



Comisión
Nacional
de Energía

**INFORME DE LA COMISION NACIONAL DE ENERGIA SOBRE
LOS EFECTOS QUE LA OPA DE *UNION ELECTRICA FENOSA,*
S.A. SOBRE *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO,* S.A. PUEDE
TENER EN LAS ACTIVIDADES ELECTRICAS REGULADAS**

18 de abril de 2000

INDICE

1.- OBJETO

2.- COMPETENCIA

3.- PROCEDIMIENTO

4.- DESCRIPCION DE LA OPERACION

- Oferta realizada
- Número de valores a los que se extiende la oferta
- Contraprestación ofrecida por los valores
- Garantías constituidas
- Estructura del grupo empresarial tras la operación

5.- FINANCIACION DE LA OPERACION

- Recursos disponibles
- Endeudamiento

6.- CONSECUENCIAS DE LA OPERACION

- Introducción
- Reordenación societaria del grupo resultante de la operación.
- Efectos del mayor endeudamiento sobre las filiales que ejercen actividades reguladas.
- Influencia de la operación sobre la calidad de servicio en las actividades eléctricas reguladas

7.- CONCLUSIONES

**INFORME DE LA COMISION NACIONAL DE ENERGIA SOBRE LOS
EFECTOS QUE LA OPA DE *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* SOBRE
HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A. PUEDE TENER EN LAS
ACTIVIDADES ELECTRICAS REGULADAS**

1. OBJETO

El presente Informe se emite en el seno del procedimiento de autorización por parte de la Comisión Nacional de Energía (CNE), en el ejercicio de la función decimocuarta, de las previstas en la Disposición adicional undécima, tercero.1 de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del sector de hidrocarburos, en relación con la oferta pública de adquisición de acciones presentada por *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* sobre *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*

Dicha norma establece de forma expresa que:

“La Comisión Nacional de Energía tendrá las siguientes funciones:

...Decimocuarta: autorizar las participaciones realizadas por sociedades con actividades que tienen la consideración de reguladas en cualquier entidad que realice actividades de naturaleza mercantil. Sólo podrán denegarse las autorizaciones como consecuencia de la existencia de riesgos significativos o efectos negativos, directos o indirectos, sobre las actividades reguladas en esta Ley, pudiendo por estas razones dictarse autorizaciones que expresen condiciones en las cuales puedan realizarse las mencionadas operaciones”.

En muy parecidos términos se expresa el artículo 18.1 del Real Decreto 1339/1999, de 31 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de la CNE, en el que se regula la autorización de participaciones a que se refiere la función decimocuarta.

Debe advertirse que esta función debe ser diferenciada de la función establecida en la decimoquinta de la citada Disposición adicional undécima, según la cual, corresponde a la CNE *“...informar preceptivamente sobre las operaciones de concentración de empresas o de toma de control de una o varias empresas energéticas por otra que realice actividades en el mismo sector cuando las mismas hayan de ser sometidas al Gobierno para su decisión, de acuerdo con la legislación vigente en materia de competencia”*.

2. COMPETENCIA

La Disposición adicional undécima, tercero.1, función decimocuarta atribuye a la CNE competencia para autorizar la participación, mediante oferta pública de adquisición de acciones, de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* sobre *HIDROELECTRICA DEL CANTÁBRICO, S.A.*, en cuanto que la primera es una sociedad matriz de sociedades filiales que desarrollan actividades reguladas.

El precepto citado establece la potestad de autorización de la CNE de las participaciones realizadas por sociedades con actividades reguladas en otras entidades de naturaleza mercantil, debiendo entenderse que la potestad autorizatoria existe tanto cuando las citadas actividades reguladas son desarrolladas directamente por la propia sociedad que realiza las participaciones, como, de manera indirecta, cuando lo son a través de sus filiales.

Esta interpretación se apoyaría en los propios términos literales del precepto que otorga la potestad, pues se refiere a las participaciones realizadas por

sociedades *con actividades reguladas*, y no de forma más concreta a las sociedades que desarrollen directamente actividades reguladas, todo lo cual permite entender que una sociedad matriz, en cuyo grupo existen sociedades que desarrollan directamente actividades reguladas, es, a los efectos de la Disposición adicional undécima, una sociedad *con actividades reguladas* y, por tanto, incluida en su ámbito subjetivo de aplicación.

Pero, además, la citada interpretación es la más acorde con la voluntad del legislador y la que más se ajusta a la propia finalidad perseguida por la norma, consistente en garantizar que la adquisición de participaciones no produzca efectos perjudiciales para el desarrollo de las actividades reguladas. En tal medida, una interpretación distinta, por la que se entienda, con base en argumentos literalistas, que sólo procede la autorización cuando las actividades reguladas son desarrolladas directamente por la sociedad que realiza las participaciones (y ello a pesar de que no se diga así expresamente en la norma), supondría eludir la finalidad perseguida con esta norma, dado que determinadas participaciones podrían tener, en cuanto afecten al equilibrio patrimonial del grupo de sociedades, una incidencia negativa en el desarrollo de las actividades reguladas.

Por todo ello, y de conformidad con la Disposición adicional undécima de la Ley 34/1998, la CNE tiene atribuida la competencia para autorizar la participación, mediante oferta pública de adquisición de acciones, de *UNIÓN ELÉCTRICA FENOSA, S.A.* sobre *HIDROELECTRICA DEL CANTÁBRICO, S.A.*

3. PROCEDIMIENTO

Con fecha 6 de abril de 2000, ha tenido entrada en el registro de la CNE escrito de fecha 5 de abril presentado por *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, en el que se comunica que “... *Unión Eléctrica Fenosa S.A. presentó el pasado 24*

de marzo ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) una Oferta Pública de Adquisición de acciones (OPA) sobre el 100% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A. El folleto de dicha OPA está siendo estudiado en estos momentos por la CNMV”.

