

PRIVATIZACIONES



ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID

Número 49 / revista bimestral. Año IX

ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID

Número 49/Abril-Mayo de 1991

Consejo de Redacción

Emilio Ontiveros (Director)
 José María Pérez Montero (Secretario)
 J. Ignacio Bartolomé
 Jorge Fabra
 Francisco Fernández Montes
 José Luis García Delgado
 Francisco J. Gil García
 José Antonio Martínez Soler
 Rafael Myro
 Ignacio Santillana

Coordinación

M.ª Eugenia Callejón

Diseño y Maquetación

M.ª Angeles Sáenz

PortadaAcuarela original
de Eloísa Sanz**Redacción y Administración**

Colegio de Economistas de Madrid
 Hermosilla, 49 - 28001 Madrid
 Teléfonos: 576 80 64 - 576 80 68

Edita

Colegio de Economistas de Madrid

Produce

Celeste

Compone

FER Fotocomposición, S. A.

Imprime

Fareso, S. A.

Depósito legal

M-13.155-1983
 ISSN 0212-4386



El Colegio de Economistas de Madrid no comparte necesariamente las opiniones expresadas en los artículos publicados en ECONOMISTAS. Los únicos responsables son sus propios autores, que no siempre reflejan los criterios de las instituciones a las que pertenecen.

3 Editorial**En Portada**

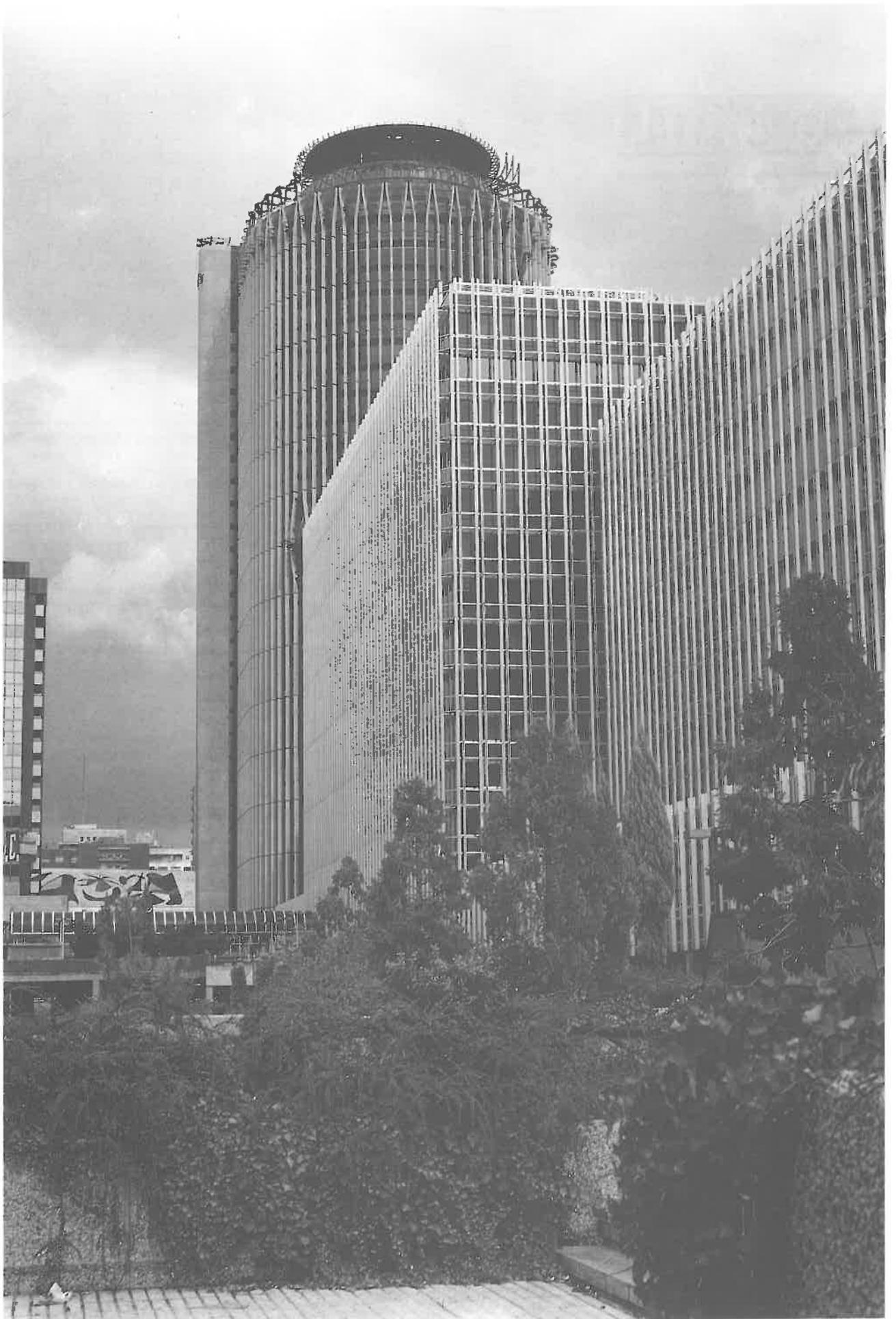
- | | | |
|----|--|---|
| 4 | <i>Arturo González Romero</i>
<i>M.ª José Lorenzo Segovia</i> | Un análisis de las políticas de privatización. Objetivos y controversias |
| 12 | <i>Francisco Mochón Morcillo</i>
<i>Rafael Isidro Aparicio</i> | Déficit público, eficiencia económica y procesos de privatización |
| 18 | <i>Julio Babecki</i>
<i>Luis Isasi</i> | Los procesos privatizadores, sus factores principales y su impacto en los mercados de capitales |
| 28 | <i>Claudio Aguirre</i> | Privatizaciones: su impacto en los mercados de capitales |
| 36 | <i>Adrian Gostuski</i>
<i>Pedro Pardillo</i> | Privatizaciones en Latinoamérica: características principales y aspectos diferenciales |
| 46 | <i>Germán González del Tanago Leilaouneur</i>
<i>Fernando Herrera</i>
<i>Santa María</i> | Mecánica de un proceso de privatización. Algunas experiencias |
| 52 | <i>Francisco Blanco Bermúdez</i>
<i>Jesús R. Mallo Nieto</i> | Métodos de valoración: en busca del precio justo |
| 60 | <i>Luis López van-Dam de Lorenzo</i> | Aspectos legales de las privatizaciones |
| 66 | <i>José Manuel Morán</i> | La ruptura del monopolio. El caso de las telecomunicaciones |
| 72 | <i>Marcial Campos Calvo-Sotelo</i>
<i>Antonio Carro Marina</i> | Tendencias hacia las privatizaciones en el sector de las telecomunicaciones |

Tribuna

- | | | |
|----|--|---|
| 78 | <i>Francisco J. Gil García</i>
<i>Carmelo Lacaci de la Peña</i> | Economistas en el Gobierno |
| 82 | <i>Emilio Zurutuza</i> | La gestión de la calidad total: un reto con futuro |
| 92 | <i>Francisco Albuquerque</i> | El (des)orden económico internacional y la Guerra del Golfo |
| 98 | | Una librería para economistas |

99 Libros

Coordinadores de la sección «En Portada» de este número: *Ignacio Santillana* y *Jesús R. Mallo*, Telefónica Internacional.





Privatizaciones

Las privatizaciones o desinversión del Estado en la actividad empresarial es uno de los fenómenos más destacados de los últimos años en el comportamiento económico. Dicho fenómeno se manifiesta tanto en países desarrollados como subdesarrollados, con economía capitalista como centralizada, y abarca a empresas de sectores diversos con posicionamiento económico precario y boyante.

En este sentido, es un hecho general que marca nuevas pautas en el modelo de gestión, en donde se prima la iniciativa privada y la responsabilidad individual. Por el contrario, el movimiento privatizador implica una ideología que niega el papel de la intervención del Estado como motor para la modernización y el cambio económico, relegándole a un papel de mero regulador de la actividad.

Siendo la búsqueda de la eficiencia el motivo generalmente alegado para la desinversión, las privatizaciones son, en la mayoría de los casos, una respuesta pragmática a los problemas macroeconómicos y financieros de determinados países, o bien, una alternativa al modelo económico. Además, en la mayoría de los casos, representan un intento de mejorar los servicios públicos crecientemente deteriorados y una respuesta a las constantes exigencias del ciudadano.

A esta variedad de aspectos responde el presente número de *ECONOMISTAS*, tratando de describir el por qué se privatiza, qué fuerzas políticas y sociales subyacen en el movimiento, y quién participa en las privatizaciones. Con este conjunto de artículos, *ECONOMISTAS* trata de arrojar luz al planteamiento tradicional de A. Smith «*When the Crown lands have become private property, they would, in the course of a few years, become well improved and well cultivated*».

(The Wealth of Nations).

Un análisis de las políticas de privatización. Objetivos y controversias

1. Introducción

La privatización ha significado el renacimiento de un último dogma dentro del pensamiento económico más liberal (1). A la demanda de renuncia por parte de las autoridades económicas a las políticas de *fine tuning*, ha seguido, fundamentalmente a partir de 1982/83 y de la mano del primer Gobierno Thatcher, el auge del movimiento privatizador. Ya no sólo se pretende una menor intervención del Estado en el funcionamiento de la economía, sino más aún, su retirada de sectores y actividades productivas en favor de la iniciativa privada.

En la actualidad se puede afirmar que la política privatizadora se ha convertido en un fenómeno internacional. Si bien el Gobierno de M. Thatcher fue el primero en diseñar una estrategia de privatizaciones sobre la base de criterios económicos e industriales precisos, esta iniciativa obtuvo inmediato respaldo en programas de tono similar en Francia (1985), bajo el Gobierno Chirac, en Canadá y en Estados Unidos y fue seguida asimismo, aunque de forma menos manifiesta, en otros países, como por ejemplo España. Posteriormente, numerosos países latinoamericanos y del sudeste asiático se han visto igualmente involucrados en estas privatizaciones, aunque bien es verdad que por razones de índole muy diferente.

Más recientemente, el deseo de la Europa Oriental de transformar sus sistemas de planificación central en economías de mercado, va a dar origen a uno de los mayores procesos reprivatizadores de la historia, dado que la práctica totalidad del aparato productivo de estos países es propiedad del Estado. Desde el punto de vista occidental, este proceso va a ser significativo sobre todo para Alemania, donde el correcto funcionamiento del sector público ha amortiguado los impulsos privatizadores, y ahora, tras la unificación, se encuentra obligada a forzar una privatización real de sectores que tradicionalmente eran estatales.

