

CASO PRÁCTICO

¿Por qué se vende una empresa familiar?:

EL CASO

SEGUROS IBÉRICA S.A.

Joaquín garcía-Tapial Arregui

Revisión: Octubre 2004

ÍNDICE:

1. INTRODUCCIÓN.	3
2. CASO PRÁCTICO SEGUROS IBÉRICA.	5
2.1. Cronología.	5
2.2. Los primeros pasos de Seguros Ibérica.	6
2.3. La participación alemana.	8
2.4. ¿Abogados a la venta?	9
2.5. El dictamen de Braganza y el informe de Merchants Plc.	11
2.6. El Proceso Negociador.	14
3. CUESTIONES.	18
4. ANEXOS.	19
4.1. Relación de potenciales compradores de Seguros Ibérica.	19
4.2. Magnitudes de Seguros Ibérica según Merchant Plc.	22
4.3. Valoración de Seguros Ibérica.	23
4.4. Características de las ofertas finales de compra.	24
4.5. Seguros Ibérica en cifras.	26
4.6. Estructura accionarial a 1 de Agosto de 2000.	27
4.7. Análisis financiero de Seguros Ibérica realizado por Merchants PLC.	28
4.7.1. Balance de Situación.	28
4.7.2. Cuenta de Resultados.	30

1. INTRODUCCIÓN.

Eran las 10 de la mañana del día de la Inmaculada, festividad tradicional en España. Antonio Campuzano, Director General de Seguros Ibérica, se dirigía con su familia en automóvil a una celebración familiar en el Aljarafe sevillano. Mientras conducía, repasaba mentalmente los acontecimientos de las últimas semanas. Acababa de cerrar un proceso de negociación duro y doloroso a la vez. Desprenderse de la sociedad que su padre había contribuido decisivamente a levantar de la ruina en los difíciles años de la posguerra, y cuya dirección le había entregado en legado no resultaba nada fácil. Toda una vida ligada de una u otra manera a Seguros Ibérica, y ahora llegaba la hora de ver como debía ponerla en manos ajenas. Sin embargo, los distintos acontecimientos acaecidos a lo largo de los años le habían avocado a esa situación. Si alguien, en aquel lejano 1953, lo hubiera sabido cuando decidieron ofrecer una pequeña participación a aquella lejana sociedad alemana...

Por otro lado, las negociaciones habían sido duras: muchos viajes, muchas horas de reuniones, muchas tensiones, incomprensiones y, sobre todo, mucha soledad, debido a la confidencialidad con la que se habían llevado las mismas. Sin embargo, podía sentirse satisfecho. Había defendido los intereses de los accionistas y de los empleados, y sus esfuerzos habían dado sus frutos: garantizaba por un lado la estabilidad de los empleos durante los próximos años y conseguía una rentabilidad impensable hace 10 años para los accionistas, que iba a permitir a muchos de ellos disfrutar de los resultados de su inversión durante el resto de su vida... ¡35.000 millones de pesetas! ¡Quién se lo hubiera dicho!

Mientras sonreía, el teléfono móvil sonó. Con gesto despreocupado y sin mirar a la pantalla, como solía hacer, para identificar al llamante, preguntó quien era. Su estado de relajación se alteró bruscamente cuando le contestó Bryan Meade, Director General de Elizabeth. Le llamaba para comunicarle que acababa de enviar a la oficina de Merchant Plc un fax, en el que elevaban su oferta por Seguros Ibérica a 37.000 millones de pesetas. Además, le comunicaba que John Stapleton, su Presidente, se

encontraba en esos momentos jugando al golf, pero con su jet privado a 5 minutos, para desplazarse ipso facto a Sevilla y proceder a la firma del contrato de Compra-Venta. Antonio estaba desconcertado. ¿Qué podía hacer? ¡Había que ganar tiempo! Inmediatamente, comentó a Meade que el 8 era fiesta en España, y que en esos momentos se dirigía a una celebración religiosa, por lo que le resultaba imposible responderle en ese momento. Pero que al día siguiente a primera hora prometía ponerse en contacto con él, para darle una respuesta. Musitó un hasta mañana apresurado y colgó.

¿Qué podía hacer ahora? ¿Incumplir su palabra dada a los alemanes y firmar con Elizabeth? “Sólo” eran 2.000 millones de pesetas, pero su obligación era obtener lo máximo para sus accionistas. Por otro, ¿qué implicaciones tendría el dar marcha atrás? ¿Y cómo podría justificar el optar por una opción más baja?

Desgraciadamente, Antonio no iba a poder disfrutar y relajarse en su día de campo como él hubiera querido...

2. CASO PRÁCTICO SEGUROS IBÉRICA.

2.1. Cronología.

- 1882 Fundación de Seguros Ibérica S.A., por un grupo de reputadas familias sevillanas.

- 1920 Fundación de Ruralia S.A., por un grupo de comerciantes, industriales, agricultores y ganaderos sevillanos. Esta empresa no conoce un gran desarrollo.

- 1940 Fundación de Mutua Sevillana

- 1952 Fusión de Seguros Ibérica y Ruralia

- 1953 Entrada de Munchener en el capital de Seguros Ibérica
Se realiza un pacto de sindicación entre 9 de los accionistas de la entidad, sumando un 35% del capital social

- 1957 Seguros Ibérica es intervenida por la Dirección General de Seguros

- 1963 Fin de la intervención

- 1976 Adquisición de una participación mayoritaria de Mutua Sevillana

- 1983 Salida de Seguros Ibérica a Bolsa

- 1986 El pacto de sindicación del año 53 es refrendado

- 1987 Munchener asume la participación de Lander en Seguros Ibérica

- 1990 Seguros Ibérica deja de cotizar en Bolsa

- 1991 Entrada en vigor de la nueva Ley del Seguro. Antonio Campuzano es nombrado Director General

- 2000 Miguel Rovira sucede a Manuel Campuzano como Presidente de Seguros Ibérica. Comienzan las negociaciones para la venta de la compañía.