Mediante escrito de fecha 7 de abril, la CNE, al amparo de la función decimocuarta, solicita de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, la remisión de la información y documentación que se estima necesaria, a efectos del análisis de la operación comunicada. El plazo máximo para presentar la documentación requerida finalizaba a las 14:00 h del 11 de abril. Con fecha 11 de abril, antes de la finalización del plazo concedido, se recibe escrito de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* por el que se solicita ampliación del plazo inicialmente fijado, a fin de dar cumplimiento, en debida forma, a la obligación de aportar la documentación.

Por escrito de fecha 11 de abril, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 49 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, se acuerda una ampliación de plazo inicial hasta el 13 de abril de 2000, a las 14:00 h. Con fecha 11 de abril se recibe parte de la documentación solicitada que se completa el día 12 con documentación adicional.

Asimismo, debe señalarse que el Reglamento de la CNE establece en su artículo 18.2 un plazo máximo de un mes para que la Comisión dicte la resolución que proceda, de modo que, transcurrido dicho plazo sin que haya sido emitida Resolución expresa, se entenderá concedida la autorización.

Finalmente, el artículo 18.3 del Reglamento establece la obligación de la CNE de comunicar al Ministerio de Industria y Energía la resolución que recaiga.

4. DESCRIPCION DE LA OPERACION

- **Oferta realizada**

UNION ELECTRICA FENOSA, S.A., sociedad matriz del grupo, ha presentado una oferta pública de adquisición del 100 por ciento de las acciones de la sociedad *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*

En el momento de presentación de la oferta de adquisición de acciones, el capital social de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* es de 226.393.536 euros (37.668.714.881 pesetas), representado por 113.196.768 acciones ordinarias, de un valor nominal de 2 euros (333 pesetas), totalmente suscritas y desembolsadas, de serie y clase única, representadas por medio de anotaciones en cuenta y admitidas a cotización en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona y Bilbao, teniendo todas ellas idénticos derechos políticos y económicos.

La contraprestación ofrecida por *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* a los accionistas de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* es de 24 euros por acción, es decir, 3.993 pesetas.

- **Número de valores a los que se extiende la oferta**

La oferta realizada se extiende a todas las acciones de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* que estén en circulación en el momento de formularse la misma, es decir, a 113.196.768 acciones, representativas del 100 por ciento del capital social de la compañía. Debe señalarse que ni en la información remitida por *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* ni a lo largo de este informe se hace mención a la autocartera de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* equivalente al 3 por ciento de su capital social.

La oferta se condiciona a la adquisición de un número mínimo de acciones que represente al menos el 80 por ciento del capital social de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*; por lo tanto, el número mínimo de acciones a adquirir será de 90.557.415. No obstante, este mínimo descenderá al 51 por ciento, en el caso de que la Junta General de Accionistas de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* adopte los siguientes acuerdos:

- a) Eliminación de las restricciones estatutarias en materia de limitación al 10 por ciento de los derechos de voto de un mismo accionista o de su grupo.
- b) Eliminación del requisito de antigüedad como accionista para ser designado Consejero o Presidente.
- c) Revocación de las emisiones de *warrants*, es decir, obligaciones convertibles en acciones, acordadas por la Junta General celebrada el 30 de junio de 1992.

El cuadro 1 resume el número, máximo y mínimo, de valores entre los que se materializaría finalmente la operación:

CUADRO 1: RESUMEN DE LA OFERTA REALIZADA

OFERTA	NUMERO DE ACCIONES	VALORACION	
		euros	millones de pesetas
100% del capital social	113.196.768	2.716.722.432	452.025
80% del capital social	90.557.415	2.173.377.946	361.620
51% del capital social	57.730.352	1.385.528.440	230.533

- **Contraprestación ofrecida por los valores**

UNION ELECTRICA FENOSA, S.A. ofrece, como modalidad de contraprestación, la permuta parcial de acciones de nueva emisión de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, hasta un número total de una tercera parte de las acciones de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* que acepten la oferta, redondeándose por defecto dicho número al múltiplo más próximo de tres.

Por lo tanto, los accionistas de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* que acepten la oferta podrán optar por recibir en contraprestación acciones de nueva emisión de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, a razón de una acción de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* por cada acción de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*, si bien este derecho queda limitado a un máximo de una tercera parte de las acciones de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* Los accionistas de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*, que sean titulares de un número de acciones inferior a tres, podrán agruparse a los efectos de hacer uso del derecho previsto en este apartado.

El cuadro 2 resume los datos asociados a las formas de contraprestación incluidas en la oferta:

CUADRO 2: POSIBILIDADES DE CONTRAPRESTACION

OFERTA	NUMERO TOTAL DE ACCIONES	NUMERO DE ACCIONES A CANJEAR	RESTO DE ACCIONES A ABONAR EN EFECTIVO	IMPORTE A ABONAR EN EFECTIVO	
				EUROS	MILLONES DE PESETAS
Oferta del 100%	113.196.768	37.732.256	75.464.512	1.811.148.288	301.350
Oferta del 80%	90.557.414	30.185.805	60.371.610	1.448.918.630	241.080
Oferta del 51%	57.730.352	19.243.451	38.486.901	923.685.627	153.688

Las acciones a emitir por *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* serán ordinarias, de 3 euros (499 pesetas) de valor nominal, con una prima de emisión de 21 euros (3.494 pesetas), de forma que nominal y prima se corresponda con el valor dado a cada acción de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*, es decir, 24 euros.