En la práctica totalidad de los países mencionados, tanto el número de empresas como al abanico de sectores comprometidos en el proceso de privatización son muy importantes. Si se tratara de concretarlos, cabría referirse, dentro de los sectores que han sido tradicionalmente objeto de control por parte del sector público, a los de energía —petróleo, gas, carbón y electricidad—, transportes —ferrocarriles y compañías aéreas—, industrias básicas —siderurgia, construcción naval y automóviles— y comunicaciones —correos y telecomunicaciones—. Todos ellos son sectores clave en las economías actuales, bien por su im-

Arturo González Romero
M.^a José Lorenzo Segovia
Profesores titulares del Departamento
de Análisis Económico. UCM

portancia estratégica, bien por su participación en el presupuesto de los respectivos países.

Los procedimientos de privatización han resultado ser notablemente diversos, teniendo un impacto muy significativo sobre el entorno de los países citados. Cinco son las técnicas utilizadas para atraer al sector privado a áreas previamente de dominio público. En primer lugar, la privatización propiamente dicha, es decir, la venta de un activo público a otra empresa ya existente en el sector privado (generalmente, se trata de empresas de tamaño pequeño y mediano). En segundo lugar, la supresión de regulaciones que impiden al sector privado competir con una empresa monopolística nacionalizada (desregulación), introduciendo además otras nuevas que garanticen una competencia leal en el mercado. En tercer lugar, la subcontratación de servicios públicos con las empresas privadas, pero bajo la responsabilidad última del Estado. Finalmente, el objetivo de transferencia masiva de empresas públicas al sector privado, algunas de ellas de tamaño difícil de absorber por este último, y la necesidad de crear un interés público en favor de la privatización de las propiedades públicas, ha dado origen a las dos restantes modalidades técnicas de privatización: la venta de empresas públicas al conjunto de directivos y trabajadores de la propia empresa, y la oferta pública de acciones. Ambas modalidades han involucrado en el proceso a cientos de miles de trabajadores y a millones de accionistas individuales.

El objetivo de este artículo es, en primer lugar, establecer las bases sobre las que, desde una óptica de economía libre de mercado, se fundamenta la intervención del Estado en la actividad productiva; en segundo lugar, examinar los objetivos y ventajas pretendidas con la privatización; y en tercer lugar, destacar, dentro de la polémica surgida en torno a la privatización, aquellos aspectos que, desde un punto de vista teórico, resultan más críticos para enjuiciar los beneficios derivados de la misma.

2. Fundamentos para la intervención del Estado

Durante los años sesenta y setenta, y dentro de la mayor parte de las economías occidentales, se registró una creciente participación del sector público en la actividad productiva, dando origen a las denominadas «economías mixtas» de mercado.

En particular, el FMI señala que, entre los años 1974-77, las empresas públicas de un total de 77 economías mixtas realizaron el 13,5 % de la inver-

sión total llevada a cabo en las mismas, cifra que ascendía al 16,5 % en el caso de excluirse la economía norteamericana. Para los países en desarrollo, la participación de la inversión total fue aún superior, alcanzando el 20 %, cifra esta similar a la de algunos países desarrollados, como el Reino Unido y Australia.

En algunos sectores específicos el predominio del sector público al final de los años setenta era aún muy superior. Así, en numerosos países alrededor del 75 % de las telecomunicaciones, suministros de electricidad y gas, carbón, ferrocarriles y compañías aéreas pertenecían al sector público; por otra parte, en algunos países el Estado tenía una participación similar en la producción de petróleo y las industrias del acero, construcción naval, automóviles y aeroespacial.

En términos de empleo, el número de trabajadores ocupados en los sectores señalados resulta muy elevado; en 1981-82 las industrias nacionalizadas en Italia y el Reino Unido empleaban a 1,3 y 1,6 millones de trabajadores respectivamente, mientras que alrededor de 500 empresas públicas en Francia empleaban a 2,4 millones de trabajadores (2).

En este contexto parece prudente preguntarse, desde una posición teórica, por la racionalidad de la intervención pública en los mecanismos de asignación de recursos productivos en una economía libre de mercado. A partir de ahí, se podrá investigar la conveniencia o no de la intervención, bien tenga ésta lugar mediante la creación de una *empresa pública*, o bien mediante otra de sus tres alternativas, las cuales excluyen la necesidad de la propiedad estatal de los medios de producción; nos referimos en concreto a la *regulación* del marco legal en el que operan los agentes privados, la aplicación de *políticas antitrust*, y el manejo de *incentivos* (impuestos y subvenciones) con finalidad de modificar la conducta de los agentes privados.

Es bien sabido que el modelo básico de equilibrio general competitivo muestra cómo es posible compatibilizar las decisiones tomadas autónomamente por un conjunto de agentes económicos privados, empresas y consumidores, en la búsqueda de sus objetivos particulares (maximización del beneficio y de la utilidad, respectivamente), si el mecanismo descentralizado de asignación de los recursos es el mercado y sus precios. Además, este equilibrio competitivo resulta ser eficiente en el sentido de Pareto, lo que significa que no es posible redistribuir la asignación de recursos resultante de forma que se incremente el bienestar de, al menos, uno de los agentes a no ser a costa de deteriorar el bienestar de alguno de los restantes.

A partir de este importante desarrollo de la teoría económica convencional, de la que es plenamente participe la ideología liberal, es siempre preferible la propiedad privada sobre la pública, a menos que pueda demostrarse que el bienestar individual puede incrementarse, bajo determinadas circunstancias, sustituyendo la empresa privada por la empresa pública. Lo mismo puede decirse con referencia a las otras formas alternativas de intervención del Estado antes mencionadas: regulación, política antitrust e incentivos.

En principio, bajo una postura liberal, la única circunstancia que justifica la intervención pública es la existencia de *fallos de mercado*, en tanto que los mismos impiden que el mecanismo de mercado, vía precios, asigne los recursos de forma eficiente en el sentido de Pareto. Por ello, se abre la posibilidad de que el Estado intervenga a fin de alcanzar, dados los recursos y las posibilidades tecnológicas de la economía, una asignación de recursos que sí sea eficiente en el sentido de Pareto. Los fallos de mercado son, por tanto, una condición necesaria (y no suficiente) para la intervención del sector público (2).

Cuatro son los fallos de mercado que de forma más común se observan en las economías actuales. Primero, la existencia de *efectos externos* (positivos o negativos), surgidos cuando la actividad desarrollada por un agente tiene una incidencia no registrada por el sistema de precios en términos de beneficio o coste sobre la actividad de otro u otros agentes. Segundo, la existencia de *bienes públicos* para los que el mercado resulta incapaz de proveer una oferta suficiente debido a que, o bien el coste marginal de admitir un consumidor adicional es cero y/o bien no existe la posibilidad práctica de excluir a consumidores particulares del disfrute colectivo del bien. Tercero, la existencia de rendimientos crecientes a escala (costes medios decrecientes) que determinan la aparición de un *monopolio natural*. Y cuarto, la *falta de competencia* en los mercados, fruto de la cual aparece el monopolio y el oligopolio.

Conviene dedicar una atención especial al monopolio natural. Este tipo de mercado está muy presente en la oferta de determinados servicios públicos tales como el suministro de agua, gas, electricidad, red de ferrocarriles y red de comunicaciones telefónicas. En tales sectores es obligado incurrir en unos elevados costes fijos o de establecimiento de la red de suministros, resultando extremadamente caro e ineficiente disponer de dos o más empresas que para competir han de invertir en gastos de tamaño cuantía. En este caso, si un monopolista privado controla el mercado, el

precio del servicio superaría al coste marginal y los servicios ofrecidos resultarían ineficientes. El control público de este monopolio permitiría, alternativamente, eliminar la ineficiencia en la asignación de los recursos, aunque plantearía problemas de financiación del servicio (3).

Bien es verdad, sin embargo, que, desde una concepción menos liberal, y observando la forma tradicional de operar por parte de las empresas públicas, apreciablemente diferente de las empresas privadas en lo que se refiere a política de precios y financiación, y tipo de actividad de sus sectores, se puede concluir que la intervención del Estado tiene también comúnmente como objetivo el alcanzar una determinada *estructura de pagos compensatorios* entre los agentes económicos. Así, por ejemplo, en el caso de la existencia de un monopolio que permite generar elevados beneficios, la propiedad privada del mismo determina que los beneficios pertenecerán íntegramente al propietario de la firma, mientras que, si la propiedad es pública, éstos se distribuirán entre directivos, trabajadores, consumidores y Estado mediante un complicado proceso de compatibilización de los intereses de los diferentes grupos.

3. Objetivos de la privatización

El examen del reciente fenómeno privatizador debería circunscribirse al citado contexto teórico. Los objetivos del mismo, desde la óptica más liberal, deben pretender consolidar el buen funcionamiento del mecanismo de mercado, detrayendo de las iniciativas públicas únicamente aquellas actividades productivas que no están sujetas a fallos del mercado, y que, sobre la base de la teoría general, deben funcionar en manos privadas al menos tan bien como bajo propiedad pública.

Sin embargo, al analizar las estrategias privatizadoras seguidas por diferentes gobiernos, no se detecta en ellas un único y definido objetivo en términos de alcanzar una mayor eficiencia asignativa, sino que, por el contrario, los gobiernos parecen pretender alcanzar un conjunto ponderado de objetivos (4). Por otro lado, a medida que los programas de privatización se van completando, los objetivos perseguidos generalmente se alteran (5). No obstante, es posible sintetizar algunos de los objetivos que con mayor universalidad se han presentado en los programas de privatización.

3.1. Eficiencia

Desde un punto de vista económico, el incre-

mento de la eficiencia, junto con el aumento de la competencia, son las razones últimas que justifican los procesos de privatización. De hecho, una mayor eficiencia fue la razón esgrimida por el gobierno de Mrs. Thatcher en 1982/83 para iniciar su programa privatizador.

Con frecuencia se ha afirmado que las industrias fuertemente influidas por el Estado, ya sea éste agente productor, consumidor o proveedor, son, en general, poco competitivas internacionalmente, debido a su menor eficiencia y falta de dinamismo empresarial (6). En particular, la evidencia parece sugerir que las empresas públicas tienden a ser económicamente menos eficientes y menos rentables que las empresas privadas de la misma naturaleza. Así parece ocurrir en el Reino Unido, Italia y España (7). Sin embargo, esta experiencia no es universal, ya que países como Austria, Alemania y Francia presentan ejemplos de empresas públicas eficientes y con excelentes resultados (8).