2.2. Los primeros pasos de Seguros Ibérica.

El 8 de Diciembre de 1883 es fundada Seguros Ibérica, Compañía de Seguros, por un grupo de reputadas familias sevillanas, que aportaron a la nueva sociedad los ingresos procedentes de las colonias americanas, con la finalidad de operar en el ramo de Seguros de Incendios en Andalucía y Extremadura. La empresa entra en el mercado de los seguros, y tras una primera fase de paulatino crecimiento, en la que su rápido prestigio en el mercado junto a su solvencia financiera demandan la ampliación de las actividades de la Compañía a todos los Ramos de Seguros y en todo el territorio nacional, sufre una importante eclosión tras la Guerra Civil española, debido a que es la única de las grandes aseguradoras que cuenta con sede en territorio nacional y al incremento del seguro de transporte. Sin embargo, este fuerte crecimiento no evita que la compañía entre en crisis a finales de los 40. Para intentar paliar la misma, en 1952 se fusiona con otra compañía sevillana del sector, Ruralia, que se encontraba a su vez en una situación análoga.

Esta situación de crisis provoca que en 1953 dos compañías alemanas entren en la sociedad, asumiendo cada una de ellas el 14% del capital social. La primera de ellas, Munchener, lo hace capitalizando la deuda existente. La segunda, Lander, entra como consecuencia de la llamada de la anterior, con la finalidad de aportar su “tecnología” y su saber hacer a la compañía, más que buscando una aportación de capital. Así mismo, y a propuesta de las dos compañías, en 1957 Manuel Campuzano, proveniente de Ruralia, y en ese momento Director del ramo de Vida y Reaseguro de la empresa, asume la Dirección General.

Con estos cambios, y pese a que la Dirección General de Seguros interviene la entidad en el año 57, la sociedad comienza a funcionar, lo que lleva a que en el año 63 concluya la intervención y que en el año 67 se repartan dividendos por primera vez, en forma de prima de asistencia a la Junta General de Accionistas.

Así, en los años 70 continúa el desarrollo de la empresa, posicionándose como la líder en el mercado andaluz y una de las 5 primeras a nivel nacional dentro del mercado

asegurador. Asimismo, fuertemente consolidada y en plena expansión, Seguros Ibérica adquiere en esta década una participación mayoritaria de acciones de la Compañía Mutua Sevillana.

A principios de los años 80, la sociedad toma la decisión de salir a Bolsa. Sin embargo, en 1990 debe dar marcha atrás de esta decisión, al comenzar a producirse movimientos especulativos en torno al accionariado de Seguros Ibérica. Munchener se opuso a dicha decisión, ofreciendo comprar a los Consejeros sus acciones a un precio muy superior al Valor Nominal de las mismas, oferta que fue rechazada por todo ellos.

Por otro lado, la regulación en el sector asegurador español cambia a principios de los años 90. El legislador establece un incremento del capital mínimo necesario para operar en el sector, aumentándolo a 3.000 millones de Ptas. (o 1.862 siempre y cuando se cumplieran determinados ratios de solvencia). Dado que el Capital Social de Seguros Ibérica a principios de los 90 era de 76 millones de pesetas, era necesario acometer un aumento de Capital Social. Dicho aumento no era un problema para Munchener, que disponía de recursos suficientes, pero sí para el resto de los accionistas, al ser éstos en su mayoría familias sevillanas. Por ello, la solución adoptada fue la de acudir a las reservas de la sociedad (reservas por revalorización de activos más reservas de libre disposición) para incrementar dicho Capital Social, teniendo que aportar los accionistas en su conjunto solamente la cantidad de 175 millones de ptas. Esta situación trajo como consecuencia un incremento del Valor Nominal de las acciones (mucho mayor, en proporción, al desembolso real de capital realizado por los accionistas).

Además, y en paralelo, comienzan a aparecer de manera periódica en la prensa local anuncios en los que inversores anónimos se ofrecen a adquirir acciones de Seguros Ibérica a un valor muy superior al Nominal (normalmente, entre un 300 y un 650% del mismo).

2.3. La participación alemana.

Es importante señalar que cuando las dos compañías alemanas, Munchener y Lander, adquieren el 28% del capital social de Seguros Ibérica, se firman una serie de protocolos. Entre otras cláusulas, estos protocolos reflejaban que las dos compañías se comprometían a no incrementar su participación en la sociedad. Esto era así porque la finalidad de ambas empresas al entrar en el accionariado de la sociedad no era otro que el participar en el negocio del reaseguro, garantizándose cada una de ellas al menos el 14% del mismo. En la práctica, esto no sólo se cumplió, sino que las mismas participaban de un porcentaje superior de este negocio del reaseguro y se les dio participación en otras actividades de la entidad.

Por otro lado, y como consecuencia de estos protocolos, se fijó el número de Consejeros en el Consejo de Administración en 10, correspondiendo dos de ellos a cada una de las compañías alemanas, y los otros 8 al resto de los accionistas.

Esto es así hasta el año 87, en que Mutuality absorbe a Lander. Esto provoca que esta compañía se desprenda de su participación en Seguros Ibérica a favor de Munchener, que de esta manera pasa a poseer el 28% del Capital Social y que mantiene los dos consejeros en el Consejo de Administración (uno en representación de la compañía y el otro a título personal).

Durante todos estos años, y pese a la fluidez de relaciones entre Seguros Ibérica y Munchener, ésta ofrece en reiteradas ocasiones el adquirir el 100% del Capital, oferta que siempre fue rechazada por los accionistas.

En 1988, Munchener da un cambio de rumbo a su política en España, tomando la decisión de entrar en este mercado. Para ello, adquieren, por un valor de 500 millones de pesetas más/menos los resultados del año 87, el 100% de la compañía de seguros Lope de Vega. Esta compañía era propiedad de la familia Cúper, y daba cobertura a los negocios de dicha familia. Además, nombran a Manuel Campuzano, que en año 79

había asumido el cargo de Presidente Director General de Seguros Ibérica, presidente de esta empresa.

Mientras, en este tiempo, Seguros Ibérica sigue recibiendo distintas ofertas formales de compra por parte de distintas entidades financieras y/o aseguradoras, tanto española como extranjeras.

2.4. ¿Abocados a la venta?

En el año 94 se produce un hecho, en apariencia irrelevante, pero que va a marcar los acontecimientos futuros. En este año, los dos consejeros alemanes realizan una visita a las instalaciones de Seguros Ibérica. A la vuelta a su país, mencionan el buen funcionamiento de la sociedad, el cual contrasta con la situación de Lope de Vega, en continuas pérdidas desde su adquisición por Munchener.

