia en el concurso. Por otro lado, todas las entidades convocadas tenían la capacidad necesaria para desarrollar los trabajos requeridos de manera satisfactoria.

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

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

Por ello se considera que, de manera previa, se podrían haber formalizado

y explicitado, en mayor medida, los criterios de valoración que se iban a tener en cuenta en el proceso de selección de los candidatos.

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

6. Sobre el informe de valoración

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

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

por la entidad asesora designada por el adquirente.

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

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

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

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

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

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

IV. CONCLUSIONES

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

Adicionalmente, el Consorcio de Compensación de Seguros ha ido planteando distintas cuestiones así como compartiendo información con el CCP a lo largo del proceso, lo que ha permitido, al mismo tiempo que se facilitaba la labor del CCP, incorporar en el desarrollo y diseño del proceso diferentes recomendaciones.

Finalmente, y teniendo en cuenta las consideraciones expuestas por este Consejo en el apartado III de este dictamen, así como las limitaciones estatutarias pre-existentes en esta operación, el CCP considera que tanto el proceso desarrollado para la venta como la propuesta de adjudicación de la participación del Consorcio de Compensación de Seguros en el Grupo Compañía Española de Crédito y 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.

Enero de 2008