Frente a la evidencia más convencional, es preciso hacer notar la dificultad que entraña realizar estudios en este sentido, por cuanto la misma empresa o servicio es difícil que se encuentre bajo las mismas condiciones cuando ésta era de propiedad pública que cuando ha sido privatizada, por lo que cualquier diferencia apreciada en sus resultados puede ser atribuida al no cumplimiento de la cláusula *ceteris-paribus* (fase del ciclo económico internacional, protección exterior, cambio tecnológico, aparición de productos sustitutivos, etc.).

Sin embargo, sí que existen algunas claras ganancias de eficiencia que la privatización, en general, puede ofrecer, y sobre las que es de esperar una menor discrepancia. Nos referimos, en primer lugar, a la pérdida de eficiencia que resulta de las *restricciones a la competencia abierta en compras y contratos de empresas con el sector público* (o empresas públicas).

Algunos ejemplos pueden ilustrar el tema. Así, frecuentemente, el Estado ajusta artificialmente los precios pagados por las empresas públicas a los suministradores de «inputs» básicos, como forma de conceder una subvención oculta a las empresas proveedoras. Ello puede tener importantes repercusiones para las industrias proveedoras (telecomunicaciones, defensa, material de transporte, etcétera): falta de incentivos a la innovación, productos con especificaciones y calidades que están ya fuera de vigencia en los mercados, obstruccionismo político en las decisiones de adquisición, y compras realizadas sin adecuados concursos competitivos. Otro ejemplo son las transferencias dentro de las diferentes unidades de una misma

empresa en favor de ciertas producciones cuyos precios se desean mantener a niveles artificialmente bajos. Sin duda, las ganancias de eficiencia resultantes de modificar estas prácticas estatales serían importantes (9).

En segundo lugar, otros efectos positivos de la privatización sobre la eficiencia asignativa son los derivados de la supresión de las intervenciones discriminadoras del Estado hacia las empresas públicas mediante su *política de incentivos*, bien controlando sus precios, o bien concediéndoles subvenciones.

Las empresas públicas producen con frecuencia bienes y servicios hacia los cuales existe un alto grado de sensibilidad política, o bien son inputs básicos para sectores industriales en graves dificultades. Por ello, es frecuente que el Estado, como propietario de la empresa, decida mantener los precios de estos bienes artificialmente bajos, sin considerar generalmente los efectos de esta medida sobre la rentabilidad empresarial.

Desde esta óptica, la privatización puede convertirse en un remedio que permita eliminar estos incentivos, distorsionadores de una asignación eficiente. Los inversores privados, por ejemplo, no están dispuestos a aceptar controles de precios a no ser que los mismos favorezcan la rentabilidad futura de la empresa. Ni tampoco las empresas privatizadas aceptarán el subvencionar a otras industrias a través de los precios pagados por los «inputs». En suma, el Estado se verá obligado a establecer acuerdos transparentes con el sector privado que le garantice sus suministros.

3.2. Competencia

Uno de los objetivos perseguidos por numerosos gobiernos con la privatización es el de la intensificación de la competencia en los mercados financieros y de productos. La competencia es, en último término, el único garante de que la asignación de recursos físicos y financieros producida de forma descentralizada a través del mercado sea eficiente.

Por consiguiente, la privatización ofrece también *ganancias de eficiencia si, a través de ella, se logra una mayor competencia* en el mercado nacional. Las políticas antimonopolio estrictas y la eliminación de regulaciones cuya aplicación limita la entrada de nuevas empresas o conducen a la consolidación de cárteles, son prácticas que deben aparecer intrínsecamente involucradas con las operaciones de privatización, cuando el objetivo último de éstas es la intensificación de la competencia.

3.3. Capitalismo popular

En primer lugar, la privatización ha pretendido que, mediante la posibilidad de *participación de los trabajadores en la propiedad de las empresas*, ésta sirviera para mejorar las relaciones laborales dentro de la industria, así como para motivar e inyectar entusiasmo a los trabajadores. Las autoridades británicas, sobre todo a partir de 1985, han considerado este objetivo como uno de los más atractivos que ofrecería el programa de privatizaciones. Así, las grandes privatizaciones británicas han significado que más del 90 % de los trabajadores empleados en estas empresas se hayan convertido en propietarios de las mismas, con participaciones incluso superiores al 10 % del capital social. Para ello los trabajadores se han visto agraciados por un amplio conjunto de incentivos a su participación en la propiedad empresarial, que van desde la cesión gratuita de acciones, ofertas especiales y prioridades de compra, hasta la compra misma de la empresa por parte de directivos y trabajadores conjuntamente. Otros países en cuyos programas de privatización se ha seguido este tipo de modelo han sido Francia, Jamaica y Turquía.

En segundo lugar, hay un importante efecto de las operaciones de privatización no anticipado inicialmente, que ha supuesto una transformación radical de la composición de los mercados de capitales, dando origen a lo que se ha denominado «*capitalismo popular*». Algunas cifras aclaran la situación: en 1984, el porcentaje de población propietaria de acciones en Japón y Estados Unidos era del 17 y 19 %, respectivamente; en Francia y el Reino Unido, este porcentaje se reducía al 8 %. Sin embargo, las privatizaciones han logrado multiplicar el número de accionistas. Así, en el Reino Unido y Francia los accionistas han pasado de 2 y 1,5 millones en 1979 a, aproximadamente, 9 y 5,5 millones, respectivamente, diez años después.

3.4. Déficit público

Toda privatización es una transacción financiera. Esta es reducida cuando se trata de la liquidación de una empresa pública deficitaria, en la que los ingresos públicos inmediatos son reducidos, aunque los beneficios financieros a largo plazo pueden resultar elevados como consecuencia de la desaparición de subvenciones y ayudas que se venían concediendo a la empresa. En general, sin embargo, se trata de *transacciones financieras importantes* que resultan tener un efecto inmediato y fácilmente estimable sobre la situación presupuestaria del Estado y su nivel de endeudamiento; ma-

yor aún, si se tiene en cuenta que la venta de una empresa pública es equivalente a la venta de un activo, y que por tanto su precio de venta incorpora la capitalización del futuro flujo de beneficios esperados de la empresa.

Sin duda se ha observado una importancia creciente del objetivo de reducción del déficit público en los programas de privatización. Así, el Reino Unido, en 1985, al reconsiderar los objetivos de su programa de privatizaciones, hacía referencia a este objetivo. Ello es aún más cierto para numerosos países en desarrollo que, obligados a afrontar agobiantes problemas derivados de la elevada magnitud de sus déficit públicos y deuda exterior, han emprendido extensos programas de privatización. El riesgo principal en este sentido radica en que las necesidades de recaudación de estos Estados los conduzca a la privatización de aquellas industrias que por su posición estratégica y monopolística hacen poco aconsejable su venta.

3.5. Regulación

La privatización de las compañías de numerosos servicios públicos tales como el agua, el gas y el teléfono, es difícil de aceptar por cuanto, como anteriormente se mencionó, su posición dominante en el mercado la condiciona a comportarse monopolísticamente. *Su privatización debe conllevar una normativa reguladora* de su actividad, que compatibilice los intereses de consumidores e inversores.

Existen todavía pocos ejemplos de privatización en esta área, aunque una vez más el Reino Unido ha actuado como pionero, privatizando British Telecom y British Gas, y teniendo en fase de privatización los servicios de agua y electricidad. Otro buen ejemplo por su importancia, es la privatización de la Nippon Telephone and Telegraph en Japón. En todas estas privatizaciones, el núcleo del proceso ha residido en la definición del marco legal en el que han de operar los nuevos agentes privados. En el Reino Unido la regulación ha pretendido establecer unos principios generales claros y precisos, comprensibles para el público en general y que, simultáneamente, permiten al Estado mantener un control implícito sobre los precios. En concreto, se ha definido una relación estricta entre el precio medio cargado por el servicio privatizado y el índice general de precios al por menor, con matizaciones obligadas como consecuencia de posibles aumentos en los costes de los *inputs* y de incrementos en la productividad.

3.6. Mercado de capitales

Finalmente, las privatizaciones han dado lugar a una profundización y ensanchamiento de los mercados de capitales al inducir un importante incremento en el número de inversores, así como un fuerte aumento de la capitalización de estos mercados. En un apartado anterior ya nos hemos referido al incremento en el número de inversores. Por lo que respecta a la capitalización, entre 1980 y 1987, la capitalización de la Bolsa de Londres creció en un 700 %, mientras que la de Nueva York creció sólo en un 310 %. Bien es verdad que este mayor crecimiento se debe en parte al comportamiento de los precios de las acciones y a la liberalización del sistema financiero británico, pero también es cierto que la salida al mercado por operaciones de privatización de 15.000 millones de libras ha debido de tener un papel importante.

Cabe destacar dos efectos derivados de la expansión registrada por los mercados financieros. Primero, el fuerte incremento en el número de inversiones ha *ampliado enormemente las posibilidades de financiación de las empresas* mediante el recurso a los mercados de valores. Segundo, se ha producido una mayor internacionalización de los mercados financieros; de hecho la política de privatizaciones *ha estimulado en general la penetración de la inversión extranjera*, aunque los países han practicado a este respecto políticas diferenciadas; así, Japón, cuyo programa de privatizaciones es, junto con los de Francia y Gran Bretaña, el más importante del mundo, no ha permitido que ni una sola acción tenga comprador extranjero; en Gran Bretaña y Francia, por el contrario, se ha previsto para los inversionistas extranjeros una significativa parte de las emisiones, 15 y 20 %, respectivamente. No obstante, en general, sean cuales fueren las regulaciones, la limitación de las inversiones extranjeras en estos ámbitos resulta extremadamente difícil.

4. La polémica sobre privatización

Numerosas críticas han sido avanzadas en relación con un programa privatizador. Algunas de ellas son bien conocidas: se está procediendo a la venta de activos nacionales que nunca podrán volver a ser recuperados; se está realizando a precios «demasiado» bajos; conlleva cierta corrupción política; limita la puesta en práctica de una estrategia industrial coherente y necesaria para un desarrollo económico sólido del país; amenaza la continuidad en la oferta de servicios y el deterioro de su cali-

dad; los intereses de los consumidores se verán notablemente desprotegidos, sobre todo en materia de precios; los salarios se reducirán y se producirá la pérdida de puestos de trabajo y el deterioro de las condiciones de empleo; dejarán de realizarse inversiones, principalmente en el área de I+D, necesarias para aprovechar el potencial y la capacidad de competir de las empresas en los mercados internacionales (10).