En 1995, se jubila uno de los dos consejeros alemanes. Munchener nombra nuevo representante, el cual exige que el otro consejero alemán (que figuraba en el Consejo a título personal) dimita, a fin de que Munchener pueda cubrir las dos plazas que le corresponden en el Consejo como consecuencia de su 28% de participación.

El objetivo de estos nuevos consejeros, marcado desde Alemania, era claro: incrementar la participación de Munchener en la sociedad del 28% existente hasta un 40%, para de esta manera llegar a tomar el control de la sociedad¹. Para ello, ofrecieron al resto del Consejo de Seguros Ibérica la posibilidad de fusionarse con Lope de Vega, a cambio de llegar al 40% en la nueva sociedad, posibilidad que fue rechazada, al ser Lope de Vega una sociedad que cada año daba pérdidas. Este rechazo provocó un deterioro de las relaciones entre la Dirección de Seguros Ibérica y Munchener, que continuamente cuestionaba la veracidad de la información ofrecida y la viabilidad económica de la

¹ Del 100% del capital social, un 7% era propiedad de la propia Seguros Ibérica, en concepto de autocartera, como consecuencia de la compra de acciones a aquellos accionistas que habían tenido ofertas de compra de terceros. Por otro lado, un 3% del capital estaba en manos de accionistas “desconocidos.”

empresa.

En el verano de 2000, Seguros Ibérica empieza a plantear la sucesión de Manuel Campuzano como Presidente, ya que este se encontraba enfermo. Para ello, se nombra nuevo Presidente a Miguel Rovira, que había ocupado la vice-presidencia durante los últimos 25 años, y a Antonio Campuzano (hijo de Manuel) como Consejero-Director General. Munchener se opone a dicho nombramiento, aunque finalmente se pacta que se apruebe en la Junta General y que posteriormente, en una visita a Alemana de los directivos de la sociedad, se renegocie.

Por tanto, la situación en el verano del 2000 podría resumirse de la siguiente forma:

- Existencia de un cuerpo accionarial “revolucionado” y expectante, al haberse revalorizado el valor de sus acciones.
- El equipo directivo de Seguros Ibérica (representado por Miguel Rovira y Antonio Campuzano) desea mantener el status quo existente, por lo que se plantea hacer una contraoferta a Munchener, para adquirir su 28%.
- Existencia de una disposición a entablar negociaciones con Munchener para la venta de la sociedad, si se niegan a la venta de éste 28%.
- Munchener rechaza cualquier oferta de compra de su paquete.

Este rechazo supone “de facto” la ruptura del status quo existente y de los posibles pactos tácitos que se venían aplicando. Así, Munchener se considera libre de cualquier compromiso, y manifiesta su disposición a adquirir acciones en el mercado, hasta lograr el 40% que tenían como objetivo.

Ello lleva a la Dirección de Seguros Ibérica a tomar la decisión de vender la totalidad de la sociedad, ya que una estrategia defensiva era presumible que les abocara al fracaso (debido a la dispersión del accionariado y a la revalorización de las acciones), ya que una vez que Munchener dispusiera de este 40%, el resto de acciones perderían virtualmente su valor.

2.5. El dictamen de Braganza y el informe de Merchants Plc.

Una vez tomada esta decisión por parte del equipo directivo, se solicita al prestigioso bufete de abogados Braganza la realización de un dictamen jurídico, que les sirviera de base para afrontar la presumiblemente dura negociación con Munchener. Dicho dictamen llegó a las siguientes conclusiones y recomendaciones:

- En ningún momento de las negociaciones se debía hacer mención a la decisión de la Dirección de vender.
- Era necesario buscar el asesoramiento de una empresa especialista en fusiones y adquisiciones de sociedades. Para ello se eligió a una pequeña empresa inglesa (Merchants Plc), experta en la materia, para que negociara en base a dos criterios: que la empresa no se “desmontara” tras la venta y que los accionistas quedaran contentos con el acuerdo.

Por otro lado, era importante que, en el transcurso de las negociaciones no trascendieran las mismas a la opinión pública, ya que la presión social podía ser entonces muy importante y precipitar la toma de decisiones, en detrimento de los accionistas de Seguros Ibérica. Por ello, sólo el Presidente, el Director General y 2 Consejeros (el anterior Presidente y el anterior Director General) estaban informados acerca del proceso.

Una vez elegida la sociedad que asesoraría y desarrollaría el proceso de venta en nombre de Seguros Ibérica, el siguiente paso era que ésta desarrollara el denominado “Cuaderno de Venta”. Este documento recogería las principales características, tanto sociales como económico-financieras, de Seguros Ibérica, para su presentación a potenciales compradores. Para ello, se aprovechó el mes de Agosto, debido a dos factores:

- Baja actividad de la empresa, lo que permite recopilar toda la información necesaria con rapidez.
- Un alto número de directivos se encontraban de vacaciones, lo que permitía al

Director General solicitar la documentación necesaria sin tener que dar muchas explicaciones y sin levantar sospechas acerca de su finalidad.

No obstante, el Director General no estaba muy convencido de la idoneidad de los asesores elegidos. Aparentemente, Merchants Plc era una pequeña empresa, que desconocía en absoluto el funcionamiento del sector asegurador y, por tanto, de todas sus peculiaridades.

Una vez finalizado el Memorándum, se informa al Consejo de Administración (excluidos los consejeros alemanes) de la decisión tomada y de los pasos dados hasta ese momento, solicitando su respaldo para continuar con la operación. Además, se insiste por parte de uno de los consejeros, que ya había vivido un proceso similar anteriormente, en la necesidad de la confidencialidad, por lo que se acuerda no sólo respaldar al Presidente y al Director General, sino darles también plenos poderes para negociar, de manera que intervengan en la negociación el menor número posible de personas. Con estos poderes “debajo del brazo”, el Director General se desplaza hasta París, para mantener una reunión con el experto en seguros de Merchants. En dicha reunión se presentó por parte de éste un informe, con una relación de potenciales compradores de la sociedad, así como de sus características. Tras este viaje, Antonio Campuzano, disipó parte de sus dudas, formando desde ese momento un “equipo” totalmente integrado con Merchants.

