

VOTO PARTICULAR QUE FORMULA LA CONSEJERA CARMEN FERNÁNDEZ ROZADO EN RELACIÓN A LO ACORDADO EN LA RESOLUCIÓN DE LA COMISIÓN NACIONAL DE LA ENERGÍA SOBRE LA SOLICITUD DE AUTORIZACIÓN DE GAS NATURAL SDG, S.A. DE FECHA 11 DE OCTUBRE DE 2005 DE SEGREGACIÓN EN FILIALES Y APORTACIÓN DE LAS RAMAS DE ACTIVIDAD DE TRANSPORTE SECUNDARIO Y DISTRIBUCIÓN Y LA SOLICITUD DE GAS NATURAL SDG, S.A. DE 7 DE SEPTIEMBRE DE 2005 DE TOMA DE PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL SOCIAL QUE RESULTE DE LA LIQUIDACIÓN DE LA OPA PRESENTADA ANTE LA CNMV.

El presente voto particular concreta las razones de discrepancia de la Consejera con los términos expuestos en el condicionado del Acuerdo de la Resolución de la Comisión Nacional de Energía de fecha 8 de noviembre de 2005.

Con fecha 7 de septiembre de 2005 ha tenido entrada en el registro de la Comisión Nacional de Energía escrito presentado por Don Manuel García Cobaleda, en nombre y representación de GAS NATURAL SDG, S.A., por el que pone en conocimiento de esta Comisión la operación consistente en la toma de participación en el capital social de ENDESA, S.A. que resulte de la liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones presentada ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Posteriormente, con fecha 11 de octubre de 2005, tiene entrada en el registro de la Comisión Nacional de Energía escrito de GAS NATURAL SDG, S.A. por el que solicita la autorización prevista en la función decimocuarta de la Disposición Adicional Undécima Tercero. 1, de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del Sector de Hidrocarburos, para la reestructuración societaria de la sociedad GAS NATURAL SDG, S.A., consistente en la creación de dos sociedades, GAS NATURAL SDG TRANSPORTE, S.A. y GAS NATURAL

SDG DISTRIBUCIÓN, S.A., y posterior aportación de las ramas de actividad de transporte y distribución.

De conformidad con lo dispuesto en la función decimocuarta de la Disposición Adicional Undécima Tercero. 1, de la Ley 34/1998, la Comisión Nacional de la Energía es competente para

“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.”

La Consejera que emite este voto particular manifiesta su disconformidad con la concesión de la autorización solicitada por GAS NATURAL SDG, S.A. para realizar la operación consistente en la toma de participación en el capital social de ENDESA, S.A. que resulte de la liquidación de la oferta pública de adquisición de acciones presentada ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El motivo de esta disconformidad se fundamenta en la consideración de que dichas condiciones no resultan suficientes para preservar el correcto desarrollo de las actividades reguladas de transporte y distribución del sector eléctrico y gasista.

En este sentido, la Consejera que suscribe entiende que el condicionado impuesto no elimina los riesgos significativos o efectos negativos, directos o indirectos, que acompañan a la operación. De este modo, la propia Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005 expone:

“(...) Las condiciones impuestas se integran y forman parte de la operación en los términos que la misma ha sido planteada, y se refieren a un periodo o momento temporal concretos. Asimismo, con la imposición de las mismas se palian los potenciales riesgos identificados a lo largo del presente expediente”.

A este respecto, es necesario comenzar resaltando, en los Antecedentes de Hecho de la Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005, que la iniciación del procedimiento a instancias de GAS NATURAL SDG, S.A. está formulada de manera que se

“declare la improcedencia del ejercicio de la función 14ª respecto de la referida Oferta Pública de Adquisición, toda vez que su intervención deberá producirse en el marco de los procesos de reordenación de activos una vez producida la toma de control efectivo, cuando se haya tomado un conocimiento del concreto del volumen y tipología de activos o participaciones a desinvertir en el marco del Plan de compromisos que esta sociedad presentará a las Autoridades. Subsidiariamente, en el caso de que la Comisión Nacional de Energía no compartiera el criterio de esta sociedad y estimara que sí es competente para autorizar la toma de participación, el ejercicio de la función 14ª debería diferirse al momento en que se haya tomado un conocimiento, al menos preliminar del concreto volumen y tipología de activos o participaciones a desinvertir en el marco del Plan de compromisos que esta sociedad presentará a las Autoridades. Se estima que ese momento sería el momento en que el Servicio de Defensa la Competencia emita su informe, de modo que hasta ese momento debiera no iniciarse o, en su caso, mantenerse suspendido el procedimiento ante la Comisión Nacional de Energía.”