Sin embargo, desde un punto de vista teórico, nos gustaría llamar la atención sobre dos aspectos que, aun siendo raramente mencionados, resultan fundamentales para la consideración de la eficacia de la intervención del Estado en la actividad productiva y la necesidad de la privatización. En concreto nos referimos a las reglas y objetivos asignados por el Estado a las empresas públicas, y a la importancia relativa que para la asignación de recursos tienen los conceptos de competencia y privatización.

La falta de equiparación en las reglas de comportamiento de las empresas públicas y privadas es la razón fundamental para explicar la posible diferencia observada entre los resultados de las mismas (11). Las interferencias que en las decisiones empresariales de las empresas públicas puede ejercer el control político determinan la aparición de contradicciones entre los objetivos macroeconómicos y distributivos asignados a la empresa pública (sostenimiento del nivel de empleo, políticas salariales, mantenimiento de precios bajos en determinados servicios con fines equitativos, etc.), bien con carácter coyuntural o bien debidos a las presiones ejercidas por diferentes grupos sociales, y los objetivos de rentabilidad y maximización del beneficio propios de la empresa privada. En este contexto, y como forma alternativa a la privatización, existen dos posibilidades de compatibilizar estos objetivos: uno, proceder a aproximar la estructura organizativa de la empresa pública a la de la empresa privada, tanto en lo que se refiere a objetivos como a reglas de comportamiento; y dos, proceder a una *privatización parcial* que, al introducir intereses privados en la gestión de la empresa, evita que los objetivos de rentabilidad se vean relegados a un segundo plano, favoreciendo desde su posición una gestión eficaz de la empresa.

Por otra parte, la competencia es la garantía para que un mercado asigne los recursos eficientemente. Por ello, *no deben confundirse las ganancias de eficiencia debidas a la privatización con las derivadas de un aumento en la competencia*. Estas segundas pueden ser alcanzadas siempre a través de una adecuada regulación, sin necesidad

de recurrir a procesos de privatización. Por otro lado, la privatización por sí misma no produce mayor competencia y eficiencia en el sistema (12). Puede, perfectamente, sustituirse un monopolio público por un monopolio privado, o bien venderse las empresas públicas a la competencia privada; estas medidas no generarían comportamientos más competitivos y, en consecuencia, tampoco asignaciones más eficientes.

En definitiva, y para concluir este análisis, es importante tener bien presente que, con motivo de la próxima realización del *Mercado Unico europeo*, existe la posibilidad de que los numerosos procesos de privatización y regulación actualmente en marcha den origen a organizaciones y regulaciones de las industrias diferentes en los diferentes países, lo que no favorecerá a la competencia internacional en Europa, pudiendo además constituirse en auténticos sustitutos de las barreras comerciales. □

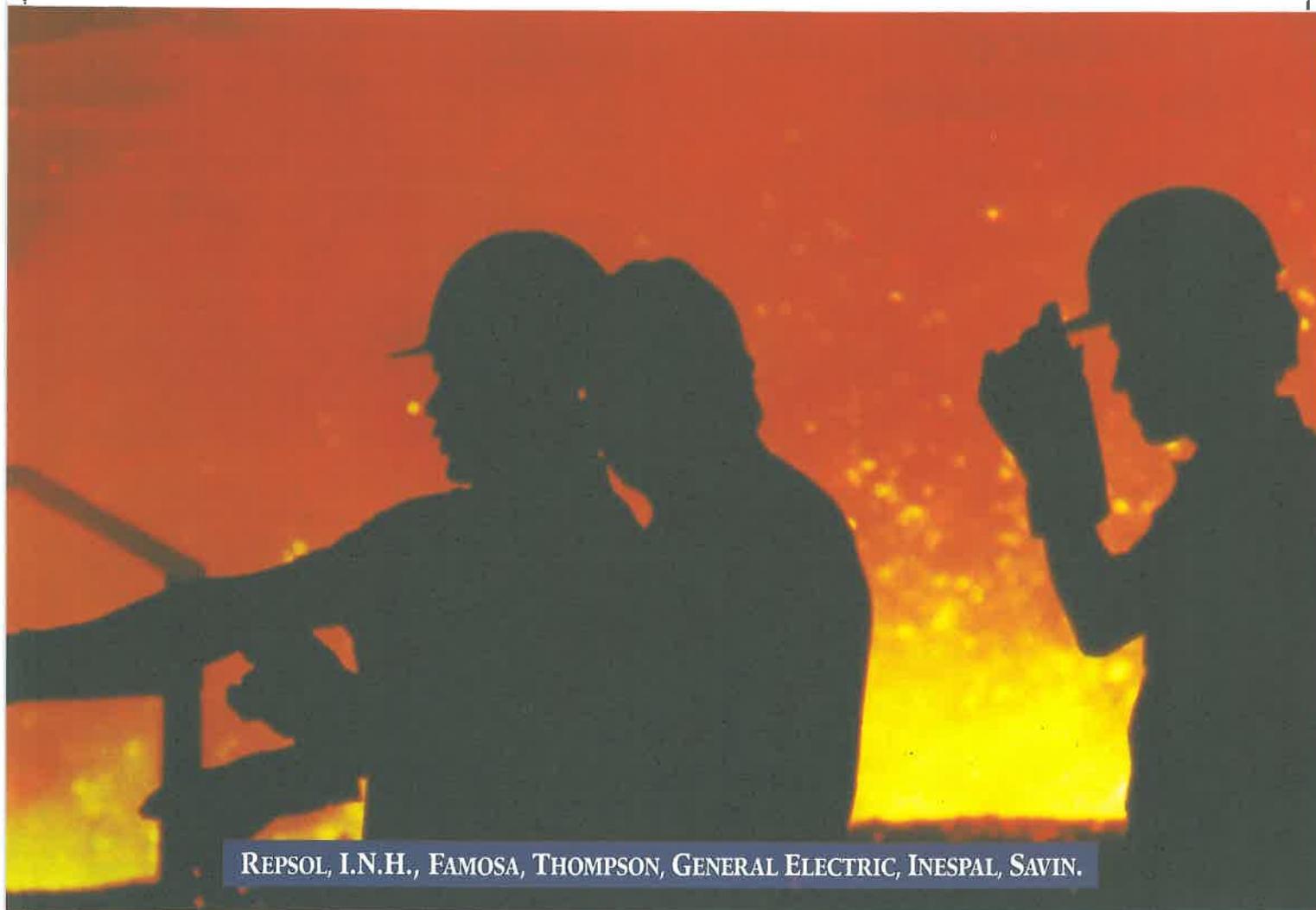
NOTAS

- (1) Argumentos favorables a la privatización aparecen citados ya en la obra de Adam Smith.
- (2) Para una información más detallada sobre el peso del sector público en las economías europeas, puede consultarse Parris et al. (1987) y Cointreau (1986). Con referencia a España, véase Myro (1987).
- (3) Véase Rees (19).
- (4) Así, en el caso del Reino Unido, mientras que el objetivo básico del primer programa privatizador era el de incrementar la eficiencia, posteriormente este objetivo se ha visto acompañado de otros que han llegado a considerarse incluso más importantes, en concreto, la promoción del capitalismo popular y el saneamiento financiero del sector público.
- (5) Sobre este tema, y en referencia a España, puede consultarse Myro (1987).
- (6) Véase, por ejemplo, Encaoua (1991).
- (7) Para el caso español, véase Novales et al. (1987).
- (8) Véase, a este respecto, Rees (1984) capítulo 2. El estudio empírico más reciente comparando los resultados de empresas públicas y privadas en Francia y el Reino Unido, Estrion y Perotin (1991), confirma la imposibilidad de categorizar adecuadamente una respuesta en esta materia.
- (9) El informe Cecchini estimaba que las ganancias de eficiencia para el conjunto de la economía como consecuencia de la eliminación del proteccionismo gubernamental a los mercados públicos ascendería a medio punto del PIB.
- (10) Referencias a estas críticas aplicadas a programas concretos de privatización pueden encontrarse en Letwin (1988).
- (11) Véase, sobre este punto, Segura (1987).
- (12) Segura (1990) se refiere con precisión a este hecho.

BIBLIOGRAFIA

- Cointreau, E. (1986): *Privatización*, ed. Unión Editorial, Madrid.
- Encaous, D. (1991): «Regulatory Reform and Liberalization», *International Journal of Industrial Organization*, pp. 1-7.
- Estrion y Perotin (1991): «Does Ownership Always Matter», *International Journal of Industrial Organization*, 1991.
- Letwin, O. (1988): «Privatising the World», ed. Cassell Educational, Londres.
- Myro, R. (1987): «Privatization: The Spanish Experience», Ponencia presentada al congreso *Privatization in the European Community: A Comparative Perspective*, Maastricht, diciembre.
- Novales et al. (1987): *La Empresa Pública Industrial en España*, FEDEA.
- Parris, H.; Pestian, P., y Saynor P. (1987): *Public Enterprise in Western Europe*, ed. Croom Helm, Londres.
- Rees, R. (1984): *Public Enterprise Economics*, ed. L.S.E. Handbooks in Economic Analysis, 2.ª edición, Londres.
- Segura, J. (1987): «Public European Firms in the 90's: Policies and Instruments», Conferencia invitada al XI International Meeting of the European Centre for Public Enterprises, Viena.
- Segura, J. (1990): Discurso «Premio Rey Juan Carlos de Economía», Banco de España.

Decenas de empresas han confiado la jubilación de 100.000 trabajadores al mismo banco: BBV.



REPSOL, I.N.H., FAMOSA, THOMPSON, GENERAL ELECTRIC, INESPAL, SAVIN.

Los Planes de Pensiones del Sistema de Empleo y Asociado son sistemas de Ahorro y Previsión destinados a mejorar los ingresos de los trabajadores a partir de su jubilación. Constituyen una nueva modalidad de retribución en forma de **salario diferido**, que se acumula para asegurar un retiro confortable o que, llegado el caso, supone un seguro de vida.

Para las empresas, un Plan de Pensiones de Empleo es además una interesante fuente de desgravación fiscal.

