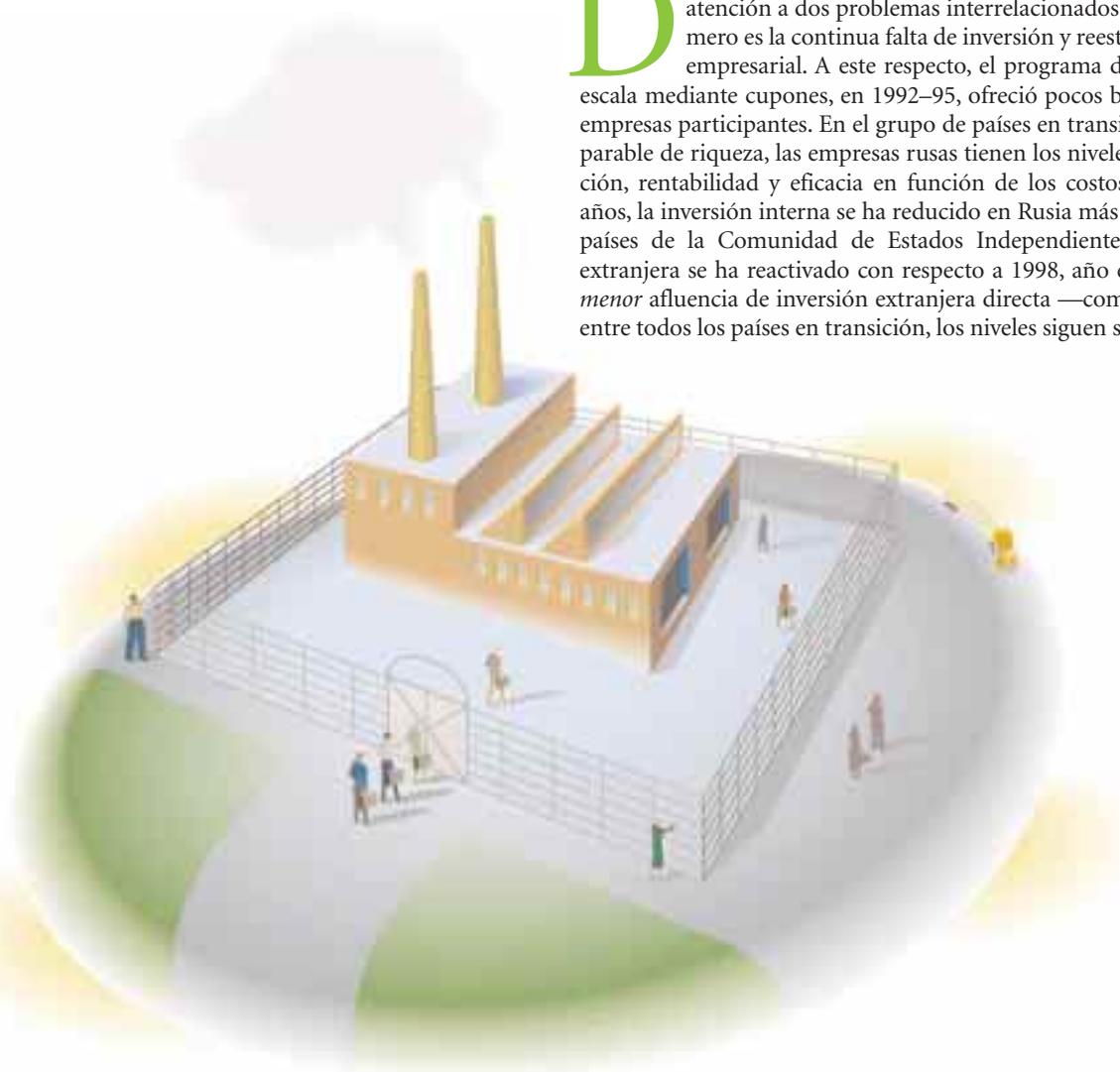


Los intereses creados, la gestión pública y las empresas rusas

Durante los últimos 10 años, los esfuerzos por lograr el crecimiento y reestructurar la economía en Rusia se han visto gravemente obstaculizados por la escasez de inversión y la proliferación del trueque y los atrasos en los pagos. En las actuales condiciones ¿cuál sería la mejor forma de respaldar los programas de reforma económica?