El hecho de que el propio escrito de solicitud de GAS NATURAL SDG, S.A. indique que el ejercicio de la función decimocuarta de la Disposición Adicional Undécima Tercero. 1 de la Ley 34/1998 debería de diferirse al momento en que se haya tomado conocimiento, condiciona la Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005 en todos los aspectos principales del grupo resultante: estructura societaria, sinergias derivadas de la operación, inversiones previstas, plan de desinversiones.

Igualmente afecta al análisis económico-financiero y a su análisis y valoración técnica.

Sobre la estructura societaria

El texto de la Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005 refleja a lo largo de su desarrollo la falta de definición de la estructura societaria y organizativa del grupo al señalar:

“La finalidad perseguida por GAS NATURAL con la adquisición de las acciones de ENDESA es la de alcanzar el control de ésta, al tiempo que se otorga a sus accionistas la posibilidad de convertirse en accionistas de GAS NATURAL. Con ello, GAS NATURAL busca la plena integración desde la perspectiva operativa y legal de ENDESA en su grupo, al objeto de crear la primera compañía integrada de gas y electricidad de España. Dicha integración requerirá una reorganización de los grupos de ambas sociedades, [...]. GAS NATURAL determinará, en función de las circunstancias en que se liquide la oferta y atendiendo a la estructura accionarial, la reorganización del grupo resultante, la cual se muestra a continuación.”

Sobre las sinergias derivadas de la operación

Esta falta de concreción es, también, extensible a los apartados referidos a las sinergias derivadas de la operación que se califican de potenciales,

Así,

“GAS NATURAL manifiesta que el encaje estratégico de los activos de ENDESA y GAS NATURAL, así como de sus respectivas organizaciones, podría generar una serie de sinergias y ahorro de costes.

El volumen de sinergias potenciales derivadas de la creación del nuevo Grupo se ha estimado por GAS NATURAL en [...] anuales a partir de [...]. De ese importe, del

entorno a los [...] se producirían en servicios corporativos y estructura administrativa, 175 millones de euros en comercialización y [...] en tecnologías de la información.

Adicionalmente, GAS NATURAL prevé unas sinergias de 75 millones de euros en distribución, que se compromete a reinvertir para mejorar la calidad de servicio ofrecida a los usuarios.”

Sobre las inversiones previstas

Los planes de inversiones tienen el carácter de previstas ya que, por una parte, se encuentran configurados con unos compromisos a exigir al comprador de los activos desinvertidos

“Asimismo, se compromete a que en el contrato de compra-venta de los activos regulados a desinvertir figure un compromiso por parte del comprador de realizar el volumen de inversiones asociado a los planes asumidos por GAS NATURAL y a no modificar el reparto territorial de sus inversiones en actividades reguladas como consecuencia de la operación prevista.”

y, por otra parte, no están reflejados los planes de inversión previstos en el desarrollo de gasoductos de transporte.

“Desde el punto de vista técnico, cabe resaltar la necesidad de que la sociedad resultante cumpla los planes de inversión previstos por ENDESA y GAS NATURAL en gasoductos de transporte que no están incluidos en la planificación.”

Sobre el plan de desinversiones

Respecto al plan de desinversiones en distribución de gas, cuyo texto tiene carácter de confidencial en la Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005 (VERSIÓN CONFIDENCIAL), es de

significar que no están determinados los territorios de las desinversiones a realizar.

Asimismo, la venta de activos de generación eléctrica en Europa (Snet en Francia y varias centrales en Italia) depende de los acuerdos societarios existentes que no han sido aportados al presente expediente.

“GAS NATURAL una vez completada la adquisición del control de ENDESA tiene previsto un plan de desinversiones en activos de las dos compañías. Según se desprende de la información aportada por GAS NATURAL, en particular, del cuadro 58, se van a desinvertir en [...].