El BBV es el primer banco especializado tanto en Asesoramiento y Consultoría de Previsión como en Gestión de Fondos de Pensiones.

En estos momentos administra un patrimonio en Fondos de Pensiones superior a 70.000 millones de pesetas, para cerca de 100.000 trabajadores.

Si desea información sobre cómo poner en marcha un Plan de Pensiones para sus empleados o asociados, cualquiera que sea el tamaño de su empresa, y conocer las diferentes alternativas existentes, llame al banco especialista, el BBV.

BBV FONDOS DE PENSIONES
Alcalá, 45 - 28014 MADRID
Tfnos. (91) 374 33 55 / 374 34 16



BANCO BILBAO VIZCAYA

Déficit público, eficiencia económica y procesos de privatización

1. Introducción

A lo largo de la década de los ochenta los países industriales han llevado a cabo unas políticas económicas con objetivos a medio plazo que, en buena medida, estaban condicionados por las lecciones recibidas de la crisis de la década anterior. La estabilidad de los precios se presentó como la principal meta, una vez admitido que el desequilibrio de éstos era el principal problema al que se enfrentaban las economías desarrolladas. El segundo pilar sobre el que se articuló la política económica tuvo por objeto tratar de hacer más eficiente el funcionamiento de los mercados en general y del aparato productivo en particular. Se partía de la consideración de que el crecimiento del sector público durante los años anteriores había limitado el dinamismo de la iniciativa privada, provocando una desaceleración del desarrollo económico que, a su vez, llevó a unos preocupantes niveles de paro.

Para controlar la inflación se llevó a cabo una política monetaria de corte restrictivo mientras que, para afrontar el problema del sector público manifestado en el excesivo crecimiento de su gasto, la presión fiscal y el fuerte déficit, la estrategia se ha concretado, a nivel macroeconómico, en la toma de medidas que controlen el déficit para, seguidamente, emprender actuaciones dirigidas a limitar la participación del sector público en la economía. En este sentido, algunos países han decidido reducir los tipos impositivos y reformar la fiscalidad pretendiendo estimular la iniciativa privada y reducir el peso del sector público.

Junto a estas políticas se han planteado otras de carácter microeconómico cuya finalidad es actuar sobre aquellos mercados que hayan revelado un funcionamiento deficiente o rígido. Las actuaciones, en general, se han dirigido a eliminar los obstáculos que impiden el ajuste entre la oferta y la demanda, potenciando iniciativas tendentes a flexibilizar el mercado de trabajo, a propiciar la eficiencia en el proceso de asignación de recursos, estimulando la competencia bancaria y la liberalización de los mercados financieros. Asimismo, se ha tratado de desregular la actividad económica, intentando eliminar las trabas innecesarias que dificultan el libre ejercicio de la iniciativa privada y encarecen los costes de producción de empresas.

Este intento de potenciar la iniciativa privada también se ha concretado en un proceso encaminado a privatizar determinadas empresas públicas. Las políticas de privatización y desnacionalización adoptadas especialmente en Francia y en el Reino Unido, además de fomentar la eficiencia econó-

Francisco Mochón Morcillo
Universidad Autónoma de Madrid

Rafael Isidro Aparicio
Universidad de Alcalá de Henares

mica de aquellos mercados en los que se actúa, persigue la reducción del peso del sector público en la economía.

De las políticas comentadas llevadas a cabo por las economías occidentales a lo largo de la década de los ochenta, vamos a centrarnos en aquellas tendentes a reducir el intervencionismo del sector público.

2. Desregulación y privatización

La regulación hace referencia a diferentes procedimientos para intervenir en la economía, afectando al funcionamiento tanto de los mercados como de la asignación de recursos.

La intervención pública a través de la regulación se justifica económicamente por la existencia de fallos en el funcionamiento del mercado que provocan ineficiencia, al basar el nivel y la composición de la producción en criterios estrictamente privados. Asimismo se suele utilizar como una justificación adicional para la regulación pública la falta de equidad en la distribución de la renta y de la riqueza generada por el sistema de mercado.

En la mayoría de los países, y sobre todo en Europa, las empresas públicas han sido instrumento de uso frecuente a la hora de controlar determinadas actividades, especialmente en los sectores caracterizados por la generación de externalidades y por los monopolios naturales.

Así pues, es lógico que las prácticas desreguladoras se acompañen en muchos países de cambios tanto en los servicios públicos como en las funciones y en la propiedad de las empresas públicas.

En España (así como en el resto de países comunitarios) el proceso de desregulación y liberalización ha afectado ampliamente a la economía y a la empresa pública. Dicho proceso ha venido impulsado por la necesidad de adaptarse a los requisitos impuestos por la CEE. En consecuencia, se han eliminado las restricciones del mercado interno, así como los monopolios estatales, exponiendo a la competencia al conjunto de la economía nacional. Las barreras comerciales han quedado prácticamente eliminadas.

En el sector financiero la desregulación ha afectado básicamente a los bancos y a la Bolsa de Valores. La entrada en la CEE ha implicado directamente la desaparición de numerosos monopolios estatales, tales como Campsa y Tabacalera, la reforma del transporte por carretera mediante la promulgación de la Ley de Ordenación del Transporte Terrestre (LOTT), así como la Ley de Ordenación

de las Telecomunicaciones (LOT), que ha abolido el monopolio de los servicios de valor añadido y de equipos terminales.

A pesar de que la incorporación a la CEE ha supuesto un cierto proceso de homogeneización puede afirmarse que tanto el sistema normativo que regula las actividades económicas, como la estructuración del sector público empresarial español no responden a una estrategia claramente definida.

La crisis económica en la década de los setenta, así como un proceso histórico marcado por un intervencionismo con mentalidad subsidiaria de las iniciativas privadas, son los hechos que en realidad explican la configuración del sector público empresarial español.

Por lo que respecta al proceso de privatización llevado a cabo en España podemos destacar dos aspectos. Por una parte, el desarrollo de la crisis bancaria y la expropiación de Rumasa. Por otra, la política sobre la empresa pública industrial.

Respecto a la crisis bancaria, la privatización se ligó al proceso de una reestructuración y reconversión industrial de determinados sectores, siendo el objetivo claro la solución de los graves problemas sociales planteados (cuadro 1). En el caso de la expropiación de Rumasa el comportamiento seguido normalmente ha consistido en el saneamiento de las empresas del grupo que lo necesitaban y su posterior venta al sector privado.

En cuanto a las empresas públicas españolas integradas en alguno de los grupos controlados por el Estado, esto es, el INI, el INH y la Dirección General del Patrimonio del Estado, se plantea una política guiada más por el pragmatismo que por la ideología y cuyas características principales son: desregulación, reconversión, rentabilidad y privatización. En algunos casos de la industria pública española desarrollada al amparo de la protección arancelaria y en pleno proceso de integración en la CEE, lo que ha puesto en marcha el gobierno, más que una privatización, ha sido un proceso de multinacionalización cuyos ejemplos paradigmáticos pueden ser SEAT en 1986 o Enasa en 1990.

En general se han seguido dos estrategias alternativas, vender la empresa en su integridad al sector privado, nacional o no, o poner en práctica un proceso de venta al público de un determinado paquete de acciones.

Un comentario genérico al proceso de privatización seguido en España es que éste se ha visto facilitado por el crecimiento de la inversión extranjera, influido básicamente por la adhesión a la CEE y ante las expectativas de la creación del mercado único europeo. En cualquier caso la información

**CUADRO 1
INVERSIONES EN SECTORES EN RECONVERSION**

Sectores	Realizadas 12-82 a 12-88 (1)	Previstas 1989	Previstas 1990	Previstas 1991	Total
Construcción naval (GA)	10.999	2.202	1.565	—	14.766
Construcción naval (PMA)	5.639	2.500	1.050	—	9.189
Siderurgia integral	216.023	9.244	—	—	225.267
Aceros especiales	20.893 (2)	—	—	—	20.893
Electrodomésticos L.B.	33.540 (3)	2.680	2.800	1.500	40.520
Grupo ERT	24.980 (4)	—	—	—	24.980
Textil (5)	188.205	—	—	—	188.205
Fertilizantes	28.955 (6)	20.229	—	—	49.187 (7)
Alcatel Standard Eléctrica	32.811 (8)	8.800	8.600	9.400	59.611
Marconi Española	1.878 (9)	1.026	1.066	2.411	6.381
Componentes electrónicos	1.285	—	—	—	1.285
Equipo electrónico de automoción	13.034	—	—	—	13.034
Forja pesada por estampación	1.262	—	—	—	1.262
Semitransformados de cobre	3.048	—	—	—	3.048
Total	582.522	46.681	15.081	13.311	657.625

Notas: (1) Las correspondientes a siderurgia integral y ERT sólo incluyen las realizadas a partir de 1984.

(2) Las inversiones son las de las empresas en reconversión ACENOR y FOARSA.

(3) Los datos indicados corresponden a las inversiones comprometidas.

(4) Comprende las inversiones materiales y en I+D de ERT sin incluir las del negocio fertilizantes.

(5) La cifra indicada corresponde al total de inversiones aprobadas por la Comisión ejecutiva del Plan, de las cuales 143.881 millones de pesetas se destinan a activos materiales y 44.324 a intangibles.

(6) Las inversiones se estima superarán en un 15-20 % el valor programado y además habrá desplazamiento a 1989 y 1990.

(7) Las inversiones que cuentan con ayudas previstas en el Plan son de 38.550 millones de pesetas.

(8) Se incluyen 28.655 millones de pesetas de inversiones en I+D.

(9) Se incluyen 935 millones de pesetas de inversiones en I+D.

Fuente: Secretaría General Técnica. Ministerio de Industria y Energía.