El cuadro 3 incluye un ejemplo de las posibilidades de contraprestación, en el caso de que los accionistas de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* hicieran uso de la modalidad de permuta parcial hasta el máximo ofrecido de una tercera parte de las acciones de cada declaración de aceptación, incluyendo el importe en metálico que el aceptante recibiría:

CUADRO 3: EJEMPLO DE CONTRAPRESTACIONES

NUMERO DE ACCIONES DE <i>HIDROCANTABRICO</i>	ACCIONES NUEVAS DE <i>UNION FENOSA</i>	EFFECTIVO (EUROS)
1	0	24
2	0	48
3	1	48
4	1	72
6	2	96
16	5	264
100	33	1.608
1.000	333	16.008

(*) Si un accionista, que posee 1.000 acciones de *HIDROCANTABRICO*, acepta la oferta, podrá canjear un tercio de sus acciones (333) por acciones de *UNION FENOSA*, S.A. y por las 667 acciones restantes, recibirá 16.008 euros, resultado de valorar las mismas a 24 euros cada una.

El Consejo de Administración de *UNION ELECTRICA FENOSA*, S.A. someterá a su Junta General de accionistas el acuerdo de aumento de capital necesario para emitir las acciones que constituyen parte de la contraprestación de la oferta realizada. Igualmente se someterá a la Junta la supresión total del derecho de suscripción preferente de los accionistas de *UNION ELECTRICA FENOSA*, S.A. en atención a exigencias del interés social.

Para la determinación del valor de las acciones de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO*, S.A. así como de la ecuación de canje propuesta, *UNION ELECTRICA FENOSA*, S.A. ha contado con la colaboración de *GOLDMAN SACHS*, que ha elaborado un informe relativo a la valoración de las acciones, cuya conclusión es que el precio fijado y la ecuación de canje son justas para *UNION ELECTRICA FENOSA*, S.A.

La fijación del tipo de emisión de las acciones de *UNION ELECTRICA FENOSA*, S.A. y el canje propuesto de una acción de *UNION ELECTRICA FENOSA*, S.A. por una acción de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO*, S.A. se ha establecido atendiendo a los siguientes criterios:

- a) Opinión del asesor anteriormente citado.
- b) Valor de cotización en Bolsa de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, al final de la sesión del día anterior a la presentación en la CNMV de la oferta pública, que fue de 23,87 euros por acción.

- **Garantías constituidas**

Con el fin de garantizar el pago de la parte de contraprestación en metálico de las acciones que acepten la oferta, el oferente ha presentado ante la CNMV un aval bancario solidario emitido por el *BANCO SANTANDER CENTRAL HISPANO*, propietario del 10,387 por ciento de la sociedad oferente, por un importe máximo de 2.750.000.000 euros (457.562 millones de pesetas), cifra que cubre íntegramente la posible contraprestación en metálico en el caso de que los titulares de las acciones de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* soliciten, en su totalidad, recibir la contraprestación en efectivo.

- **Estructura del grupo tras la operación**

UNION ELECTRICA FENOSA, S.A. manifiesta expresamente que no existen planes concretos que permitan definir la estructura societaria que pueda resultar al final del proceso así como su interés en que los valores de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*, por el momento, sigan cotizando en las Bolsas en las que actualmente lo vienen haciendo. Asimismo, no existen planes concretos de utilización de los activos de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*

5. FINANCIACION DE LA OPERACIÓN

La oferta presentada en la CNMV establece que está previsto que la sociedad oferente obtenga la financiación de la contraprestación en metálico de:

- a) los propios recursos de que dispone.
- b) de endeudamiento.

Debe hacerse constar que la previsión de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* es que pocos accionistas de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* opten por el canje de acciones, debido a que, por un lado, no existen ventajas fiscales y, por otro, a que la cotización de las acciones de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* está actualmente en torno a los 21 euros, por debajo de los 24 ofrecidos como contraprestación económica. Por ello, parece razonable suponer que, prácticamente, toda la operación será liquidada en metálico.

a) Recursos disponibles

En primer lugar, a 31 de diciembre de 1999, el balance de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* incorpora, dentro del epígrafe *Inversiones financieras temporales*, un saldo de 90.618 millones de pesetas (545 millones de euros). En mayo de 1999, *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* vendió, fuera del grupo, la participación que tenía en *AIRTEL MOVIL, S.A.*, generando con la citada operación unas plusvalías por importe de 140.362 millones de pesetas (844 millones de euros). Los más de 90.600 millones de pesetas (545 millones de euros) citados constituyen el importe a percibir en el 2000, por la parte del cobro aplazada más intereses, correspondientes a la citada venta.

INFORMACION CONFIDENCIAL

En segundo lugar, *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* dispone de líneas de crédito firmadas, sin disponer, pero con disponibilidad inmediata, por 60.000 millones de pesetas (361 millones de euros), aproximadamente.

b) Endeudamiento

UNION ELECTRICA FENOSA, S.A. obtendrá, en un plazo no superior al mes, de una de las dos principales compañías de *rating* –*STANDARD & POOR'S* y *MOODY'S*– la correspondiente calificación de *rating*. La concesión del citado *rating* es el paso necesario para la utilización de dos nuevas fuentes de financiación para la adquisición de las acciones de *HIDROELECTRICA DEL*

CANTABRICO, S.A.: la emisión de *euro commercial paper* y *medium term notes*.