Otro aspecto señalado por Merchant en su Memorándum como potencial obstáculo a la hora de plantear la venta era el hecho de que Munchener poseyera ya el 28% del capital. Esto podría suponer, a priori, una ventaja para Munchener en la puja, lo que podría retraer a posibles compradores, por lo que había que hacer un esfuerzo adicional en convencer a éstos que la única ventaja que poseían era su conocimiento de la empresa y nada más.

Del informe presentado por Merchants en París², se seleccionaron a las 8 compañías con

² Como Anexo 1 se recoge el listado de potenciales compradores que realizó Merchants Plc en este informe inicial.

mayor grado de afinidad con los intereses de la Dirección de Seguros Ibérica, con la finalidad de presentarles el Cuaderno de Venta. Para ello, los criterios seguidos fueron los siguientes:

- Conocimiento del mercado español.
- Capacidad financiera para acometer la inversión.
- Modelo estratégico y financiero a medio plazo del posible comprador, y su posible impacto en la situación actual de Seguros Ibérica.
- Cultura corporativa (en la medida en la que haya un compromiso a mantener a medio plazo a los niveles directivos de la sociedad y haya una vocación de integración de las dos sociedades y no de absorción).
- Características operativas, especialmente en aquellos aspectos en los que refuerce el compromiso de continuidad de Seguros Ibérica

De esta forma, se seleccionaron a 7 compañías, de las cuales mostraron interés real en la compra 5 (a las que se añadía, por supuesto, Munchener), que son las mencionadas en primer lugar:

1. Banco de Banyolas
2. Quality Life
3. Zaragoza de Seguros
4. Elizabeth
5. Seguros Melilla
6. Sheffield
7. Saudade

Una vez hecha esta pre-selección, el proceso de venta sería el siguiente:

- 1.º Preparación del Memorándum de Venta.
- 2.º Contacto verbal de Merchants Plc con las empresas interesadas.

- 3.º Data Room (proceso en el que en 2/3 días se revisa por parte de las empresas interesadas toda aquella información acerca de la sociedad que entienda necesaria para realizar su oferta).
- 4.º Recepción de ofertas.
- 5.º Selección de comprador.
- 6.º Adopción del acuerdo por parte del Consejo de Administración de Seguros Ibérica.

2.6. El Proceso Negociador.

El día 27 de Octubre, Munchener convoca su tradicional reunión anual, en la cual son presentados los resultados de las distintas empresas del grupo. En dicha reunión, a la que habitualmente se invitaba a Seguros Ibérica, habían sido invitados su Presidente y su Director General, los cuales aprovecharon un receso en la misma para solicitar una reunión formal con Munchener. En la misma, les comunican el proceso de venta que se ha abierto, y les invitan a formar parte del mismo como potenciales compradores. Los directivos de Munchener, en ese momento, no dan mucho crédito a los ejecutivos españoles, pero esta opinión cambia radicalmente en el momento en el que se recibe el Memorándum de Venta que Seguros Ibérica les remite (al igual que había hecho con el resto de potenciales compradores). Ello hace que convoquen con carácter de urgencia una reunión en Tarragona.

Dicha reunión transcurre con bastante tensión, hasta el punto que los alemanes amenazan con denunciar a Campuzano y Rovira, ya que, “strictu sensu”, son unos “privados” que no podían actuar en nombre del Consejo (el cual no había sido convocado formalmente, para evitar que los dos consejeros de Munchener conocieran sus planes). Además, también se planteó la posibilidad de comunicar esto a la competencia, con el fin de desacreditarles. Campuzano y Rovira relajan el ambiente, al transmitirle que su intención era que los compradores finales fueran ellos, pero que

debían mantener ciertas formalidades. Por su parte, Munchener exige que, en adelante, la negociación se realice exclusivamente con ellos. Esto era inaceptable para Seguros Ibérica, ya que la única manera de evitar que el precio final de venta cayera era mantener la tensión negociadora mediante la estrategia de tratar con diferentes sociedades en paralelo. Por ello, esta reunión, aunque con un ambiente un poco más distendido, no terminó con ningún acuerdo.

Inmediatamente a continuación, se convoca el “Data Room”, fase en la que se proporciona “in situ” (esto es, en Sevilla, y bajo determinadas condiciones ambientales que garantizaban la total confidencialidad, como es el hecho de estar encerrado en una sala, de la cual no podían salir los papeles, por ejemplo) determinadas informaciones sobre la empresa a los interesados, para que pudieran analizarla. Esta fase, además, finalizaba con una entrevista con el equipo directivo de Seguros Ibérica, en la cual se podían plantear todas aquellas cuestiones que los compradores quisieran. Para todo ello, se daba un plazo de 3 días, lo que contribuía a incrementar la presión sobre los ofertantes, ya que se le comunicaba que la escasez de tiempo se debía, entre otras cosas, a que había otros interesados en el proceso, que debían pasar por el mismo proceso.

Una vez finalizado el proceso, se exige a todos los ofertantes que emitan su oferta, la cual debía ser “The best and last offer”. Esto quería decir que la oferta no podía estar sujeta a ningún tipo de condición, ni que era admisible la práctica del “escrow” (muy habitual en este tipo de operaciones, y que consiste en que un porcentaje de la oferta queda sujeto a la comprobación de determinadas magnitudes). Sin embargo, había un problema con el que los responsables de Seguros Ibérica no habían contado, y era el hecho de que en el Negocio de los Seguros de Vida, bajo una aparente situación “boyante”, podían enmascarse potenciales pérdidas multimillonarias (sobre todo, en función de la pirámide de edad de los asegurados). Por ese motivo, se solicita por parte de los ofertantes que se contrate a un tercero para que realice una valoración de la cartera de vida, ya que sin esa información era imposible realizar una oferta cerrada. Así, la renombrada firma Wellinghart hace dicha valoración independiente, en la que se concluye que el valor de la cartera de vida de Seguros Ibérica es de 9.015 millones de

pesetas, informe que es transmitido a todos los ofertantes.