**CUADRO 2
EJEMPLOS DE PRIVATIZACIONES DE EMPRESAS DEL INI 1984-90**

Empresa	Sector	Comprador	Año	Privatizado %
Textil Tarazona	Textil	Cima Eursa	1984	70
Secoinsa	Electrónica	Fujitsu CTNE	1985	69
SKF Española	Rodamientos	Aktiebolaget SKF	1985	99
Viajes Marsans	Viajes	Trapsa	1985	100
Motores MDB	Motor	Klockner Humboldt	1986	60
Olcesa	Alimentación	Mercosa	1986	51
Seat	Automóviles	Volkswagen	1986	75
Dessa	Naval	Forestal del Atlántico	1987	80
Purolator	Automóviles	Knecht Filterwerke	1987	95
Carcasa	Alimentación	Tabacalera	1988	100
Lesa	Alimentación	Tabacalera	1988	100
Astican	Naval	Italmar	1989	91
Ateinsa	Ingeniería	GEC-Alsthom	1989	85
Enfersa	Fertilizantes	Ercros	1989	80
MTM	Ingeniería	GEC-Alsthom	1989	85
Oesa	Alimentación	Grupo Ferruzzi	1989	100
Pesa	Electrónica	Amper, S.A.	1989	97
Enasa	Automóviles	Fiat	1990	60

Fuente: Keith G. Salomon. *The Modern Spanish Economy*, pág. 36

CUADRO 3
NECESIDAD DE ENDEUDAMIENTO PÚBLICO Y TRANSFERENCIAS A LAS EMPRESAS PÚBLICAS
 (Cifras en miles de millones de pesetas)

	1984	1985	1986	1987	1988
1. Necesidad de endeudamiento	2.267,6	2.076,6	1.762,6	1.489,6	1.469,7
2. Transferencias corrientes	430,2	319,4	320,0	302,3	658,0
3. Transferencias de capital	329,9	444,8	453,1	628,0	482,1
4. Total transferencias	760,1	764,2	773,1	930,3	1.140,1
Transferencias corrientes/Necesidad de Endeudamiento (%)	19,0	15,4	18,2	20,3	44,8
Transferencias de capital/Necesidad de Endeudamiento (%)	14,5	21,4	25,7	42,2	32,8
Total Transferencia/Necesidad de Endeudamiento (%)	33,5	36,8	43,9	62,5	77,6

Fuente: Banco de España e Intervención General de la Administración del Estado.

estadística sobre el proceso seguido es muy escasa, lo que dificulta cualquier análisis cuantitativo (cuadro 2).

3. La justificación de las medidas privatizadoras

Los objetivos de privatización van desde la mejora de la asignación de recursos productivos hasta la expansión del capitalismo popular, la distribución de la riqueza, la obtención de ingresos públicos y la reducción de los gastos. No obstante, el sector público dispone de otros instrumentos más apropiados para la consecución de los fines anteriores, por lo que la privatización de activos productivos encontraría su justificación básicamente en la mejora de la eficiencia económica, más que sobre la titularidad pública o privada de los activos. No obstante, el incentivo político-presupuestario, para la transferencia de la propiedad de los recursos, en todo o en parte, podría comportar ineficiencias del mercado, si no van acompañadas de medidas que garanticen las condiciones de suministros de los bienes que ofrece.

Una primera justificación de la privatización de empresas públicas puede establecerse diciendo que ante la dificultad de reducir el déficit público vía recorte del gasto, la privatización de empresas públicas se presenta como una estrategia más viable. De hecho, la experiencia adquirida en las economías occidentales a lo largo de la década de los ochenta, ha servido de punto de partida para las iniciativas tomadas en los noventa por países en vías de desarrollo tales como México, Chile o Ar-

gentina. En estos casos, la privatización presenta el atractivo adicional de contribuir a reducir la deuda contraída con entidades financieras internacionales. Para el caso de la economía española, una idea de la importancia de las transferencias a las empresas públicas españolas se refleja en el cuadro 3. Como puede observarse, el total de transferencias sobre las necesidades de endeudamiento ha pasado de un 33,5 % en 1984 a 77,6 % en 1988.

Otra justificación que puede ofrecerse para iniciar medidas privatizadoras radica en utilizarlas como un instrumento para someter a la disciplina del mercado a determinadas actividades. El mercado puede proporcionar una disciplina y un rigor en la gestión que resulta más difícil de imponer en el sector público. Desde esta perspectiva, la privatización aparece también como una alternativa a la regulación legal y como un instrumento para alcanzar la eficacia económica.

Por último cabe señalar que la privatización, especialmente cuando se realiza mediante la venta de acciones se puede justificar como una forma para diversificar las fuentes de financiación de la empresa. De este modo a la vez que se amplían las fuentes de financiación se somete a la empresa a la disciplina de los mercados de capitales.

4. Diversas estrategias de privatización

Una vez que se ha decidido llevar a cabo un proceso de privatización, bien para paliar el déficit público o para tratar de lograr la eficiencia económica tradicionalmente asociada a la disciplina del mercado, caben plantearse diversas estrategias

para llevar a cabo la privatización. Estas pueden concretarse en los puntos siguientes:

- Vender en el mercado las acciones que excedan de las necesidades de control sobre las actividades consideradas como privatizables.
- Vender al sector privado las propiedades inmobiliarias no estrictamente funcionales para las actividades productivas.
- Ceder al sector privado sociedades que no tuvieran una importancia estratégica en el ámbito de los cometidos fundamentales del grupo público.

Aunque la consideración de estas posibilidades supone la racionalización del proceso de privatización, en el caso español, tal como antes se ha señalado, el citado proceso no se ha sometido a la lógica de ningún criterio racional, sino que ha venido mediatizado por dos hechos fortuitos: la crisis bancaria y la expropiación de Rumasa. □

BIBLIOGRAFIA

- Keith G. Salomon: *The Modern Spanish Economy*, Pinter Publishers, 1991.
- Gray Cowan, L.: «Privatización y Desarrollo: Una visión General de la Privatización», *Revista del Instituto de Estudios Económicos* n.º 1/1989.
- Madsen Pirie: «Teoría y Práctica de la Privatización», *Revista del Instituto de Estudios Económicos* n.º 1/1985.
- Thomas, P.A.: «Las consideraciones Legales e Impositivas de la Privatización», *Revista del Instituto de Estudios Económicos* n.º 1/1989.



NOVEDADES EDITORIALES



«En favor de la privatización está el hecho de que la empresa privada es normalmente más eficiente que la pública, pues tiene unos mecanismos de control de sus costes y de su actividad de los que carece la segunda.»

Últimos títulos de la Revista

- Medio ambiente y crecimiento económico
- Claves de la creación de empleo
- Elecciones y economía
- Reforma y armonización de la fiscalidad sobre el capital

Colección Estudios

La empresa española: estructura y resultados
Equipo dirigido por E. Bueno Campos, 1990
(2.ª edición actualizada), 606 págs., 4.500 ptas.

Las infraestructuras en España: carencias y soluciones
(Carreteras, ferrocarriles, puertos, transporte aéreo, infraestructuras hidráulicas, telecomunicaciones)

Obra colectiva, 1990, 954 págs., 7.000 ptas.

Colección Tablero

Las organizaciones agrarias españolas
G. de la Fuente, prólogo de V. Pérez Díaz, 1991,
220 págs., 1.700 ptas.

INSTITUTO DE ESTUDIOS ECONÓMICOS
Castelló, 128-6.º 28006 MADRID Fax. 262 36 13

Pedidos
por
teléfono (91) 261 75 00

**PROGRAMAS
M A S T E R**

**CURSO
9 1 / 9 2**

**INICIACION
OCTUBRE 1991**

Master en Operaciones y Servicios Financieros (MOSF)

• SISTEMA FINANCIERO E INSTITUCIONES • OPERACIONES Y PRODUCTOS FINANCIEROS Y BANCARIOS • MERCADOS FINANCIEROS • ACTIVOS Y NUEVOS PRODUCTOS FINANCIEROS • (OPCIONES Y FUTUROS) • CONTABILIDAD FINANCIERA • FISCALIDAD DE LAS OPERACIONES FINANCIERAS • FINANZAS INTERNACIONALES • INFORMATICA Y MARKETING FINANCIERO •

Master en Dirección y Gestión Financiera (MDF)

Master en Gestión Inmobiliaria (MGI)

• VALORACION • ASPECTOS LEGALES Y FISCALES • FINANCIACION E INVERSION • SEGUROS MANTENIMIENTO Y CONSERVACION • GESTION Y OPERACIONES INMOBILIARIAS •

Master Técnicos en Seguros (MT)

- *Vida y Planes y Fondos de Pensiones (MTV)*
- *Seguros del Automovil (MTA)*
- *Gerencia de Riesgos y Seguros Industriales (MTI)*

Executive MBA (Master en Dirección y Administración de Empresas)

MBA de Empresas Financieras (MBA-F)
MBA de Empresas Inmobiliarias (MBA-I)

MBA de Empresas de Seguros (MBA-S)

Especialización en:

- *Vida y Planes y Fondos de Pensiones (MBA-SV)*
- *Gerencia de Riesgos y Seguros Industriales (MBA-SI)*
- *Seguros del Automovil (MBA-SA)*

INESE-MADRID

Santa Engracia, 151
28003 MADRID
Tifs.: 534 15 36/534 11 08

INESE-CANARIAS

Juan de Quesada, 10
35001 LAS PALMAS
Tif.: (928) 31 03 33

INFORMACION:



INESE-CATALUNYA

Buenos Aires, 38-40 (Entresuelo)
08036 BARCELONA
Tifs.: (93) 430 09 32/439 70 44

INESE PAMPLONA

Leyre, 11 bis 2º H
31002 PAMPLONA
Tif.: (948) 21 00 51

**INSTITUTO DE ESTUDIOS SUPERIORES
FINANCIEROS Y DE SEGUROS**

Los procesos privatizadores, sus factores principales y su impacto en los mercados de capitales

Julio Babecki
Luis Isasi
Morgan Stanley International

La privatización de las compañías del sector público es hoy un tema de la mayor importancia en todo el mundo. En países que van de Inglaterra a Méjico, de Bangladesh a Taiwán o Nueva Zelanda, se ha convertido en una prioridad política, en un medio de atraer eficiencia y rentabilidad a las industrias nacionalizadas, y en un método de reducción del déficit del sector público.

Aunque los objetivos de las privatizaciones difieren de país a país, pueden resumirse como sigue:

- Mejora de la eficiencia.
- Reducción de la necesidad de endeudamiento del sector público.
- Reducción de la intervención gubernamental en la toma de decisiones de una empresa.
- Ampliación de la base accionarial de una empresa.
- Obtención de ventajas políticas.

Tras unos breves comentarios sobre los factores que afectan a los procesos privatizadores, comentaremos el impacto de dichos procesos en los mercados de capitales.

1. Principales factores que afectan a un proceso de privatización

Las privatizaciones son transacciones de enorme complejidad, que a menudo abarcan multitud de factores, e involucran a instituciones que ostentan intereses u objetivos diferentes y a veces contrarios. Por ello, estas transacciones deben planificarse, estructurarse y llevarse a cabo con enorme cuidado. Los gobiernos y las empresas del sector público necesitan tener en cuenta varios factores clave antes de embarcarse en un proceso de privatización. Dichos factores son:

- Políticos.
- Económicos.
- Estratégicos.
- Financieros.