Los *euro commercial paper* son pagarés de empresa emitidos en los mercados internacionales, cuyo plazo de vencimiento oscila entre 1 y 3 meses.

Los *medium term notes* son activos financieros emitidos a más largo plazo, cuya característica más destacada es que un *contrato-marco* fija las condiciones económicas básicas, permitiendo emitir según las necesidades del momento y del inversor y evitando los problemas derivados de los cambios económicos y de carácter coyuntural. El plazo de vencimiento de estos activos es flexible, siendo el periodo máximo de 30 años.

Hasta tanto la compañía de *rating* elegida emita la calificación, que permita acudir a los mercados financieros internacionales y colocar en ellos los *euro commercial paper* y los *medium term notes*, *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* está negociando la apertura de varias líneas de crédito bilaterales con diversas entidades financieras, INFORMACION CONFIDENCIAL

En definitiva, puede concluirse que *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* estima que la práctica totalidad de la operación habrá de abonarse en dinero, no acogiéndose a la posibilidad de canje de acciones un número significativo de accionistas de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* En este caso el importe de la operación se financiaría:

INFORMACION CONFIDENCIAL

La necesidad de endeudamiento de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* se verá disminuida por la venta de diferentes activos:

6. CONSECUENCIAS DE LA OPERACION

- **Introducción**

A la hora de determinar cómo puede afectar a las actividades eléctricas reguladas la adquisición, por parte de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, de, por lo menos, la mayoría del capital social de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*, resulta necesario analizar especialmente tres aspectos.

En primer lugar, debe considerarse que *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* no ha definido la estructura societaria que podría resultar al final del proceso.

En segundo lugar, es preciso comprobar en qué medida la sociedad que tiene por objeto social la realización de actividades eléctricas reguladas -*UNION FENOSA DISTRIBUCION, S.A.*- se ve afectada por la inversión financiera de su empresa matriz, accionista al 100 por ciento, y por el modo en que tal inversión es financiada.

En tercer lugar, hay que analizar los distintos aspectos en los que se materializa la calidad de la red eléctrica, con especial detenimiento en la eventual incidencia que una tan relevante inversión financiera pudiera tener en el volumen de inversión real, necesario para garantizar que los niveles de calidad en el suministro eléctrico continúen mejorando.

- **Reordenación societaria del grupo resultante tras la operación.**

En la información remitida por *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* a la CNE se manifiesta de forma expresa que, en el momento de realización de la oferta de

adquisición de acciones de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*, no se ha decidido cual será la estructura financiera del grupo de sociedades resultante de la operación.

Ante la posibilidad de una reordenación societaria del grupo, hay que poner de manifiesto que, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 34/1998, de 7 de octubre, *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A* deberá someter a autorización de la CNE las eventuales operaciones enmarcadas dentro del proceso de reorganización societaria que afecten a las sociedades que realizan actividades reguladas en los sectores de electricidad y gas.

- **Efectos del mayor endeudamiento financiero sobre las filiales que ejercen actividades reguladas.**

Para abordar el segundo de estos tres aspectos hay que hacer algunas consideraciones iniciales. El Consejo de Administración de la CNSE en su sesión celebrada el 1 de junio de 1999 autorizó a *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* a proceder a la aportación no dineraria de las ramas de actividad de producción de energía eléctrica y comercialización de clientes cualificados, por un lado, y transporte y distribución, por otro, a las sociedades filiales *UNION FENOSA GENERACION, S.A.* y *UNION FENOSA DISTRIBUCION, S.A.*, respectivamente; como contrapartida de las citadas aportaciones, las dos filiales realizaron las oportunas ampliaciones de capital. Ambas operaciones tuvieron efecto desde el 1 de junio de 1999. Con ambas operaciones *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A* dio cumplimiento al mandato legal de proceder a la separación jurídica de las actividades reguladas y no reguladas.

Con efectos 30 de junio de 1999 *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* vendió el 25 por ciento de su participación en *UNION FENOSA GENERACION, S.A.*, equivalente a 26.000 millones de pesetas (156 millones de euros), a *NATIONAL POWER, PLC* en función del acuerdo firmado con la misma, pagando a cuenta 94.500 millones de pesetas por dicha participación (568 millones de euros).

Tras la reorganización del grupo, éste ha quedado configurado como un grupo de sociedades filiales, dirigidas y coordinadas por una sociedad matriz, a las que ésta les provee de todos los servicios corporativos, mediante contratos de prestación de servicios, así como inicialmente de la financiación necesaria, puesto que, simultáneamente a la aportación de las ramas de actividad, se formalizaron los oportunos contratos de asunción de deuda, por la cifra necesaria para cubrir el valor de los activos aportados. Las filiales, por lo tanto, registraron en sus balances, en concepto de *deuda corporativa* o deuda con la sociedad matriz, la deuda retribuida con terceros que mantenía la matriz y la deuda financiera asociada a los compromisos de pensiones.

Las diversas empresas del grupo se han agrupado en seis grandes divisiones de negocio: generación eléctrica, distribución de electricidad, inversiones internacionales, servicios profesionales, telecomunicaciones y división de industria, minería e inmobiliaria.

En cuanto a los derechos de cobro de los costes de transición a la competencia, éstos se han transmitido a la filial *UNION FENOSA GENERACION, S.A.*.