Raj Desai e Itzhak Goldberg

DESDE la crisis financiera de agosto de 1998 Rusia ha prestado gran atención a dos problemas interrelacionados en su economía. El primero es la continua falta de inversión y reestructuración en el sector empresarial. A este respecto, el programa de privatización en gran escala mediante cupones, en 1992–95, ofreció pocos beneficios tangibles a las empresas participantes. En el grupo de países en transición con un nivel comparable de riqueza, las empresas rusas tienen los niveles más bajos de producción, rentabilidad y eficacia en función de los costos. En los últimos cinco años, la inversión interna se ha reducido en Rusia más que en todos los demás países de la Comunidad de Estados Independientes. Si bien la inversión extranjera se ha reactivado con respecto a 1998, año en que Rusia registró la *menor* afluencia de inversión extranjera directa —como porcentaje del PIB— entre todos los países en transición, los niveles siguen siendo bajos.



El segundo problema es la economía “virtual” (véase Gaddy y Ickes, 1998). Dado que las empresas se han desplazado en masa a las prácticas de trueque, incumplimiento de obligaciones de pago y sustitutos del dinero, como los pagaré (*veksel*), las autoridades tributarias se han visto forzadas a recaudar los impuestos en especies.

Se ha señalado que la epidemia de incumplimientos y la falta de reestructuración del sector empresarial se deben a la incapacidad o renuencia del gobierno federal a aplicar políticas tributarias y de quiebra estrictas. Según este argumento, la falta de pago generalizada se debe a que las autoridades tributarias han sido excesivamente indulgentes frente a la acumulación de atrasos por parte de las empresas. Del mismo modo, se estima que las condiciones desfavorables para la inversión son consecuencia de la falta de protección adecuada para los inversionistas. Sin embargo, los mecanismos para hacer cumplir las obligaciones y la débil protección de los accionistas no son las únicas razones. En definitiva, hay que preguntarse por qué la creación del marco institucional necesario para garantizar la disciplina en los pagos y la protección de los inversionistas ha sido, por tanto tiempo, un problema tan difícil de resolver, a pesar de que el país ha recibido el mejor asesoramiento disponible y millones de dólares en asistencia externa. Si queremos responder cabalmente a esta interrogante, hay que abordar el problema de la distorsión de los incentivos para dos importantes agentes en la economía rusa (los propietarios-administradores y los gobiernos regionales) y el sistema de derechos de propiedad de las empresas, en virtud del cual éstas han seguido siendo principalmente una fuente de rentas.

¿Qué sucede cuando los administradores son propietarios?

No debería necesitarse seguimiento externo en una empresa que es de propiedad exclusiva de quienes adoptan y ponen en práctica las decisiones, proveen el financiamiento, y asumen los riesgos residuales asociados con estas decisiones (y reciben las utilidades). ¿Cómo se explica entonces el comportamiento, aparentemente absurdo, de los propietarios-administradores en Rusia, que, al liquidar los activos de sus empresas, parecen robar de un bolsillo para llenar el otro?

En Rusia, el problema central de la gestión de empresas no se limita a la protección de los accionistas minoritarios u otros financistas. También es parte del problema la escasez de incentivos que tienen los propietarios-administradores para reestructurar las empresas y maximizar su valor en el largo plazo. Primero, los propietarios-administradores estiman que sus derechos de propiedad son inciertos y temporales, y que la empresa puede ser expropiada. En una perspectiva muy reducida, estiman que las utilidades creadas al aumentar el valor de las empresas y las acciones serían inferiores a las obtenidas al liquidar los activos. Segundo, la maximización del valor sólo es un objetivo a largo plazo, aceptable si este

valor puede alcanzarse mediante la venta de los derechos de propiedad de la empresa. Dada la falta de liquidez de los mercados de capital privados y públicos, que están relativamente poco desarrollados, las empresas rara vez cambian de propietario y por consiguiente los administradores tienen pocos incentivos para aumentar su valor.