En el marco de los activos a desinvertir, GAS NATURAL, en paralelo al lanzamiento de la oferta pública de adquisición de ENDESA, presenta un acuerdo con IBERDROLA, S.A. (en adelante IBERDROLA), suscrito el 5 de septiembre de 2005 para la compraventa de determinados activos de la sociedad resultante de la operación de adquisición de ENDESA que abarca: “activos de generación y distribución eléctrica en España, generación eléctrica en Europa, (SNET en Francia y diversas centrales en Italia) y determinadas áreas de distribución de gas que incluyen 1,25 millones de clientes en zonas geográficas de España donde IBERDROLA desarrolla su actividad”. El valor de los activos de ENDESA y GAS NATURAL que la sociedad resultante se compromete a vender a IBERDROLA tendrían un valor de mercado aproximado de 8.160 millones de euros, cantidad en la que, según GAS NATURAL, ya están descontadas las obligaciones fiscales. Además de esta desinversión, GAS NATURAL ha planteado otras de menor cuantía, por un valor de mercado aproximado de 517 millones de euros, según las estimaciones [...].”

Sobre el análisis económico-financiero y relevancia de la operación

Desde el punto de vista económico-financiero es necesario referirse a los siguientes factores:

- Análisis de la operación a un precio y a una ecuación de canje predeterminado.

“GAS NATURAL valora ENDESA en 22.551 millones de euros. (...). Esta valoración supone un valor implícito de ENDESA de 21,3 euros cada acción, lo que representa una prima del 14,8 % respecto al precio de cotización de ENDESA al cierre de los mercados el 2 de septiembre de 2005, y del 19,4 % respecto del valor medio de cotización de ENDESA en los últimos seis meses.

La contraprestación ofrecida a los accionistas de ENDESA es mixta, basándose la ecuación de canje en acciones nuevas de GAS NATURAL y en una cantidad en metálico. Así, los accionistas que acepten la oferta recibirían 7.340 euros en efectivo y 569 acciones de nueva emisión de GAS NATURAL por cada 1.000 acciones de ENDESA, lo que equivale a 7,34 euros en efectivo y 0,569 acciones de nueva emisión de GAS NATURAL por cada acción de ENDESA. Si en el canje se produjeran fracciones, o picos, éstos serían adquiridos en metálico por el agente designado al efecto por GAS NATURAL.

Sobre la base de los datos anteriores, y sin considerar las posibles fracciones que se produzcan en el canje, la adquisición del total de las 1.058.752.117 acciones de ENDESA supondrá a GAS NATURAL un desembolso en efectivo de 7.771,2 millones de euros y la emisión, para su canje, de 602,4 millones de nuevas acciones de un euro de valor nominal. El 75% de las acciones de ENDESA, que como mínimo deberá adquirir GAS NATURAL para la efectividad de la oferta, supondría un desembolso en efectivo de 5.828,4 millones de euros y la emisión de 451,8 millones de nuevas acciones.”

- Las implicaciones del fondo de comercio.

El fondo de comercio generado por la adquisición del capital social de ENDESA S.A. por GAS NATURAL SDG, S.A. asciende a un total de 13.168 millones de euros; cifra resultante de la diferencia entre la valoración de la operación (22.583 millones de euros) y el valor neto contable de Endesa (9.415 millones de euros).

Por su parte, ENDESA S.A. señala en su escrito de alegaciones de fecha 28 de octubre de 2005, lo siguiente:

“(..). El fondo de comercio generado en la operación, cuya cuantía asciende a 13.168 millones de euros, es un activo que figura en el balance y que por tanto debe ser recuperado por la sociedad, a través de su adecuada retribución vía resultados futuros de la entidad resultante.

De acuerdo, con las nuevas normas internacionales de información financiera (NIIF), el fondo de comercio de comercio no se amortiza. En su lugar, es preciso llevar a cabo un análisis de deterioro del citado fondo de comercio en base a las rentas futuras que podrían ser generadas por los activos. En el supuesto de que el fondo de comercio no sea recuperable con la generación de fondos de la sociedad, deberá registrarse un gasto extraordinario contra los resultados del periodo, minorando, de esta forma, el beneficio de la sociedad y, por tanto, su patrimonio neto.

A este respecto, es importante poner de manifiesto que las normas NIIF (NIIF 36) establecen requisitos muy determinantes a la hora de realizar el llamado “test de deterioro” del fondo de comercio, y que, en este sentido, y entre otros aspectos, dichas normas exigen realizar cualquier proyección futura sin tener en cuenta reestructuraciones o mejoras previstas.