El cuadro 4 recoge el balance resumido de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, *holding* del grupo *UNION FENOSA*, a 31 de diciembre de 1999.

Como puede observarse, la matriz del grupo *UNION FENOSA* posee un balance de casi 1,2 billones de pesetas (7.212 millones de euros), destacando en el activo su inmovilizado, que representa el 71,3 por ciento del total.

Este balance presenta en su estructura financiera más de 420.000 millones de pesetas de fondos propios (2.524 millones de euros) y un endeudamiento a largo plazo de casi 300.000 millones de pesetas (1.803 millones de euros).

CUADRO 4: BALANCE DE UNION ELECTRICA FENOSA, S.A. A 31/12/99

CONCEPTO	millones de pesetas
INMOVILIZADO	840.994
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	639
ACTIVO CIRCULANTE	336.704
Inversiones financieras temporales	316.776
Otros activos circulantes	19.928
TOTAL ACTIVO	1.178.337
FONDOS PROPIOS	422.580
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	1.455
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	188.519
ACREEDORES A LARGO PLAZO	291.514
Obligaciones y otros valores negociables emitidos	32.383
Deudas con entidades de crédito	185.374
Deudas con empresas del grupo y asociadas	887
Otras deudas a largo	72.870
ACREEDORES A CORTO PLAZO	274.269
Obligaciones y otros valores negociables emitidos	115.997
Deudas con entidades de crédito	124.581
Deudas con empresas del grupo y asociadas	16.482
Otras deudas a corto	17.209
TOTAL PASIVO	1.178.337

La visión económica de un grupo empresarial no puede captarse, sin embargo, a través del balance de su matriz. Un grupo de empresas está caracterizado por la existencia de un conjunto de sociedades jurídicamente independientes que persiguen sus fines económicos bajo la dirección unitaria de la sociedad matriz. El balance de la empresa matriz sólo ofrece una información parcial y muy limitada del grupo. Sólo el *balance consolidado* permite conocer con gran exactitud la situación económica, financiera, patrimonial y de resultados del conjunto de las empresas del grupo. Un grupo empresarial, como el de *UNION FENOSA*, tan amplio y diversificado exige, para obtener una adecuada visión de su estructura y funcionamiento, ser analizado a través de la contabilidad consolidada de todas las sociedades filiales, ya que, en última instancia, la matriz se comporta simultáneamente como una cartera de valores y como una entidad financiadora del grupo.

Por ello, para ver como la eventual adquisición de un importante paquete de acciones de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* puede repercutir en las cuentas del grupo *UNION FENOSA*, es necesario considerar las magnitudes consolidadas del grupo.

El cuadro 5 recoge el balance consolidado de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* y sociedades filiales, a 31 de diciembre de 1999.

CUADRO 5: BALANCE CONSOLIDADO DE UNION ELECTRICA FENOSA Y SOCIEDADES FILIALES A 31/12/99

CONCEPTO	millones de pesetas
ACCIONISTAS DESEMBOLSOS NO EXIGIDOS	6
INMOVILIZADO	1.222.442
FONDO DE COMERCIO DE CONSOLIDACION	36.222
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	4.394
ACTIVO CIRCULANTE	268.546
TOTAL ACTIVO	1.531.610
FONDOS PROPIOS	457.849
SOCIOS EXTERNOS	50.177
DIFERENCIAS NEGATIVAS DE CONSOLIDACION	4.238
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	29.468
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	255.771
ACREEDORES A LARGO PLAZO	344.764
Obligaciones y otros valores negociables emitidos	32.383
Deudas con entidades de crédito	194.571
Deudas con empresas del grupo y asociadas	117.477
Otras deudas a largo	333
ACREEDORES A CORTO PLAZO	389.343
Obligaciones y otros valores negociables emitidos	115.997
Deudas con entidades de crédito	127.592
Deudas con empresas del grupo y asociadas	3.396
Otras deudas a corto	142.358
TOTAL PASIVO	1.531.610

La consolidación se ha realizado por *el método de integración global*, para aquellas sociedades dependientes sobre las que se tiene un dominio efectivo por tener mayoría de votos en sus órganos de representación y decisión, y por *el método de integración proporcional*, para las sociedades que son gestionadas por una o varias sociedades del grupo que participan en su capital social. Además, aquellas sociedades dependientes que en su conjunto presentan un interés poco significativo con respecto a la imagen fiel de las

cuentas consolidadas del *GRUPO UNIÓN FENOSA*, se consolidan según el *procedimiento de puesta en equivalencia*.

En el cuadro 6 aparecen por filas cuatro *ratios* que pretenden reflejar los rasgos estructurales de los cuatro grupos empresariales del sector eléctrico, pudiéndose comprobar que los valores que registra el grupo consolidado *UNION FENOSA* (antes de la oferta de adquisición de acciones) se encuentran en el nivel promedio del sector. Aun cuando estos *ratios* no pueden estimarse para la situación posterior a esta operación financiera, ya que, con la información disponible, no es posible obtener el balance consolidado de ambas sociedades tras la operación, la última columna presenta dichos *ratios* calculados a partir de un balance obtenido como *suma aritmética* de los balances de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* e *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.*

CUADRO 6: RATIOS DE LOS GRUPOS CONSOLIDADOS A 31/12/99

INFORMACION CONFIDENCIAL

Puede comprobarse que, con esta operación financiera, los *ratios* de *UNION FENOSA* sólo empeoran moderadamente, permaneciendo de cualquier modo en unos niveles medios del sector; esto mismo puede afirmarse incluso del *ratio* que más empeora, *cobertura de deuda*, que mide el número de años en que quedará amortizada la deuda neta, obteniendo el mismo volumen de *BAIIA* (beneficios antes de intereses, de impuestos y amortizaciones).