Tercero, dado que los dividendos son impositivos y deben compartirse con otros accionistas, principalmente los empleados, los propietarios han preferido retirar efectivo de sus empresas solicitando reembolsos por concepto de gastos ficticios o recurrir a otros tipos de robo. Incluso en las empresas en que la participación de la administración es minoritaria, los administradores pueden usar varios métodos para garantizar su control de facto. Además, en muchos casos los administradores han prohibido (ilegalmente) la venta de acciones a personas ajenas a la empresa, limitando la compra de acciones, y usando amenazas implícitas contra los trabajadores que transgreden estas políticas. El control por parte de los administradores está tan arraigado que los inversionistas externos tienen pocas esperanzas de asumir el control de la empresa incluso si adquieren una parte importante de las acciones.

Si bien la rápida privatización tuvo como objetivo original evitar que los administradores liquidaran los activos de las empresas estatales, los propietarios-administradores de las empresas privatizadas han degradado considerablemente los activos de sus empresas. En los últimos años, las medidas adoptadas para limitar la degradación de los activos han sido bloqueadas por una coalición entre el personal interno de las empresas y los gobiernos regionales, junto con sus aliados en la Duma, el Parlamento ruso. Han logrado mantener las rentas (y las oportunidades de robo) generadas por el programa de privatización en gran escala y el programa de privatización mediante “préstamos por acciones”, que de hecho puso las acciones de las principales empresas en manos de una nueva clase de oligarcas.



La influencia de los gobiernos regionales

A medida que los organismos centrales que gobiernan la economía rusa han cedido sus atribuciones a las regiones, las administraciones regionales han procurado mantener las operaciones de las empresas locales importantes y proteger a los trabajadores locales. Si bien el gobierno federal no ha intentado intervenir en la gestión de las empresas; los gobiernos regionales han seguido influyendo considerablemente en las políticas de las principales empresas, independientemente de su privatización oficial. Las autoridades locales tienen los medios para disciplinar a los administradores desobedientes, por ejemplo, sometiéndolos a perturbadoras inspecciones de seguridad laboral. Los gobiernos regionales y municipales pueden de hecho prohibir a las empresas que despidan a los trabajadores sobrantes.

En muchos casos, los administradores, previendo estas interferencias, han desviado los flujos de efectivo. Los gobiernos regionales, conscientes de que esto reduce los ingresos impositivos de las empresas, recaudan ingresos en forma de especies de las empresas rentables, al tiempo que toleran los atrasos en el pago de impuestos de las empresas con pérdidas a fin de mantener los niveles de empleo. Estos gobiernos regionales protegen a los propietarios-administradores de los intentos de adquisición, obstruyen el ejercicio de los derechos de propiedad de los inversionistas externos, y perpetúan el uso de las empresas como fuente de beneficios privados para los administradores y funcionarios locales y como fuente de beneficios sociales y políticos para la región (véase el gráfico).

El trueque y los atrasos en los pagos como instrumentos de control

Para los gobiernos regionales y los administradores de las empresas las prácticas de incumplimiento de pago y liquidación en especies son un instrumento útil de control empresarial. Ciertas empresas favorecidas pueden recibir subvenciones en forma de tratamiento fiscal preferencial, “descuentos” en el pago de servicios, y ventajas en materia de adquisición pública, todo lo cual tiene como fin evitar que las empresas cierren y despidan a sus empleados. Esto pone a las empresas que podrían ser productivas en desventaja en materia de costos, obstaculizando sus inversiones y su crecimiento.

Si bien los atrasos en el pago de impuestos constituye una subvención de los gobiernos regionales a las empresas, se estima que el uso del trueque se ve impulsado por el control que ejercen los propietarios-administradores. Se ha señalado frecuentemente que el sistema ruso de tributación y pagos (caracterizado, por ejemplo, por la congelación de las cuentas bancarias) es la razón esencial del trueque. Si fuera así, el caso de Rusia sería, en cierta forma, una anomalía. En los países de ingreso mediano, la tributación excesiva y arbitraria probablemente promueve la desintermediación financiera pero no alienta necesariamente el trueque. Puesto que la administración tributaria estatal ha comenzado a deducir los pagos de

“La adopción de mejores procedimientos de quiebra a partir de 1998 ha facilitado considerablemente la reorganización de las empresas insolventes”.

impuestos directamente de las cuentas bancarias en rublos de las empresas deudoras, estas últimas han usado cuentas bancarias en el extranjero para efectuar transacciones en efectivo.