Llegamos así al 15 de noviembre de 2000, fecha en la cual se cierra el plazo para la recepción de ofertas³. Las mismas tienen todas en común un factor, y es que ninguna es “the best and last offer”, sino que en todas, con la lógica excepción de Munchener, se exige un proceso de Due Dilligence. Dicho proceso consiste en un chequeo de los datos que en su momento proporcionó Seguros Ibérica en el Data Room. Por ello, y para no poner en peligro el carácter confidencial que aún tenía la operación, a este proceso sólo se convoca a 4 de los 6 ofertantes: Zaragoza de Seguros, Elizabeth, Seguros Melilla y Munchener. Además, se decide que el Due Dilligence se haga en el plazo máximo de una semana, y en paralelo por parte de los 3 ofertantes (Munchener, como decimos, había renunciado), motivo por el cual se hace necesario informar, por primera vez, a los distintos directores de Departamento de Seguros Ibérica acerca de la situación que se daba, ya que su colaboración era imprescindible para poder afrontar esta fase. Por tanto, se reunió a los 3 equipos de las tres compañías en 3 hoteles de la ciudad, y se comenzó con la fase. Hay que señalar, por otro lado, que durante toda esta fase comenzaron a incrementarse las presiones por parte de los distintos ofertantes, ya que todos tenían un objetivo en común: quedarse como únicos negociadores en el proceso. Así, y a modo de ejemplo, Munchener hizo una oferta por 16.227 millones de pesetas justo antes del comienzo del Due Dilligence, con la condición de quedarse solos en el proceso negociador, oferta que, nuevamente, fue rechazada, ya que hasta que no estuviera cerrado el contrato de venta, no querían cerrarse las negociaciones con ninguno de los interesados.

Además, y dado que la negociación ya era conocida cada vez más por un grupo amplio de personas, se contrataron los servicios de un Gabinete de Comunicación, de manera que se pudieran controlar, en la medida de lo posible, filtraciones a la prensa que supusieran que se tuviera que cerrar apresuradamente el acuerdo.

Tras el Due Diligencia, el 5 de diciembre se reciben las ofertas de las 4 interesadas, de

³ En el Anexo 4 se recoge un desglose de las principales características de cada oferta.

las cuales la de Seguros Melilla es descartada de inmediato, ya que propone la reestructuración de la empresa en un año y el interés de la dirección era asegurar, en la medida de lo posible, la pervivencia de la sociedad en su conformación actual en el medio plazo. Las otras tres ofertas rondan los 18.030 millones de pesetas. Sin embargo, y cuando Seguros Ibérica se encuentra estudiando que oferta aceptar, llega, por sorpresa, una nueva oferta de Elizabeth, en la cual incrementa la cantidad ofrecida a 20.795 millones de pesetas. Inmediatamente se traslada la misma a las otras dos entidades, lo que provoca que Zaragoza de Seguros renuncie a continuar en el proceso (con gran enfado por su parte, sea dicho).

A partir de este momento, los acontecimientos se suceden con rapidez. Munchener, ante la situación, y la exigencia de que su posible contraoferta no puede estar condicionada a nada, envía un fax con fecha 7 de diciembre, en el que eleva la cantidad a 21.035 millones. La misma resulta satisfactoria para Campuzano, que convoca al Consejo de Administración de Seguros Ibérica y al Presidente de Munchener para el día 9 de diciembre, con el fin de proceder a la firma del contrato, con una única exigencia: que Munchener pusiera a disposición de los accionistas la cantidad pactada ese mismo día, de manera que, a partir del mismo momento de la firma del contrato, los accionistas pudieran comenzar con el canje de sus acciones.

Sin embargo, el día 8 de diciembre, festividad de la Inmaculada, cuando Antonio Campuzano se dirigía a una celebración familiar, recibe una llamada en su móvil, en la que el Director General de Elizabeth le comunica que acaba de enviar un fax a las oficinas de Merchant Plc., en el que elevan su oferta a 22.250 millones de pesetas...

3. CUESTIONES.

1. Relacione los principales factores que llevaron a la venta de Seguros Ibérica y establezca qué acciones pudieron tomarse en su momento, que hubieran evitado esta situación. En su opinión, y a la luz de los hechos relatados, ¿cree que la venta de Seguros Ibérica a Munchener era inevitable? En caso negativo, ¿qué soluciones hubiera propuesto ud.?
2. ¿Cree que la decisión de optar por una pequeña sociedad como Merchants Plc como Merchant Bank fue la correcta, o debía haberse optado por cualquier otra sociedad de reconocido prestigio internacional?
3. ¿Cuál cree que era el valor real de la empresa a 1 de Septiembre de 2000? En base a este valor, ¿a cuánto hubiera vendido las acciones de Seguros Ibérica?
4. ¿Qué decisión entiende Ud. que debe adoptar Antonio Campuzano ante la última contraoferta recibida por parte de Elizabeth? ¿A qué compañía debería vender y a qué precio?
5. Enumere las que, en su opinión, fueron las decisiones más acertadas en el proceso de venta de la sociedad.

4. ANEXOS.

4.1. Relación de potenciales compradores de Seguros Ibérica.

Sociedad	Aspectos Relevantes
Quality Life	<ul style="list-style-type: none"> • Presencia en España. • En España, sólo presentes en el ramo de visa. • Interés en adquirir una compañía mediana / grande con negocio de automóviles para ofrecer más productos a sus agentes. • Compañía escocesa con carácter mutual.
Gegenstrat	<ul style="list-style-type: none"> • Interés en el mercado español a través de la adquisición de una compañía española. • Reciente fracaso en la adquisición de un centro asegurador.
Sheffield	<ul style="list-style-type: none"> • Presencia en España a través de una compañía de seguros. • Reciente adquisición de una compañía aseguradora británica. • Interés manifiesto de alcanzar presencia significativa en España a través de adquisiciones medianas/grandes.
The Deer International	<ul style="list-style-type: none"> • Tiene una sociedad subsidiaria en España. • Interés manifiesto por crecer en España a través de adquisiciones. • Estrategia de centrar su crecimiento en el negocio de vida.
Reino	<ul style="list-style-type: none"> • Presencia en la mayoría del territorio español, excepto en Andalucía, Baleares y Canarias. • Volumen de primas reducido. • Composición de negocio similar a Seguros Ibérica. • Objetivo estratégico de consolidar su presencia en el territorio español. • Podría tener dificultades para afrontar una adquisición mediana/grande.
Geral Portuguesa de Seguros	<ul style="list-style-type: none"> • Sin presencia física en España, pero indirecta a través de filiales bancarias de su principal accionista. • Su presencia en Portugal hace lógico un posible interés por extender sus actividades al resto de la Península Ibérica.