Estas conclusiones quedan reforzadas en la medida en que el porcentaje de capital social de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* adquirido por *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* fuese inferior al 100 por ciento. En última instancia, queda puesto de manifiesto que el grupo empresarial *UNION FENOSA* presenta un balance saneado que no se pone en cuestión con esta adquisición.

La CNE debe asegurar que una operación como la que se está analizando en este informe no afecta negativamente a la sociedad que ejerce las actividades eléctricas reguladas.

En principio, una posible consecuencia del aumento del nivel de endeudamiento de la matriz será el encarecimiento de la futura financiación ajena obtenida en los mercados. Esto podría repercutir en las sociedades filiales del grupo, incluidas aquellas que desarrollan actividades eléctricas reguladas, puesto que la sociedad matriz financia a las filiales con deuda corporativa. La certeza de ambas proposiciones dependerá del endeudamiento inicial del grupo, y consecuentemente de la calificación de las compañías de *rating*, y de los plazos y condiciones en las que la matriz financia a las filiales.

Por ello, para realizar el análisis correspondiente, debemos partir del balance a 31 de diciembre de 1999 de *UNION FENOSA DISTRIBUCION, S.A.*, el cual aparece en el cuadro 7, y en el que se puede comprobar que en su pasivo aparecen 183.576 millones de pesetas, registradas en el epígrafe *Deudas con empresas del grupo y asociadas a largo plazo*.

CUADRO 7: BALANCE DE UNION FENOSA DISTRIBUCION, S.A. A 31/12/99

CONCEPTO	millones de pesetas
INMOVILIZADO	450.704
GASTOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	0
ACTIVO CIRCULANTE	52.198
TOTAL ACTIVO	502.902
FONDOS PROPIOS	178.539
INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS	20.225
PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS	42.901
ACREEDORES A LARGO PLAZO	195.059
Obligaciones y otros valores negociables emitidos	0
Deudas con entidades de crédito	0
Deudas con empresas del grupo y asociadas	183.576
Otras deudas a largo	11.483
ACREEDORES A CORTO PLAZO	66.178
Obligaciones y otros valores negociables emitidos	0
Deudas con entidades de crédito	0
Deudas con empresas del grupo y asociadas	10.834
Otras deudas a corto	55.344
TOTAL PASIVO	502.902

El cuadro 8 recoge un resumen de la composición de la deuda corporativa a largo plazo, así como el detalle de las condiciones de los mismos:

CUADRO 8: DETALLE DE LA DEUDA DE *UNION FENOSA DISTRIBUCION, S.A.*



El hecho de que la operación analizada supusiera un eventual endurecimiento de las condiciones de financiación por parte de la sociedad matriz del grupo *UNION FENOSA*, en este momento no parece que debiera tener efectos en *UNION FENOSA DISTRIBUCION, S.A.*, a la vista de las condiciones actuales de la deuda a largo plazo.

Así, a la vista de lo expuesto en párrafos anteriores, puede concluirse que el mayor endeudamiento de la matriz del grupo *UNION FENOSA*, derivado de la operación, no incidirá negativamente en la situación financiera del grupo, considerada como saneada, manteniéndose las magnitudes relativas más relevantes en unos niveles que son los medios del sector. Igualmente, el mayor endeudamiento no tendrá, en una primera etapa, consecuencias negativas para las filiales del grupo, incluida aquella que desarrolla actividades eléctricas reguladas, a las que presta servicios financieros. Para que todo ello continúe así, este órgano regulador debería realizar un seguimiento permanente de la situación financiera de las empresas que desarrollan actividades reguladas.

- **Influencia de la operación sobre la calidad de servicio en las actividades eléctricas reguladas**

En relación al *transporte de energía eléctrica* es importante destacar tres aspectos:

En primer lugar, la adquisición, por parte de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, de la mayoría de las acciones de *HIDROCANTABRICO, S.A.*, y, eventualmente, la fusión de las dos filiales que desarrollan actividades reguladas supondrán previsiblemente una reducción de los costes de inversión y de los de operación y mantenimiento, ya que podrán unificarse los criterios de diseño de las instalaciones, se reducirá la gama de materiales utilizados para la construcción de las instalaciones y se centralizarán los planes de mantenimiento de las mismas, lo que significará un mejor aprovechamiento de los medios, humanos y materiales, disponibles.

En segundo lugar, no es previsible que la concentración implique una merma de la calidad de servicio alcanzada. Antes al contrario, es lógico pensar que exista una mayor coordinación entre los planes de refuerzo de las instalaciones de transporte y un mejor aprovechamiento de los apoyos existentes a través de las instalaciones de distribución.

En este mismo sentido, sin perjuicio de las tareas que ya realiza el *OPERADOR DEL SISTEMA*, es previsible que se produzca una mayor coordinación en el descargo de instalaciones adyacentes.

En tercer lugar, la operación de las instalaciones de transporte no se verá influida por la oferta pública de adquisición de acciones, ya que la misma es gestionada por el *OPERADOR DEL SISTEMA*.

Unidos a estos efectos positivos, podrían registrarse otras consecuencias que, dependiendo de su intensidad, podrían llegar a ser calificados de negativos.