Factores políticos

El período posterior a la Segunda Guerra Mundial presenció una enorme expansión de la intervención gubernamental en las economías nacionales, sobre todo en la década de los sesenta y principios de los setenta. Sin embargo, la debilidad de ciertas instituciones y operaciones del sector público comenzó posteriormente a aflorar en algunos países, sobre todo como consecuencia de la crisis de los setenta. En muchos países, la falta de rentabilidad de algunas compañías nacionalizadas y el correspondiente recurso a las arcas del país

dieron como resultado que dichas compañías se convirtieran en una carga política para algunos y en oportunidad para otros.

Los factores políticos que normalmente se asocian a una privatización son, entre otros, los siguientes:

- ¿Cuánto debe intervenir el Estado en la actividad empresarial, si se acepta el supuesto, cierto o no según los casos, de que las compañías estatales son menos eficaces y competitivas que compañías privadas razonablemente bien llevadas? Suponiendo que este supuesto sea cierto, ¿deben prevalecer consideraciones sociales, o incluso de poder político, sobre consideraciones de eficiencia empresarial? Por ejemplo, en el Reino Unido las privatizaciones han sido una forma de alcanzar el objetivo de reducir la participación del Estado en la toma de decisiones empresarial, como parte de la filosofía general de la señora Thatcher de reducir el terreno acotado por las fronteras del Estado.

- ¿Cómo de comprometido con el proceso privatizador está el gobierno? ¿Tomará un determinado camino de manera firme y mantendrá su posición de forma coherente? ¿Seguirá la oposición el mismo camino? La incertidumbre puede afectar las expectativas del proceso privatizador. Por ejemplo, en Inglaterra, la incertidumbre política causada por varias manifestaciones del Partido Laborista sobre la renacionalización de British Telecom (privatizada en 1984) ha afectado, hasta hace muy poco tiempo, su valor en bolsa.

- Desde un punto de vista jurídico, antes de proceder a cualquier transformación de una compañía del sector público al privado, un marco legislativo y regulatorio adecuado deberá establecer los niveles de propiedad de inversores extranjeros, el tema de la seguridad nacional y la definición del entorno competitivo. El tema de la propiedad doméstica o por extranjeros se convierte en crítico cuando se trata de compañías de interés público (electricidad, gas, telecomunicaciones, agua) o compañías en sectores sensibles (defensa). En Inglaterra se han adoptado varias medidas para limitar el control por un extranjero en las compañías privatizadas: el sistema de *golden share* (o «participación de oro»), como se le conoce coloquialmente, que impide que un solo inversor, doméstico o foráneo, compre más del 15% de las acciones de la compañía durante los primeros cinco años, así como cláusulas estableciendo que los consejeros de la compañía sean británicos.

- ¿Cómo de necesario (y no sólo desde el punto de vista político) para el país es el «capitalismo popular»? ¿Tiene implicaciones importantes para la ri-

queza económica del país el que se amplíe la base de la propiedad de la compañía y se distribuya en manos del público, incluidos los empleados?

Los procesos de privatización dependen de la resolución de estos factores políticos, entre otros.

Factores económicos

A pesar de la importancia de los demás factores, las privatizaciones están en la mayoría de los casos conducidas principalmente por factores de tipo económico. La necesidad de generar capital y de mejorar la eficiencia son razones citadas con frecuencia como motivadoras del proceso privatizador. Una vez que la definición de privatización ha sido aceptada, la creación de la infraestructura económica y financiera necesarias para llevarla efectivamente a cabo implica toda una serie de factores complejos e interesantes que veremos a continuación.

La mejora de la eficiencia industrial se considera normalmente un objetivo primordial de las privatizaciones. Se pretende también que cambie la motivación de la dirección de la empresa hacia el logro del beneficio, y así incrementar el incentivo empresarial a reducir los costes, y a establecer los precios del producto o del servicio en línea con los costes. Otros objetivos de la privatización son la provisión de mejores servicios a menor costo y conseguir que el sector industrial del país sea más competitivo en un mercado global. En el Reino Unido se han observado claros incrementos de productividad y/o beneficios en todas las compañías privatizadas. Ello es cierto no sólo en compañías que operan en mercados donde la competencia es aún limitada, como British Telecom o British Gas, sino también en aquellas que operan en mercados más liberalizados, tales como Cable and Wireless o British Airways (en parte de sus rutas), entre otras.

Existen, desde este punto de vista, tres grupos que, entre otros, se identifican como los mayores beneficiarios de las privatizaciones. El primer grupo son los contribuyentes, que dejan de financiar compañías deficitarias. El segundo son los clientes, que se benefician de servicios más enfocados al cliente o consumidor, es decir, mejores y, a menudo, a precios más bajos (como consecuencia del impacto de las fuerzas competitivas del mercado en los precios). Los empleados representan el tercer grupo que se beneficia financieramente de las privatizaciones, ya que éstas a menudo conllevan sistemas en los que la remuneración aparece en cierto modo ligada al éxito empresarial o al logro de objetivos, y las acciones de la compañía se

ofrecen a los empleados en condiciones preferenciales o ventajosas (beneficiándose directamente por ello de las mejoras en la rentabilidad del capital).

Otro efecto importante de las privatizaciones es que permiten una reducción de las necesidades de financiación del sector público, ya que el producto de la venta de activos públicos es tratado, por motivos contables, como un gasto público negativo en muchos países. Los efectos positivos son, por supuesto, aún más significativos, en aquellos casos en que las compañías son generadoras crónicas de pérdidas, dado que dichas compañías representan una carga para el Estado al consumir fondos del Tesoro para poder continuar funcionando. Por ejemplo, la privatización de British Telecom en 1984 permitió una reducción de 970 millones de libras esterlinas de las necesidades de financiación del ejercicio 1985/86.

La privatización de las compañías de servicios públicos (British Telecom, British Gas) ha añadido nuevas complicaciones al proceso privatizador, ya que la competencia ha de ser promovida, es decir, creada, de cero, y es preciso desarrollar un sistema regulador que promueva o incentive la dirección eficaz. Esto ocurre porque la mayor parte de las compañías de servicios públicos han sido monopolios de hecho y, bajo un sistema de propiedad privada, sin la regulación adecuada, los monopolios tienden a ser opresivos. Una compañía privada en situación monopolística tenderá a incrementar su beneficio subiendo los precios y maximizando su propia riqueza, que es exactamente lo que intentaría hacer en un mercado libre y competitivo.

En la mayoría de los países en los que se han privatizado compañías de servicios públicos no sólo se han impuesto controles regulatorios, sino que se ha intentado crear competencia al mismo tiempo. En Estados Unidos las tasas de retorno de las compañías de servicios públicos están limitadas por normas a través de la fijación de precios máximos, de manera que las compañías no sobrepasen lo que se considera una rentabilidad «justa» del capital invertido. Sin embargo, este método no proporciona incentivos para mejorar la eficiencia, dado que las mejoras en la rentabilidad son seguidas de descensos en los precios, y anima por ello a las compañías a incrementar su base de capital, para que la rentabilidad del capital no varíe a pesar de las mejoras en los beneficios.

En Inglaterra se ha adoptado un sistema que combina la regulación con orientación incentivadora de los precios, por un lado, con concesiones a nuevos competidores, por otro. En el caso de las

compañías de electricidad y de British Telecom o British Gas, se ha usado una fórmula llamada «RPI menos X», siendo RPI el *Retail Price Index*, o Índice de Precios al Consumo. El objetivo es permitir incrementos de precios en los servicios ofrecidos por dichas compañías no mayores que el Índice de Precios menos las mejoras esperadas en la eficiencia tal y como las determina el Estado. Por ello, los beneficios derivados de mejoras adicionales en la eficiencia son aceptados sin mayor interferencia en los niveles de precios. Además, se ha favorecido la entrada de nuevos competidores (por ejemplo, Mercury) a través de concesiones especiales.

Por último, debemos mencionar en esta breve lista de factores económicos la importancia de la existencia de mercados de capitales viables para todo el proceso de privatización. Puede ocurrir que los países con mercados financieros locales pequeños, subdesarrollados o inexistentes no tengan la capacidad de absorber grandes cantidades de acciones provenientes de las privatizaciones. En el Reino Unido, por ejemplo, las privatizaciones de las industrias del gas, agua y electricidad han sido las mayores colocaciones de acciones de la historia corporativa de Inglaterra, con volúmenes de 5,4, 5,24 y 5,18 miles de millones de libras, respectivamente.

Por ello, puede ser necesario que el gobierno implante los incentivos adecuados para el desarrollo de los mercados financieros y para la mejora de la capacidad del mercado de recibir un volumen de acciones importante. En los mercados subdesarrollados, los aspectos relativos a la liquidez son cruciales. En Nueva Zelanda, por ejemplo, donde la compañía nacional de telecomunicaciones fue vendida a Bell Atlantic y a American Information Technologies por 4.000 millones de dólares, se espera que la salida a bolsa de un 50% del capital antes del final de este año provoque serios problemas de liquidez y de colocación del papel.

Factores estratégicos

En los párrafos anteriores nos hemos centrado más en factores del entorno que en aquellos que afectan más específicamente a la compañía en sí misma, y que son, entre otros, los factores estratégicos que una compañía afronta al ser privatizada.

Ante todo, es importante identificar los puntos fuertes y débiles de la empresa, y las oportunidades y amenazas que la nueva situación, es decir, la falta (o disminución) de la tutela del Estado, traerá. Una vez privatizada la compañía, la capacidad de llevar a cabo su negocio y actividad normal

con éxito depende de su correcto posicionamiento dentro del entorno competitivo. Hay que asegurarse pues de la ventaja competitiva de la compañía y de la habilidad de ésta para operar como entidad no gubernamental. Además, habrá que identificar sus principales competidores (actuales y potenciales) y sus estrategias operativas, las barreras de entrada en la industria, los competidores extranjeros potenciales, etc.

Otro factor a considerar es la formulación de la estructura corporativa óptima. En algunos casos, la necesidad de una inyección de inversión importante o de nueva tecnología hace aconsejable el abrir el capital a un socio estratégico. Este es el caso de la mayoría de las compañías que se están privatizando actualmente en Europa del Este, donde, con frecuencia, la mejor manera de asegurarse una posición en el mercado global es el tener un socio extranjero.