Saudade	<ul style="list-style-type: none"> • Filial aseguradora del principal banco portugués, que tendría interés en extender su presencia a la totalidad de la Península Ibérica. • Relación accionarial con uno de los principales bancos franceses.
Zaragozana de Seguros	<ul style="list-style-type: none"> • Importante exceso de capital. Podría absorber el 100% de Seguros Ibérica sin endeudarse. • Cultura familiar y capacidad de rápida toma de decisiones. • Recursos financieros y estrategia orientada al crecimiento a través de la adquisición de compañías de tamaño pequeño/medio. • Modelo operativo similar a Seguros Ibérica.
Santa Justa y Rufina	<ul style="list-style-type: none"> • Importante exceso de recursos y pocas posibilidades atractivas de crecimiento. • Orientada al ramo de decesos pero con crecimientos significativos en vida. • Especializada en el negocio de menudeo rural. • Cultura y gestión familiar que le confieren una capacidad rápida de toma de decisiones.
Caja de Sigüenza	<ul style="list-style-type: none"> • Interés manifiesto por penetrar en el mercado andaluz para hacer frente a las principales Cajas de Ahorro españolas. • Complementariedad con sus Seguros de Salud. • Experiencia en el sector seguros a través de su relación con Sargos • Accionista de una de las principales aseguradoras del país.
Banco de Banyolas	<ul style="list-style-type: none"> • Creciente interés en la actividad aseguradora, especialmente en el ramo de vida. • Vocación de cobertura nacional, con especial interés en Andalucía. • Cultura y gestión familiar que le confieren una capacidad de rápida toma de decisiones.
Winipeig	<ul style="list-style-type: none"> • Presencia en España a través de tres sociedades diferentes en proceso de reestructuración. • Interés en reforzar su presencia en España, pero más orientada a acuerdos que a adquisiciones. • España es un país prioritario.

Excel	<ul style="list-style-type: none"> • Recientemente fusionada con otra aseguradora española. • Relaciones accionariales y comerciales con uno de los tres principales bancos españoles.
Securatiene Milanesa	<ul style="list-style-type: none"> • Mayor grupo asegurador extranjero en España. • Relaciones accionariales y comerciales con uno de los tres principales bancos españoles (distinto del anterior). • Pendiente de concretar su relación con este banco, después del reciente proceso de fusión.
Borgonese Assurances	<ul style="list-style-type: none"> • Interés principal dentro del mercado español en el ramo de salud. • Relación accionarial y comercial con dos de los principales bancos españoles. • Estrategia incierta con rumores sobre la posible venta de su negocio en España.
Prestige	<ul style="list-style-type: none"> • Interés manifiesto en adquirir compañías pequeñas/medianas en el ramo de vida. • Controla Seguros Orense. • Reciente adquisición de varias mutuas sanitarias en Cataluña.
Sum	<ul style="list-style-type: none"> • Recientemente ha adquirido otra compañía. • Interés únicamente en el ramo de salud.
Elizabeth	<ul style="list-style-type: none"> • Interés manifiesto en adquirir compañías pequeñas/medianas en el ramo de vida. • Interés en el ramo de vida.
Seguros Melilla	<ul style="list-style-type: none"> • Interés manifiesto por penetrar en el mercado andaluz. • Cultura familiar.

4.2. Magnitudes de Seguros Ibérica⁴ según Merchant Plc.

	1997	1998
Primas brutas totales	20.512	23.967
Vida	5.262	6.783
No vida	15.250	17.183
BAI	720	720
Total activo	26.565	30.350
Total inversiones	21.120	23.340
Recursos propios	2.420	2.660
Ratios.		
Margen de solvencia	366%	399%
ROE	14%	13%

⁴ En millones de pesetas.

4.3. Valoración de Seguros Ibérica.

Merchant Plc propuso tres diferentes métodos de valoración para Seguros Ibérica, con los siguientes resultados:

SOP

Basado en analizar la rentabilidad obtenida por el capital y compararlo con el coste de capital. Según este método, el valor de Seguros Ibérica sería de 15.365 millones de pesetas.

Comparaciones con Zaragozana de Seguros

Parte de la capitalización bursátil media de esta compañía, la principal española del momento, y de la comparación de los ratios relevantes de ambas. Según este método, el valor de Seguros Ibérica sería de 12.020 millones de pesetas.

Múltiplos comparables

Basado en analizar la correlación de ROE y patrimonio ajustado de compañías comparables a Seguros Ibérica para obtener el valor implícito de ésta. Según este método, el valor de Seguros Ibérica sería de 12.500 millones de pesetas.

Prima de control

Este método tiene en cuenta la prima de control por adquirir una posición mayoritaria en la empresa.