En este sentido, cabe destacar que, al estar ubicadas las dos empresas reguladas en un mismo grupo empresarial, existe el riesgo de que los diferentes transportistas registren una pérdida de referentes en los costes, algo que desde el punto de vista regulatorio no es deseable.

En relación a la actividad de *distribución de energía eléctrica*, cabe señalar que la adquisición de las acciones de *HIDROCANTABRICO, S.A.*, por parte de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, producirá, previsiblemente, los mismos efectos positivos que en el transporte: una reducción de costes, que en este caso también afectaría a la operación de las instalaciones.

En lo referente a la calidad de servicio, la evolución de los tiempos de interrupción observada en los últimos ejercicios indica una mejora continua en ambas empresas. En base a la información facilitada anualmente a la CNE por las empresas distribuidoras, de la que no existe contraste alguno, y a la aportada por *UNIÓN FENOSA DISTRIBUCIÓN*, la calidad de servicio (medida por el TIEPI expresado en horas) en las redes de *UNIÓN FENOSA DISTRIBUCION S.A.* y en las de *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO S.A.* presenta no sólo una evolución muy positiva sino una posición relativa respecto a las demás empresas igualmente muy satisfactoria, tal como aparece en los gráficos 1 al 6:

GRAFICO 1:EVOLUCION DEL TIEPI DE UNION FENOSA

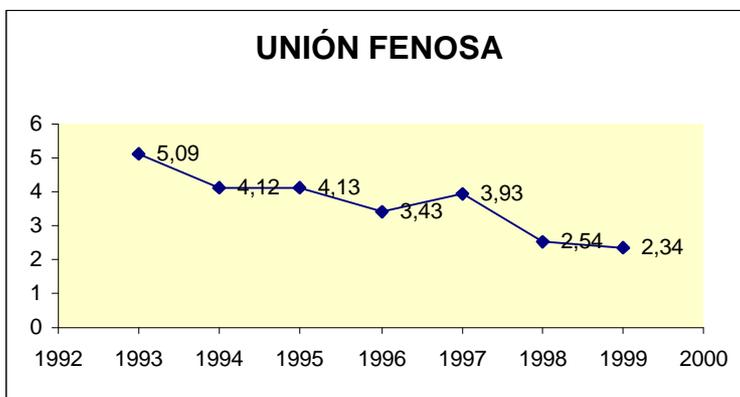


GRAFICO 2: EVOLUCION DEL TIEPI DE HIDROCANTABRICO

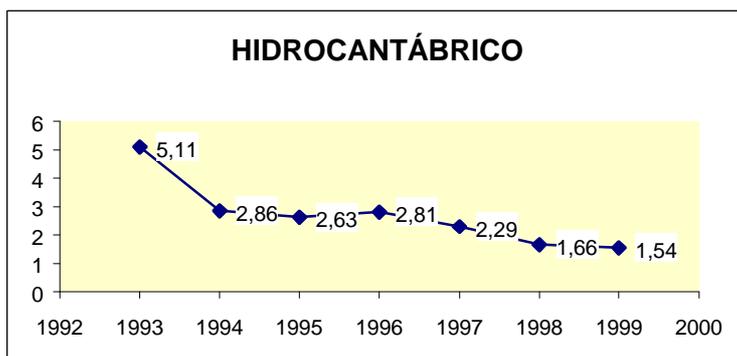


GRAFICO 3: COMPARACIÓN EMPESARIAL DE TIEPI URBANO
(información correspondiente al primer semestre de 1999)

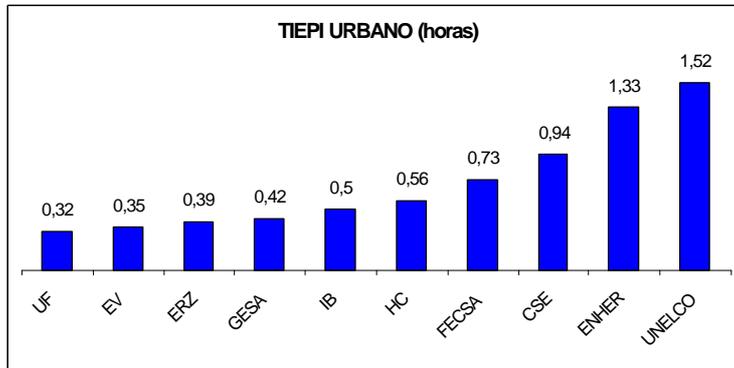


GRAFICO 4: COMPARACION EMPRESARIAL DEL TIEPI SEMIURBANO
(información correspondiente al primer semestre de 1999)

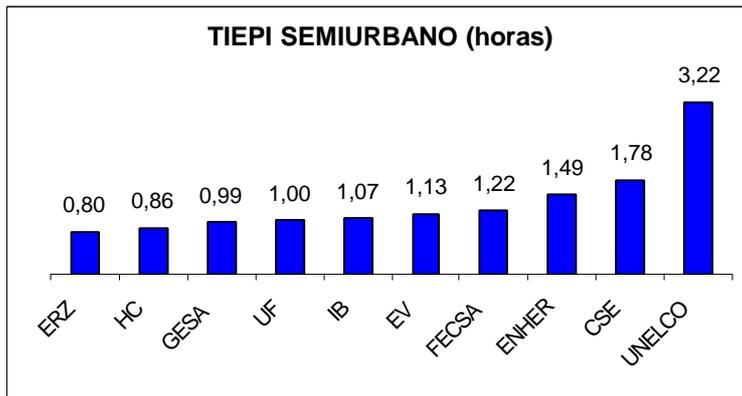


GRAFICO 5: COMPARACION EMPRESARIAL DEL TIEPI RURAL
(información correspondiente al primer semestre de 1999)