Quiere ello decir que no puedan tenerse en cuenta sinergias derivadas de reestructuraciones y supuestas reorganizaciones ni tampoco otras mejoras, operativas, retributivas, etc. No considerar esos aspectos implica que las Administraciones deberían cancelar el fondo de comercio que se deriven de dichas mejoras o reestructuraciones. (...)

En cualquier caso, la capacidad para recuperar la inversión en el fondo de comercio generado, cuya cuantía supera los 13.000 millones de euros, debe de ser analizada teniendo en cuenta el riesgo que el mismo puede llegar a causar no sólo a las actividades reguladas y por extensión a los consumidores finales.

Por una parte, hay que tener en cuenta la importancia que otorga el actual marco regulatorio a la adecuada rentabilidad de los capitales invertidos, exigiendo la recuperación de los mismos con unos niveles de retornos adecuados. Así, la necesidad de garantizar la rentabilidad de todos los activos, incluyendo el fondo de

comercio de 13.000 millones,, se podría traducir en una constante presión al regulador con el fin de conseguir una mejora de las tarifas que permitiesen obtener tal rentabilidad. Este aumento de tarifas supone, en sí mismo, un riesgo significativo para las actividades reguladas en su conjunto y un perjuicio para el consumidor final. (...)

Si, por el contrario, el regulador no procediera al aumento de las tarifas, aludiendo de una forma legítima la protección de los derechos de los consumidores, se plantearían serias dudas sobre la capacidad de recuperar este activo. Dado su tamaño, con un valor superior al 50% de los fondos propios, de su falta de recuperabilidad podrían derivarse problemas patrimoniales para la sociedad, dado que el fondo de comercio habría de cancelarse contra resultados y, por tanto, minoraría el patrimonio social. Esta cancelación, parcial o total, dispararía los ratios de solvencia y endeudamiento.”

La recuperación del fondo de comercio a través de su retribución vía resultados conlleva el riesgo de presionar al alza las tarifas de las actividades reguladas, de realizar movimientos inadecuados de fondos de las actividades reguladas a las liberalizadas o de realizar arbitrajes entre redes en función de intereses económicos.

- La inexistencia de una proyección de cuentas de las actividades reguladas.

La Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005 no hace referencia a este aspecto esencial en la fusión de dos entidades que controlan mayoritariamente el mercado regulado de gas y de electricidad. Lo anterior impide el necesario análisis, entre otros aspectos, de los ingresos fijados a través de la tarifa, de las inversiones y amortizaciones previstas y, en definitiva, de los precios que serían repercutidos al consumidor.

- La incertidumbre que provoca el lanzamiento de una OPA hostil en una operación calificada por el ente regulador de gran relevancia cualitativa y cuantitativa.

Así, según se expone en el apartado Octavo.7 de la Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005,

“Un aspecto a destacar de la operación objeto de este análisis es su gran relevancia cualitativa y cuantitativa. Esto es así por al menos tres razones:

El primer aspecto es que un relevante porcentaje de la actividad de las dos empresas protagonistas de esta operación tiene carácter regulado de conformidad con el artículo 11 de la LSE y 60 de la LSH. Así mismo, estas empresas están implicadas en procesos inversores que, en el cuatrienio 2006-2009, alcanzarán una cifra por encima de 6.400 millones de euros. En este sentido, debe señalarse que este Organismo debe vigilar especialmente el cumplimiento por los sujetos de los sectores energéticos de las exigencias inversoras que se derivan del proceso planificador, ya que, en última instancia, las mismas garantizan que la calidad del suministro no se vea reducida.

El segundo de los aspectos que hay que destacar es el elevado volumen de recursos implicados. La adquisición de las acciones de ENDESA supondrá en total más de 22.500 millones de euros, que se obtendrán mediante endeudamiento y mediante una importante ampliación de capital. Una operación financiera de esta magnitud exige un análisis detenido de las eventuales repercusiones sobre los mercados financieros y sobre la solvencia de las empresas reguladas.

El tercer aspecto relevante es que en esta operación las dos empresas energéticas implicadas operan en dos subsectores diferentes, aunque intensamente interrelacionados: el gasista y el eléctrico. GAS NATURAL y ENDESA suministran energías con cierto grado de sustitución y, por ello, compiten entre sí. Además, el gas se utiliza de forma creciente en la producción de electricidad: en el subsector de generación eléctrica en España se está registrando un intenso proceso inversor consistente en la instalación de nuevas plantas de ciclo combinado de gas. Estas centrales están destinadas a reemplazar parte de la potencia actualmente instalada y, sobre todo, a ampliar la capacidad productiva necesaria para atender el alto crecimiento del consumo energético. Consecuentemente, con esta operación se produciría una importante integración vertical de dos actividades productivas.”