El trueque es resultado de deficiencias en la gestión empresarial. En este sentido, el trueque es tanto una forma de evitar el pago en efectivo de las deudas públicas o privadas como una forma de encubrir la situación real frente a las autoridades tributarias y los accionistas minoritarios (e incluso frente a accionistas pasivos como los empleados). La liquidación en especies permite que los propietarios-administradores degraden los activos y desvíen los flujos de efectivo de manera menos transparente.

La propiedad y el control constituyen el problema fundamental del sector empresarial en Rusia y la solución *no puede* ser simplemente aplicar restricciones presupuestarias y normas antimonopolio; es necesario reformar el sistema de derechos de propiedad que es el que *provee* los incentivos para que los propietarios de las empresas actúen de ese modo. Quienes mantienen que los cambios en la propiedad de las empresas no tendrán efecto hasta que se apliquen fuertes restricciones presupuestarias y se imponga la disciplina en los pagos están partiendo de una premisa equivocada (véase Banco Mundial, 1999). En la economía rusa, el incumplimiento de pago y el trueque (además de la práctica de permitir que las empresas insolventes sigan funcionando) son mecanismos que utilizan los propietarios-administradores de las empresas para mantener sus atribuciones mediante la falta de transparencia y el fraude, y son tolerados por los gobiernos regionales, que reciben beneficios políticos de las empresas. Es imposible mejorar la disciplina en los pagos sin modificar considerablemente los incentivos para los propietarios-administradores y los gobiernos regionales.

La necesidad de modificar selectivamente los derechos de propiedad

Evidentemente, el último eslabón en el proceso de aplicación de los derechos de propiedad es la quiebra, a través de la cual la propiedad de las empresas pasa a los acreedores. La adopción de mejores procedimientos de quiebra a partir de 1998 ha facilitado considerablemente la reorganización de las empresas insolventes. En la práctica, sin embargo, el uso de estos procedimientos para iniciar la transformación del régimen de propiedad presenta tres problemas fundamentales:

- *Es difícil mantener la coordinación entre los acreedores.* Normalmente, la quiebra tiene carácter colectivo, es decir, todos los acreedores deben compartir el costo de los procedimientos de quiebra y ponerse de acuerdo en cuanto a la gestión externa y otros aspectos.
- *La capacidad del sistema judicial es limitada.* En definitiva, una transformación del régimen de propiedad basada en la quiebra dependerá de los tribunales nacionales; los casos resultantes podrían crear una pesada carga para el sistema judicial.
- *La quiebra tiene efectos perturbadores.* Si los acreedores no logran un acuerdo amistoso, las autoridades regionales

Transformación del régimen de propiedad basada en la inversión: Plan piloto

Una de las propuestas para la transformación del régimen de propiedad de las empresas rusas supone la existencia de un grupo de empresas privatizadas cuyos administradores y empleados poseen normalmente una mayoría de las acciones con derecho a voto, en tanto que el resto está en manos del gobierno federal o regional. La transformación incluiría los siguientes pasos:

1) Un gobierno regional recibe un préstamo de asistencia técnica y fortalecimiento institucional de un donante multilateral para contratar una empresa de corretaje de inversiones. La empresa selecciona un grupo de compañías que cumplan los siguientes requisitos: viabilidad económica básica; acumulación de un determinado monto mínimo de atrasos impositivos, y existencia de un acuerdo previo entre las autoridades tributarias regionales y los propietarios-administradores de la empresa para reducir la participación de éstos en la propiedad de la empresa a cambio de parte de las utilidades derivadas de la transacción. El gobierno regional, interesado en recaudar impuestos atrasados e incobrables, convence a la administración de aceptar esta reducción bajo amenaza de quiebra.

2) El gobierno regional, de conformidad con las normas aplicadas por el prestamista multilateral, lleva a cabo

una licitación pública para elegir una empresa de corretaje de inversiones a fin de “reprivatizar” las empresas seleccionadas. La fórmula usada para compensar a la empresa de corretaje se basa en un cargo fijo que cubre el costo de evaluar a todas las empresas, más un cargo adicional por cada empresa revendida.