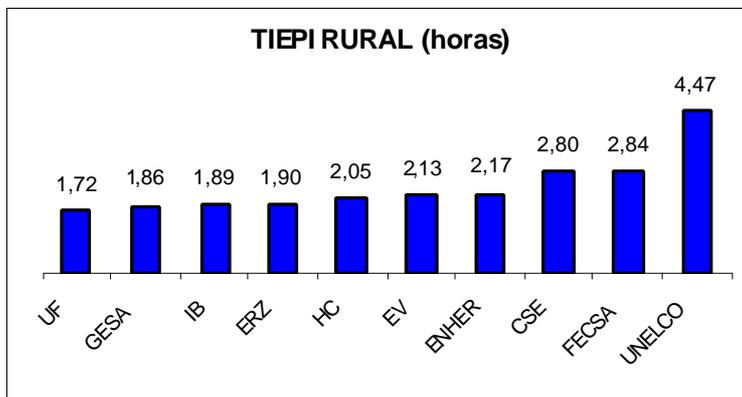
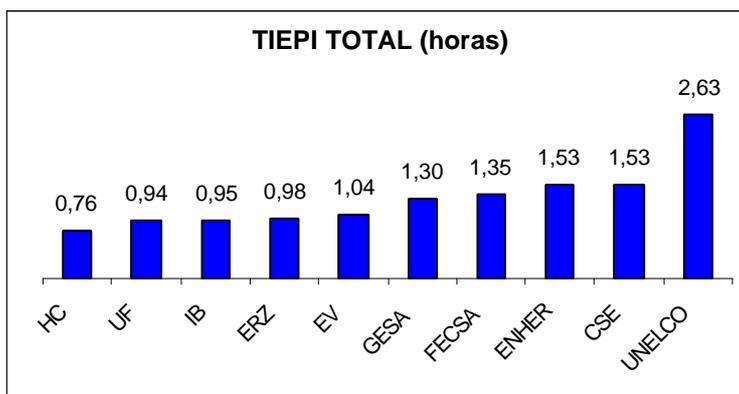


GRAFICO 6: COMPARACION EMPRESARIAL DEL TIEPI TOTAL
(información correspondiente al primer semestre de 1999)



A la vista de la información aportada por *UNION FENOSA DISTRIBUCION*, S.A. a esta Comisión, las inversiones en redes previstas para el periodo 2000-2002 pretenden garantizar que no se va producir un deterioro de la calidad del servicio.

CUADRO 9: PREVISION DE LAS INVERSIONES EN REDES
(millones de pesetas)

INFORMACION CONFIDENCIAL

En cuanto a los aspectos negativos, el más significativo, al igual que lo señalado en el transporte, es la pérdida de información para el regulador, sobre todo si el sistema retributivo tiende a un modelo tipo *benchmarking*.

De cualquier modo, la retribución reconocida, en 1999, a *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* y a *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* para el desarrollo de las actividades reguladas de transporte y distribución, así como los costes de gestión comercial reconocidos a dichas empresas, deben ser considerados más que suficientes para el correcto desarrollo de dichas

actividades, una vez se realice la toma de participación derivada de la oferta de adquisición de acciones. No serían admisibles, por tanto, posteriores solicitudes de aumento de retribución basadas en este hecho, y ello sin perjuicio de lo que, en esta materia, se regule en un futuro.

CUADRO 10: RETRIBUCIÓN DE LAS ACTIVIDADES REGULADAS EN 1999
(millones de pesetas)

CONCEPTO	UEF	HC	TOTAL
TRANSPORTE	4.377	437	4.814
DISTRIBUCION	69.038	12.155	81.193
GESTION COMERCIAL	5.972	1.082	7.054
TOTAL	79.387	13.674	95.861

7. CONCLUSIONES

A la vista de lo anterior y de la información presentada por *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.*, el Consejo de Administración de la CNE considera que la oferta pública de adquisición de acciones de *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A* sobre *HIDROELECTRICA DEL CANTABRICO, S.A.* no va a producir riesgos significativos ni previsiblemente va a tener efectos negativos sobre la situación financiera de la empresa que desarrolla actividades eléctricas reguladas ni sobre los niveles de calidad de los servicios suministrados por las redes de ambas empresas.

No obstante lo anterior, el Consejo de Administración de la CNE debe hacer saber a las empresas eléctricas reguladas que este órgano regulador va a realizar un atento seguimiento de la situación financiera de las empresas que desarrollan las actividades reguladas y de las inversiones realizadas tanto en la red como en los servicios de atención a los clientes a tarifa, de modo que la calidad presente no se vea mermada en modo alguno.

Igualmente, si *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* modificase los Planes de Inversión previstos para las actividades reguladas y recogidos en la documentación aportada, deberá comunicarlo a la CNE.

Debido a que en la documentación remitida por *UNION ELECTRICA FENOSA, S.A.* no consta la estructura societaria que adoptará el grupo de sociedades tras la operación, en especial en relación a las empresas que desarrollen actividades reguladas en los sectores de electricidad y gas, la citada sociedad deberá someter a autorización de la CNE los procesos de reordenación societaria que afecten a sociedades que realizan actividades reguladas, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 34/1998, de 7 de octubre.