Análisis de regresión

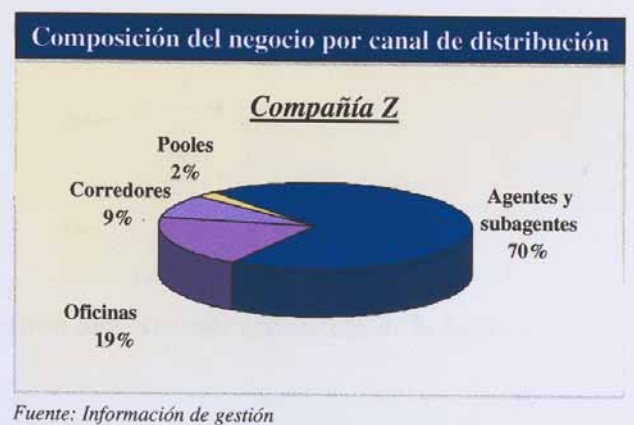
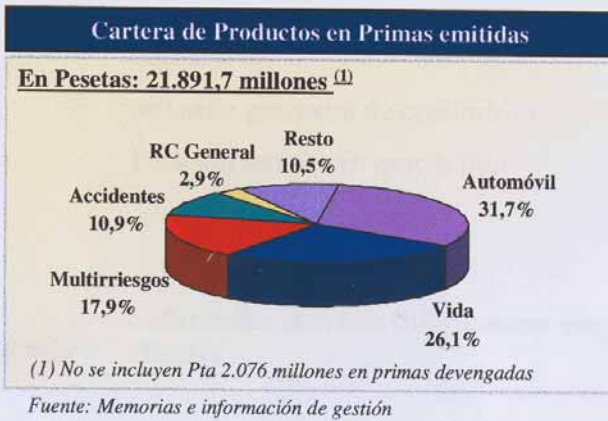
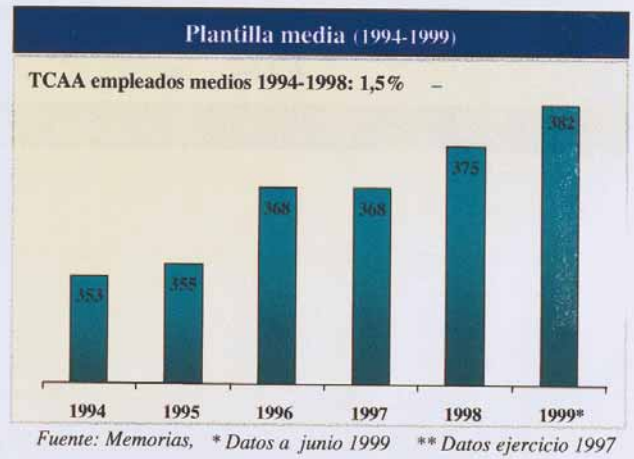
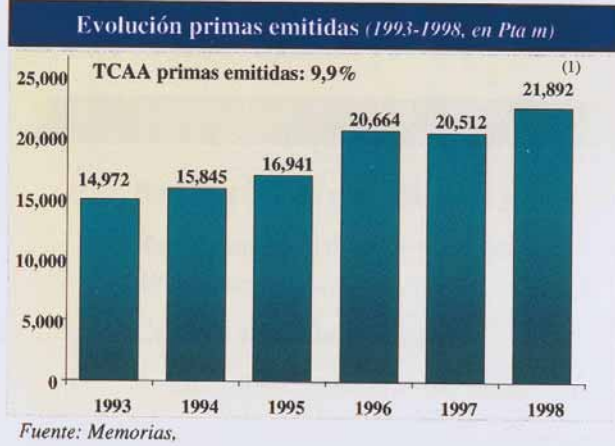
Es el método más utilizado por los analistas bursátiles e inversores de bolsa, y se basa en la correlación entre la rentabilidad generada por la compañía y el múltiplo al que se valora su patrimonio neto ajustado. Según este método, el valor de Seguros Ibérica sería de 12.920 millones de pesetas.

4.4. Características de las ofertas finales de compra.

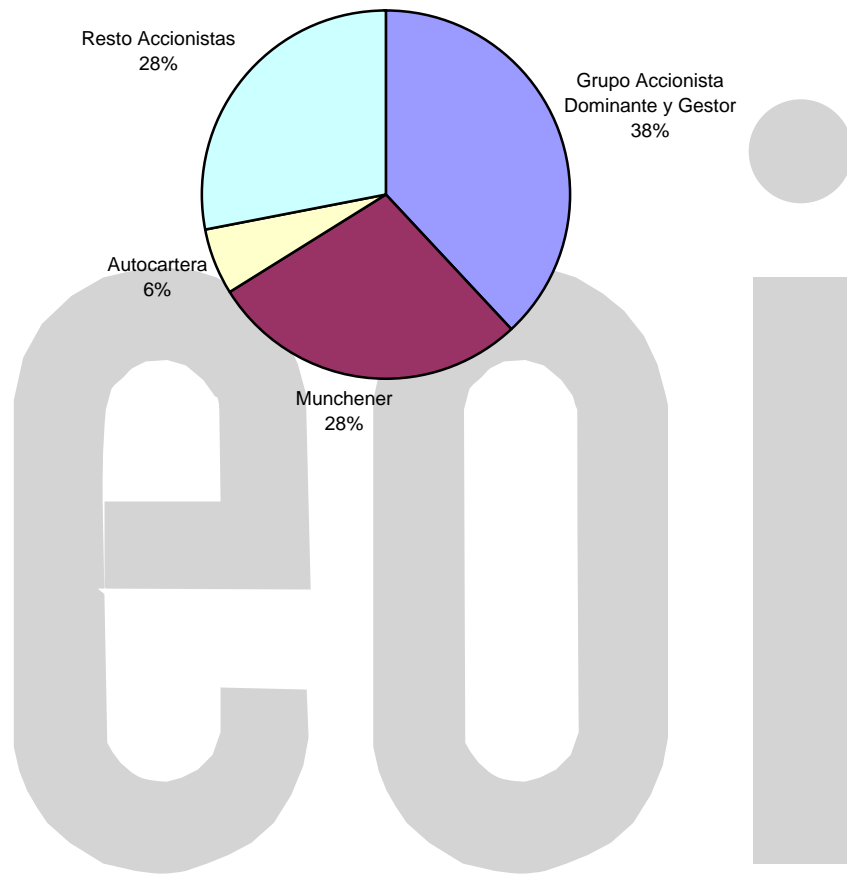
	Elizabeth	Seguros Melilla	Munchener	Zaragozana de Seguros
<i>Due diligence para confirmar el precio</i>	Circunscrito sólo a 5 puntos	Pide aceptación de la oferta para iniciar su Due diligence, lo cual parece implicar exclusividad. Pide acceso a todos los documentos y el personal	Renuncia expresamente	Realizar due diligence de comprobación, para confirmar datos, antes del 31/12
<i>Siguientes pasos</i>	Se acuerda precio y se firma contrato privado de compraventa sujeto a condición suspensiva (auditoria de 31/12 mas autorización de la Dirección General de Seguros)	Tras acordar precio, carta presidente a los accionistas de Seguros Ibérica, indicando precio final y condiciones. Después, una serie de pasos establecidos por los abogados de Seguros Melilla	Firmar contrato a la mayor brevedad	Firmar la compraventa
<i>Auditoria</i>	A 31/12/2000, por firma de prestigio internacional, acordada con Seguros Ibérica	A 31/10/2000, en paralelo al due diligence	Firma de prestigio internacional, acordada con Seguros Ibérica, y limitado al balance a 30/9/2000	No requieren realizarla
<i>Ajuste al precio</i>	Ajuste automático en más o menos su se ponen de manifiesto diferencias por importes materiales en el neto patrimonial, tras realizar la Auditoria	Igual que Elizabeth, pero al finalizar el due diligence	El ajuste en más o menos se haría en función de la variación del VTC	No indican que ajustes cabría realizar