3) La empresa de corretaje elegida lleva a cabo una licitación para la venta de las empresas seleccionadas. El valor de oferta de estas empresas proveerá un coeficiente de referencia para convertir la deuda impositiva en capital social, y las ofertas recibidas representarán la valoración de mercado de dicho coeficiente.

4) La empresa de corretaje de inversiones, como parte en la venta de las acciones de las empresas, ayudará a convertir en capital social las deudas impositivas de éstas. Esta conversión sólo tendrá lugar como parte de la transacción.

5) Dado que una transformación del régimen de propiedad basada en la inversión probablemente se traducirá en despidos, este proyecto debe respaldarse con un programa de compensación para asistir a los desempleados y reducir su dependencia de los recursos sociales de las empresas.

En este ejemplo, todas las deudas convertidas en capital social son mantenidas

por las autoridades tributarias; no se incluyen los pasivos frente a los proveedores, prestamistas y trabajadores. Más importantes son los atrasos en el pago a las empresas de gas y electricidad, que en muchos casos son controladas por los gobiernos regionales. En principio, todos estos pasivos podrían convertirse en capital social y someterse a subasta de la misma manera, y las utilidades de la venta de acciones se dividirían proporcionalmente entre las partes. El control de los proveedores por parte de los gobiernos locales —especialmente las compañías distribuidoras— podría contribuir a resolver los problemas de coordinación de los acreedores. Todas las solicitudes de pago deben convertirse y venderse simultáneamente a fin de evitar que se diluya el capital social de los compradores. También hemos evitado hacer una distinción entre los diferentes niveles de gobierno. Si bien actualmente gran parte de los impuestos en mora se adeudan al gobierno federal, la posibilidad de que estas deudas sean cobradas es menor que en el caso de las deudas de las empresas frente a los gobiernos regionales. La transformación del régimen de propiedad deberá incluir acuerdos entre los acreedores federales y regionales para anular estas deudas en el contexto de una relación fiscal continua entre los dos niveles de gobierno.

podrían oponerse a la liquidación de las empresas con el fin de cambiar su propiedad.

Sin embargo, junto con el régimen de quiebra, el mercado para la adquisición de empresas constituye un mecanismo paralelo para poner en vigor los derechos de propiedad. En vista del “atrincheramiento” del personal interno en las empresas rusas y la escasa probabilidad de que las normas sobre quiebra estimulen una reforma del régimen de propiedad en el corto plazo, habría que considerar seriamente la forma de estimular el mercado para la adquisición de empresas. El objetivo de esto sería crear nuevos propietarios mayoritarios, convirtiendo la deuda impositiva en capital social, que se vendería inmediatamente a inversionistas externos en subastas competitivas. En muchos casos, estas acciones convertidas, junto con las tenencias residuales en manos de las autoridades gubernamentales, constituirían un porcentaje importante del capital accionario.

Este enfoque presenta dos dificultades fundamentales: el “cautiverio” creado por los inversionistas y el creado por el Estado. En el primero, la transformación del régimen de propiedad ofrecerá nuevas oportunidades para la búsqueda de

renta económica a los propietarios-administradores de las empresas, que desean aumentar su control sobre los activos internos productivos. Como en el caso del programa de préstamos por acciones, la transformación del régimen de propiedad alentará a los inversionistas que tienen conexiones bien encubiertas con una empresa a presentar ofertas infladas, restringiendo así la competencia por el control de las empresas. Por otra parte, el cautiverio creado por el Estado se producirá si la transformación del régimen de propiedad conduce a la re nacionalización de las empresas privadas. Una transformación parcial (mediante la cual un órgano oficial convierte las deudas impositivas en acciones y espera la aparición de un inversionista aceptable) puede alentar también a los administradores estatales a restringir la licitación a las partes favorecidas o a distorsionar la subasta de acciones.

La evaluación de estos riesgos (cautiverio creado por inversionistas venales o autoridades gubernamentales) significa que las transformaciones orientadas a reestructurar el régimen de propiedad deben cumplir dos requisitos. Primero, el capital social adquirido recientemente debe venderse simultáneamente a

los inversionistas externos. La renacionalización parcial ha ocurrido en los casos en que las acciones adquiridas por organismos estatales no se han vendido, ya sea porque dichos organismos no quisieron renunciar al control o porque no se encontraron inversionistas adecuados. Segundo, las tenencias de acciones (deuda convertida y acciones residuales) deben venderse en un marco de cierta competencia entre los posibles inversionistas.