Esta incertidumbre provoca que la toma de participación conlleve una prima de riesgo frente a una operación amistosa, lo que no ha sido tenido en consideración como factor agravante de la misma.

- Sobre las OPAS sobrevenidas en sociedades participadas por ENDESA, S.A. en América Latina.

Adicionalmente a lo indicado anteriormente, y a tenor de lo que manifiesta Endesa S.A. en sus alegaciones de fecha 28 de octubre de 2005, como consecuencia de la adquisición de ésta por GAS NATURAL SDG, S.A. se produciría un cambio de control de ciertas filiales, situación que implicará en algunas participadas latinoamericanas, por efectos de la normativa aplicable, la necesidad de lanzar OPAs para adquirir los títulos de los accionistas minoritarios. Este hecho no ha sido tenido en cuenta en las valoraciones efectuadas por GAS NATURAL SDG, S.A. en los términos actuales de la oferta y no ha sido recogido en la Resolución de la Comisión Nacional de Energía de fecha 8 de Noviembre de 2005.

Sobre el análisis y valoración técnica de la operación

Resulta necesario hacer referencia al riesgo regulatorio que la integración de las redes de electricidad y gas llevaría consigo.

La Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005 contempla lo siguiente,

“(...) tras la operación un porcentaje muy elevado de la distribución de gas y electricidad se realizaría de forma conjunta y por empresas que operan en todo el territorio nacional, es decir, que habría superposición de redes de gas y electricidad, pudiendo dar lugar, de acuerdo con el propio informe de la Comisión, a riesgos potenciales:

- *El incentivo de las empresas con distribución conjunta a realizar arbitraje entre redes, primando el gas o la electricidad o entre actividades reguladas y liberalizadas, en función de sus intereses económicos.*
- *La menor transparencia sobre los costes efectivamente incurridos por las empresas, y la consecuente dificultad para el regulador de conocer los costes reales de cada actividad.*
- *El riesgo asociado a los diferentes esquemas retributivos de gas y electricidad*
- *El desarrollo no homogéneo de las redes de distribución de gas.*

Es decir que, además de involucrar a los dos operadores más importantes en el ámbito del gas natural y de la electricidad, este caso presenta también dos peculiaridades adicionales:

1. Se trataría de una integración vertical entre dos sectores, que además son sustitutivos en algún segmento.
2. Daría lugar a que, directa o indirectamente, las redes de distribución de gas y electricidad pertenecieran a los mismos grupos en gran parte del territorio nacional.

Esta superposición o confluencia de redes supone, de facto, un cambio en el modelo de regulación actual.

Por último, cabe mencionar que todo lo indicado anteriormente no es nuevo. De este modo, la Resolución de la Comisión Nacional de Energía sobre la solicitud de autorización presentada por GAS NATURAL SDG, S.A. para tomar participaciones en el capital social de IBERDROLA, S.A. señala:

“(...) la integración de las actividades de distribución de gas y electricidad en una única empresa que ejerciera las actividades de distribución que desempeñan en la actualidad Gas Natural en el sector del gas e Iberdrola en el de electricidad, podría provocar un desarrollo no homogéneo de la expansión de las redes, podría reducir la transparencia

de ambas actividades reguladas, y además, reforzaría los efectos negativos de la integración vertical de actividades reguladas y liberalizadas en los dos sectores”.

Conclusiones

Sobre las anteriores consideraciones y, bajo el principio, como no puede ser de otra manera, de respeto a la iniciativa empresarial, nos encontramos ante un condicionado establecido en la Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005 que establece una serie de deberes/obligaciones elementales que, cualquier compañía que realiza actividades que tiene la consideración de reguladas, y que lanza una oferta pública de adquisición de acciones en cualquier entidad que realice actividades de naturaleza mercantil debería de cumplir como mínimo.

Por todo ello, a continuación se detalla una serie de condiciones adicionales necesarias que deben de añadirse al condicionado impuesto con objeto de despejar todo riesgo significativo o efecto negativo, directo o indirecto, que de la operación pudiera derivarse sobre las actividades reguladas.