	Elizabeth	Seguros Melilla	Munchener	Zaragozana de Seguros
<i>Precio</i>	13.200 sin autocartera	11.120 sin autocartera	15.625 millones pesetas, incluida autocartera (14.660 millones sin autocartera)	12.620 millones pesetas incluida autocartera (11.840 millones sin autocartera)
<i>Forma de pago</i>	95% al contado; 5% retenido para hacer frente a responsabilidades por inexactitudes	No indican	No indican	No indican
<i>Límite de la responsabilidad de los vendedores</i>	El 5% retenido	Se definirá en función del due diligence	No indican responsabilidades	No indican responsabilidades
<i>Fecha de validez</i>	Sin fecha	4 de diciembre	Sin fecha	Sin fecha
<i>% del capital que quiere comprar como mínimo</i>	100%	Más del 50%	No indican	No indican

4.5. Seguros Ibérica en cifras.



4.6. Estructura accionarial a 1 de Agosto de 2000.



4.7. Análisis financiero de Seguros Ibérica realizado por Merchants PLC.

4.7.1. Balance de Situación.

El balance de la compañía refleja su saneada situación financiera, basada en un exceso de margen de solvencia y provisiones técnicas, así como la inexistencia de deuda.

Las principales conclusiones del análisis del balance de situación son:

- Seguros Ibérica demuestra unos fondos propios reducidos para una entidad de su tamaño, debido a la sobredotación de provisiones financieras del grupo.
- A diferencia de otras compañías del sector, mantiene mayores inversiones en renta variable que generan elevados ingresos financieros.
- La compañía posee significativas plusvalías latentes implícitas en sus inversiones que le pertenecen en su totalidad (no hay participación en beneficios del ramo de vida).
- Seguros Ibérica refleja un cómodo margen de solvencia con un exceso del 399% sobre el mínimo exigido por la Dirección General de Seguros.
- La compañía demuestra unos ratios de provisionamiento elevados, tanto en el ramo de vida como en el de no-vida.

Evolución de estructura de balance (1997-1998)

	1997	1998
Activos inmateriales/otros	0	2
Inversiones	35.142	38.836
Participación del reaseg. en provisiones téc.	3.586	4.548
Creditos	2.588	4.401
Otros activos	2.349	2.222
Ajustes por periodificación	535	496
Total activo	44.200	50.505
Capitales propios	4.031	4.435
Provisiones técnicas	36.871	42.089
Provisiones para riesgos y gastos	124	497
Depositos por reaseguro cedido	1.111	1.277
Deudas	2.062	2.207
Ajustes por periodificación	1	1
Total pasivo	44.200	50.505

Estructura de balance vs. sector

	PE	Sector
Activos inmateriales/otros	0,0%	2,1%
Inversiones	79,5%	82,5%
Participación del reaseg. en provisiones téc.	8,1%	3,1%
Creditos	5,9%	5,7%
Otros activos	5,3%	5,2%
Ajustes por periodificación	1,2%	1,4%
Total activo	100%	100%
Capitales propios	9,1%	11,3%
Provisiones técnicas	83,4%	82,1%
Provisiones para riesgos y gastos	0,3%	0,9%
Depositos por reaseguro cedido	2,5%	0,8%
Deudas	4,7%	4,5%
Ajustes por periodificación	0,0%	0,4%
Total pasivo	100%	100%

Fuente: Memorias anuales y DGS

4.7.2. Cuenta de Resultados.

La cuenta de resultados de Seguros Ibérica muestra un continuo crecimiento de primas e inversiones, a la vez que mantiene unos ajustados gastos de siniestralidad.

Las principales conclusiones del análisis de la cuenta de resultados son:

- Crecimiento medio de las primas emitidas de seguro directo de 7,9% desde 1993.
- Evolución similar al sector en todos los ramos excepto en los ramos preferentes (mayor) y en los no preferentes (menor).
- Política de reaseguro conservadora, cuyos contratos generan unas comisiones mínimas del 20% de las primas cedidas.
- Ratio de equilibrio técnico en línea con el sector asegurador.
- Efectiva gestión de la cartera de inversiones que ha resultado en un constante incremento de los ingresos financieros.
- ROE de 13% siendo Seguros Ibérica más rentable que la media del sector asegurador y situándose en línea con Zaragozana de Seguros.

Cuenta de resultados (1998)

Cuentas técnicas	No-vida	Vida
Primas emitidas (1)		
Seguro directo	17.183,4	6.783,4
Reaseguro aceptado	68,0	0,0
Primas del reaseguro cedido	(4.778,3)	(383,5)
Variación de provisiones	(723,4)	(275,9)
Primas adquiridas	11.749,9	6.124,1
Prestaciones pagadas		
Seguro directo	(10.988,1)	(3.474,0)
Reaseguro aceptado	(292,8)	0,0
Reaseguro cedido	2.631,0	348,4
Variación de provisiones	(707,4)	41,7
Gastos imputables a prestaciones	(576,3)	(102,0)
Siniestros netos	(9.933,6)	(3.186,0)
Comisiones netas de reaseguro	(2.833,5)	(723,5)
Gastos de administración	(306,0)	(77,0)
Otros ingresos/gastos técnicos netos	(308,0)	(35,7)
Participación en beneficios y extornos	0,0	0,0
Var. de otras prov. téc. netas de reaseguro	(5,6)	(2.507,9)
Plusvalías/minusvalías no realizadas netas	0,0	0,0
Resultado técnico	(1.636,9)	(405,9)
Ingresos/gastos de las inversiones netas	1.264,5	1.073,3
Resultado técnico-financiero	(372,4)	667,4
Cuenta no técnica		
Ingresos/gastos de las inversiones netos		0,0
Otros ingresos/gastos netos		319,1
Ingresos/gastos extraordinarios		117,7
Impuesto sobre beneficios		(154,8)
Resultado del ejercicio		576,9

(1) Incluye Pta 2.075m de primas devengadas y no emitidas

Fuente: Memorias anuales