Por consiguiente, estos requisitos plantean un dilema fundamental para la adopción de un mecanismo de transformación del régimen de propiedad. Por un lado, la conversión simultánea de la deuda en acciones y la venta de las acciones resultantes sólo pueden lograrse si existe un interés previo de los inversionistas por adquirirlas. Por el otro, si el interés de los inversionistas es necesario antes de la conversión, ello impedirá una subasta competitiva.

Estos requisitos pueden conciliarse mediante la delegación. Al transferir las deudas impositivas en fideicomiso a un consorcio de inversiones o a una tercera parte, que venderá los derechos a comprar acciones antes de la conversión de la deuda, puede inducirse el interés de los inversionistas y garantizarse, al mismo tiempo, la transparencia de la transacción. En el recuadro se explica en detalle esta solución, a saber:

- Se transferirán los pagos en efectivo a las autoridades regionales, liquidándose así todos los atrasos pendientes frente a los gobiernos regionales y permitiendo que las empresas sean vendidas sin deuda tributaria.

- Se permitirá la formación de coaliciones entre inversionistas externos para reducir la propiedad del personal interno.

- Si se adopta un programa complementario coherente en respaldo de las reformas sociales, se inducirá a las autoridades regionales a no tratar a las empresas locales como una fuente de rentas y demostrará, mediante el ejemplo, que el suministro de administradores con incentivos para aumentar el valor de sus empresas y atraer la inversión externa es una forma más viable de proteger el empleo.

Este enfoque en materia de adquisición de empresas podría ser desaprobado sobre la base de que provee nuevos incentivos a los administradores para acumular atrasos en el pago de impuestos o que impediría a los acreedores el pleno ejercicio de sus derechos en el marco de la actual ley de quiebras. La primera objeción se fundamenta en el supuesto de que la transformación del régimen de propiedad constituye una salida fácil para

los administradores, lo cual no es cierto. Los atrasos serían convertidos (no condonados), según las circunstancias de cada caso, en transacciones en que la pérdida de propiedad de los administradores sería proporcional al monto de los impuestos en mora. La segunda objeción posible es que la transformación del régimen de propiedad sólo se aplicaría a las deudas del Estado; los derechos de los acreedores privados no serían afectados.

Conclusión

Los análisis plantean la interrogante de si es posible corregir los problemas del sector empresarial originados por el programa de privatización en gran escala en Rusia. Un reconocido experto en la reforma y privatización del sector público ha sostenido que los reformadores y prestamistas multilaterales deben dejar de dar prioridad a la velocidad de la reforma empresarial y dar mayor importancia a las transacciones más lentas y mejor preparadas que se lleven a cabo atendiendo a las circunstancias particulares de cada caso. (Nellis, 1999). El objetivo del plan piloto propuesto es crear un contexto en el cual puedan realizarse nuevas inversiones en empresas atrapadas en el círculo vicioso de la descapitalización, los atrasos, y la corrupción endémica.

La tesis de que una reforma liberal tradicional proveerá beneficios universales a largo plazo no bastará como instrumento de persuasión para los intereses creados con miras a modificar el status quo. Tampoco servirá de nada presionar a las autoridades para que hagan cumplir las “reglas del mercado”. La tarea central será crear una base de apoyo para la reforma ofreciendo respaldo a las empresas privadas y los gobiernos regionales reformistas de modo que puedan persuadir a las coaliciones que apoyan las actuales distorsiones económicas, o circunvenirlas. **F&D**

Referencias:

Banco Mundial, 1999, “Nonpayments Cycle in Russia Suffocates Economic Growth: Proposal of World Bank Economists,” *Transition*, vol. 10 (diciembre), págs. 1–5.

Gaddy, Clifford G. y Barry W. Ickes, 1998, “Russia’s Virtual Economy,” *Foreign Affairs*, Vol. 77 (septiembre-octubre), págs. 53–67.

Nellis, John 1999, “Time to Rethink Privatization in Transition Economies?” *Finanzas & Desarrollo*, vol. 36 (junio), págs. 16–19.