1. La Comisión Nacional de Energía procederá a realizar un nuevo examen de la OPA de GAS NATURAL SDG, S.A. sobre ENDESA S.A., dentro de lo previsto en la Disposición Adicional Undécima Tercero. 1, de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del Sector de Hidrocarburos, ante cualquier modificación de los términos de la operación y, en particular, de sus aspectos económicos y financieros, de sus planes de desinversión y del Informe de concentración relativo a la función decimoquinta.

Esta condición debería de sustituir a la condición décima que figura en el Acuerdo de la Resolución de la Comisión Nacional de Energía de 8 de noviembre de 2005, que dispone lo siguiente:

“DÉCIMA.- La CNE, a la vista de los cambios producidos en la OPA, en su caso, y del análisis de la operación realizado por las autoridades de la competencia, estimará si es necesario una nueva consideración de la misma, dentro de lo previsto en la Disposición Adicional Undécima. Tercero. Uno, función decimocuarta de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del Sector de Hidrocarburos.”

La redacción de esta condición no asegura que la Comisión Nacional de Energía lleve a cabo un nuevo análisis de la operación en caso de que GAS NATURAL SDG, S.A. procediera a realizar cualquier modificación en la oferta de la misma, ya sea vía precio o condiciones de pago. Una operación de concentración con perfiles distintos exige un nuevo análisis por parte de este Organismo.

A la vista de todo lo anterior, es necesario que la Comisión Nacional de Energía efectúe una nueva valoración, en cumplimiento de la función decimocuarta, ante cualquier variación que GAS NATURAL SDG, S.A. realice respecto a la oferta que tuvo entrada en esta Comisión el pasado 7 de septiembre de 2005.

2. La entidad resultante de la concentración GAS NATURAL SDG, S.A.- ENDESA, S.A. deberá asignar el fondo de comercio derivado de la operación en su totalidad a las sociedades que desarrollen las actividades liberalizadas.

Es necesario condicionar la operación a la exigencia de que el fondo de comercio generado por la operación de concentración sea atribuido en su totalidad a las sociedades que desarrollen las actividades liberalizadas en aras de despejar las actividades reguladas de riesgo

alguno, así como de evitar que se produzcan presiones sobre la tarifa eléctrica y gasista.

Por otro lado, cabe recordar que esta misma condición fue incorporada a uno de los votos particulares que se adjuntaron a la Resolución de la Comisión Nacional de Energía sobre la solicitud de autorización presentada por GAS NATURAL SDG, S.A., para tomar participaciones en el capital social de IBERDROLA, S.A. de fecha 30 de abril de 2003.

3. La nueva sociedad resultante no podrá comprometer tanto las actividades reguladas como sus activos para garantizar directa o indirecta la financiación de la operación.

Se debe de impedir que las actividades y sus activos regulados financien o avalen, de forma directa o indirecta la operación. Con ello, se evitarían los riesgos financieros inherentes.

Con este fin, todas las operaciones de préstamo, crédito, etc., a cualquiera de las sociedades que constituyan el nuevo Grupo Gas Natural, deberán ser autorizadas por la Comisión Nacional de Energía.

4. Las actividades reguladas no podrán soportar un dividendo en porcentaje superior al del grupo resultante de la operación.

La distribución anual de dividendos por las sociedades que realizan actividades reguladas no podrá ser superior al dividendo anual comprometido por GAS NATURAL a sus accionistas. Con ello, se limita el reparto de fondos desde las actividades con precios regulados hacia la financiación de la operación.

5. Gas Natural no deberá ser distribuidor dual de electricidad y de gas natural único en las zonas geográficas a definir por la Comisión Nacional de Energía, de manera que otro u otros distribuidores representativos de referencia puedan coexistir en ellas, ajustando su plan de desinversiones a este fin.

Debe de eliminarse la doble propiedad (redes de electricidad y gas) en aquellas regiones en las que exista un solapamiento de dichas redes.

La empresa fusionada debería de optar entre ser distribuidora de gas o de electricidad en cada región, todo ello sin perjuicio del pronunciamiento que corresponda a la Comisión Nacional de Energía en el ejercicio de la Función Decimoquinta.

En Madrid, a 11 de Noviembre de 2005

Fdo.: Carmen Fernández Rozado