Raj Desai, Profesor Asistente de Desarrollo Internacional en la Escuela A. Walsh de Servicio Exterior de la Universidad de Georgetown.



Itzhak Goldberg, Especialista principal en la Dirección Sectorial de Finanzas y Desarrollo del Sector Privado, de la Oficina Regional de Europa y Asia Central del Banco Mundial.

NUEVAS PUBLICACIONES DEL FMI

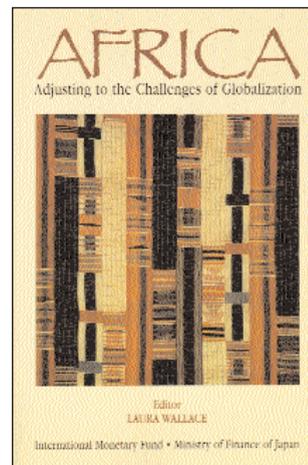
África

Adjusting to the Challenges of Globalization, compilado por Laura Wallace

Los países de África al sur del Sahara deben lograr un crecimiento económico mucho más rápido y adoptar políticas económicas, financieras y sociales más eficaces si desean reducir el número de personas que viven en la extrema pobreza. En este libro se presentan las actas de un seminario, organizado por el FMI y el Ministerio de Hacienda de Japón, sobre las posibilidades de acelerar el crecimiento de África. Participaron en las reuniones altos funcionarios de los gobiernos africanos y asiáticos, representantes de las instituciones multilaterales, donantes, investigadores y representantes del sector privado. Se debatió:

- Cómo mejorar el entorno de la inversión privada en los países africanos y sacar partido de la mundialización, reduciendo al mínimo sus riesgos.
- Cómo afianzar la contribución del Estado en lo que respecta al fortalecimiento de las capacidades, el buen gobierno, la gestión eficaz de los recursos públicos y el gasto público.

US\$23,50. En inglés (rústica) ISBN 1-55775-829-8 **Stock #AACGEA**



Post-Bubble Blues

How Japan Responded to Asset Price Collapse, compilado por Tamim Bayoumi y Charles Collyns

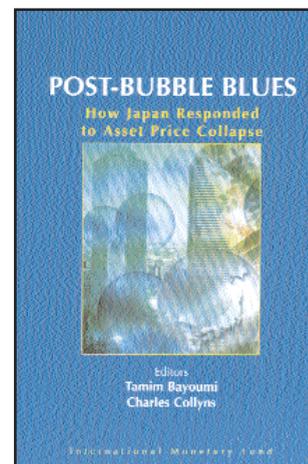
Japón representa más de la mitad del producto de Asia pero durante gran parte de la década de los noventa su economía se mantuvo prácticamente estancada y recién está emergiendo de la peor recesión en más de 50 años.

¿Qué hizo que la mayor economía de Asia —que había causado la envidia de todo el mundo— se quedara a la zaga de muchos otros países industriales? ¿Y por qué le llevó tanto tiempo recuperarse tras el estallido de la burbuja de los precios de los activos que se produjo a fines de los años ochenta?

Un equipo de economistas del Fondo Monetario Internacional examina en este libro las causas de los persistentes problemas económicos de Japón, la crisis de su sistema bancario, las razones de la débil inversión empresarial y los esfuerzos del gobierno por dar nuevo impulso a la economía.

En esta interesantísima historia de la economía japonesa, el mensaje —que la reforma bancaria y la reestructuración de las empresas son esenciales para lograr la recuperación— está respaldado por una meticulosa investigación.

US\$26,00. En inglés (rústica) ISBN 1-55775-872-7 **Stock #PBBHEA**



Para encargar estas publicaciones o solicitar un catálogo gratis de más de 1.500 publicaciones del FMI y servicios de información electrónica, sírvase llamar al número (202) 623-7430. Los pedidos y consultas pueden enviarse por fax al número (202) 623-7201 o por correo electrónico a publications@imf.org. El catálogo y la información relativa a pedidos pueden obtenerse también en <http://www.imf.org/publications>



Fondo Monetario Internacional

Servicio de publicaciones • 700 19th Street, N.W.
Washington, DC 20431 EE.UU.