Factores financieros

La identificación de lo que una compañía necesita hacer desde el punto de vista estratégico no es suficiente para asegurar el éxito y la rentabilidad.

El primer aspecto financiero a abordar es la estructura del balance. Es preciso desarrollar una estructura financiera viable que permita a la compañía en su nuevo status aprovechar las posibles oportunidades de negocio y competir con éxito. Los niveles óptimos de deuda y capital deben determinarse teniendo en cuenta tanto las necesidades internas de capital por los efectos de la deuda sobre el beneficio neto, las necesidades presentes y futuras de fondo de maniobra y los planes de financiación del crecimiento, como factores externos tales como las condiciones actuales y futuras del mercado (doméstico e internacional), el atractivo de la acción para los inversores y la percepción e imagen que el público ya tiene formada del negocio.

En una privatización, el grado necesario de reestructuración de la deuda de la compañía variará en función de cada caso específico. Los criterios utilizados para optimizar la estructura de la deuda deberán analizarse cuidadosamente y en relación con la cantidad que debe refinanciarse y la capacidad de la compañía de servir y repagar su deuda. También habrá que analizar los términos y cláusulas de los contratos, sus vencimientos, restricciones y opciones de repago anticipado, así como la vigencia de las garantías de repago por parte del Estado.

El método de valoración a aplicar a las compañías a privatizar es el más complejo y controvertido de los aspectos financieros. En el caso de una

oferta pública de acciones, un aspecto crucial es el precio al cual la oferta se hace. Si la colocación se infravalora, estableciendo un precio de salida bajo, se dañan los intereses de los contribuyentes, ya que éstos tendrán o bien que pagar más impuestos, o bien recibir servicios de inferior calidad de la que sería de esperar si el precio y la valoración hubieran sido más justos. Esta infravaloración causa, pues, una indeseable redistribución de riqueza o patrimonio donde los beneficiados son los suscriptores de acciones que consiguen plusvalías importantes, rápidas o desproporcionadas. Sin embargo, la supervaloración causa una situación algo embarazosa y puede poner en entredicho todo el proceso de privatización.

En Inglaterra el factor precio ha sido muy controvertido como consecuencia de los importantes descuentos a los que la mayor parte de las privatizaciones se han hecho. Gracias al descuento al que se ofrecieron las acciones, al importante esfuerzo publicitario realizado antes de cada privatización y a la multitud de incentivos tales como pagos aplazados, primas de lealtad, descuentos en los servicios o acciones gratis, las colocaciones fueron en casi todos los casos un gran éxito. Sin embargo, los críticos de las privatizaciones británicas han señalado varias formas de evitar las infravaloraciones. Por ejemplo:

- Los precios fijados en las privatizaciones llevadas a cabo mediante subasta, en las que los suscriptores pujan por las acciones, han sido más exactos que las ofertas públicas con el precio fijado de antemano.
- La infravaloración suele ser consecuencia directa de la falta de información sobre cómo va a reaccionar el mercado a la colocación. Una salida a bolsa parcial, de menor tamaño, proporcionaría dicha información, y la incertidumbre, por tanto, afectaría tan sólo a ese primer tramo de la colocación.

Un buen precio de salida en la colocación es función de un buen trabajo de evaluación de la compañía. Existen cuatro métodos principales de valorar una compañía. Generalmente, y cuando la situación lo permite, se usa una combinación de los cuatro para determinar la banda adecuada de precios. Los métodos son:

- análisis del valor de los activos, incluyendo los valores actuales de éstos y una estimación del *goodwill* o fondo de comercio;
- el método de descuento de los flujos de caja, que consiste en estimar o proyectar los flujos de caja o *cash-flows* que la compañía generará en el futuro, en base a una serie de supuestos, y descontarlos a valor presente a una determinada tasa de descuento;

CUADRO 1
PRIVATIZACIONES EN GRAN BRETAÑA

Empresa	Fecha de la oferta	% vendido	Producto bruto de la venta (£ mm)	Precio por acción (p)	Precio al cierre de la primera sesión (p)	Cambio porcentual
<i>Oferta pública</i>						
British Petroleum	24 jun. 77	17,0	564	300	368	22,7
	09 nov. 79	5,0	290	363	367	1,1
British Aerospace	20 feb. 81	50,0	150	150	171	14,0
	14 may. 85	49,0	551	375	420	12,0
Cable and Wireless	30 oct. 81	49,0	224	168	197	17,3
	13 dic. 85	31,0	933	567	590	0,5
Amersham International	24 feb. 82	100,0	71	142	188	32,4
Associated British Ports	12 feb. 83	49,0	22	112	138	23,2
Jaguar	10 ago. 84	99,0	294	165	179	8,5
British Telecom	03 dic. 84	50,2	3.916	130	173	33,1
Britoil	12 ago. 85	48,0	449	185	207	11,9
British Gas	08 dic. 86	97,0	5.434	135	147,5	9,3
British Airways	11 feb. 87	100,0	900	125	169	35,2
Rolls-Royce	19 may. 87	100,0	1.363	170	232	36,5
British Airports Association	28 jul. 87 (1)	75,0	919	245	291	18,8
British Steel	05 dic. 88	100,0	2.500	125	127,25	1,8
Water companies (2)	12 dic. 89	100,0	5.239	240	271-297	12,9-23,8
Electricity Distribution (3)	11 dic. 90	100,0	5.182	240	282-306	17,5-27,5
Electricity Generation (4)	12 mar. 91	60,0	2.160	175	212-212,5	21,1-21,4
<i>Oferta privada</i>						
Britoil	25 nov. 82	51,0	549	215	196	-8,8
British Petroleum	23 sep. 83	7,0	566	435	441	1,4
Cable and Wireless	02 dic. 83	22,0	275	275	273	-0,7
Associated British Airports	18 abr. 84	48,5	52	270	272	0,7
Enterprise Oil	02 jul. 84	100,0	392	185	185	0,0
British Airports Association	28 jul. 87 (1)	25,0	362	290	291	0,3

Notas: (1) Privatización realizada a través de una combinación de oferta pública y oferta privada de acciones.

(2) Incluye diez compañías holding de Inglaterra y País de Gales.

(3) Incluye doce empresas regionales de distribución de electricidad de Inglaterra y País de Gales.

(4) Incluye dos compañías generadoras de electricidad de Inglaterra y País de Gales.

- análisis de los valores y ratios a los que cotizan en las bolsas del mismo país o de otros, compañías que sean comparables y que operen en la misma industria: PER, precio/cash-flow, precio/valor en libras, etc., así como los rendimientos totales o los dividendos de las acciones de dichas compañías;

- los mismos valores y ratios, pero aplicables a transacciones realizadas en el mercado de fusiones y adquisiciones de empresas del mismo sector.

Es claro que el uso de asesores externos con experiencia, tales como bancos de inversión, es necesario y útil para obtener la valoración y el precio correctos.

Una vez completada una buena valoración profesional, la privatización puede llevarse a cabo de distintas formas:

- Oferta pública de acciones: es el medio más

común de privatización en aquellos países con mercados de capitales desarrollados. En el Reino Unido la mayor parte de las privatizaciones se ha hecho mediante ofertas públicas (véase cuadro 1).

- Oferta privada de acciones: por ejemplo, una subasta donde se invita a ofertar a partir de, o por encima de, un precio mínimo (por ejemplo, Britoil, Cable and Wireless) (véase cuadro 1)

- Inversor estratégico privado: venta de parte o de toda la compañía a un comprador estratégico.

- Alianza estratégica/venta de una minoría: la compañía entra a formar parte de un acuerdo operativo o de cooperación con otra compañía de la industria, que podrá llevar a una futura entrada en el capital como socio minoritario.

- Joint-Venture con otra compañía del sector, permitiendo al gobierno mantener un interés parcial en el sector.

- Fusión con otra firma del sector.

En muchos casos, el medio más efectivo de obtener el valor más alto para la entidad será una combinación de estos métodos. Factores económicos y políticos influenciarán las decisiones en cuanto a la elección del método. Además, las condiciones de los mercados de capitales globales tendrán un impacto significativo sobre las alternativas que de hecho están a disposición de los gobiernos.

2. Incidencia de las privatizaciones en los mercados de capitales

El impacto de las privatizaciones en los mercados de capitales varía sustancialmente en función del nivel de desarrollo económico del país en cuestión. A pesar de la importancia relativa de las sociedades privatizadas con respecto al volumen total del mercado de capitales de los países desarrollados, el impacto es mucho mayor en países con mercados de capitales en vías de desarrollo como Malasia, Méjico o Chile.

En algunos casos se puede decir que las privatizaciones representan la base del desarrollo de los mercados financieros, dado que la oferta crea demanda. En países como la República de China, donde no existen mercados de capitales, las acciones de las sociedades privatizadas serán probablemente las pioneras de los mercados. En Europa del Este, las privatizaciones representan la prueba, y al mismo tiempo un test, de la transición de la economía dirigida a la economía de mercado. Además de la futura salida a bolsa de un importante número de acciones, las privatizaciones conllevan una reestructuración de todo el sistema económico con el fin de crear el entorno apropiado para la empresa privada, es decir, la liberalización de los precios, eliminación de las subvenciones, reforma del sistema de impuestos y puesta en marcha de un sistema bancario y financiero.

En Malasia, por ejemplo, en octubre de 1990 salió a bolsa un 25% de la compañía nacional de telecomunicaciones, Syarikat Telecom Malaysia (STM), por un precio total de US\$ 930 millones. Esta ha sido la mayor salida a bolsa de la historia de Malasia y, cuando el total del capital esté cotizado, representará un total de US\$ 3.700 millones, es decir, un 9% de la capitalización total actual de la Bolsa de Kuala Lumpur.

En países con problemas de deuda externa, como la mayoría de los países de Sudamérica, se han puesto en marcha sistemas de *swap* de deuda del Estado por acciones de las sociedades privatizadas.

Incluso en un país como Inglaterra, que consta de uno de los mercados de capitales más desarrollados e importantes del mundo, la capitalización bursátil de las sociedades privatizadas representa un 17% de la capitalización total (en 1979 no representaba más que un 10%) (véase gráfico 1). Las salidas a bolsa de las sociedades privatizadas han sido las mayores de la historia de la City. En lo que respecta al volumen de transacciones, sirva como ejemplo que el día de la salida a bolsa de las compañías de electricidad, éstas representaron un 64,8% del volumen total de la Bolsa de Londres.

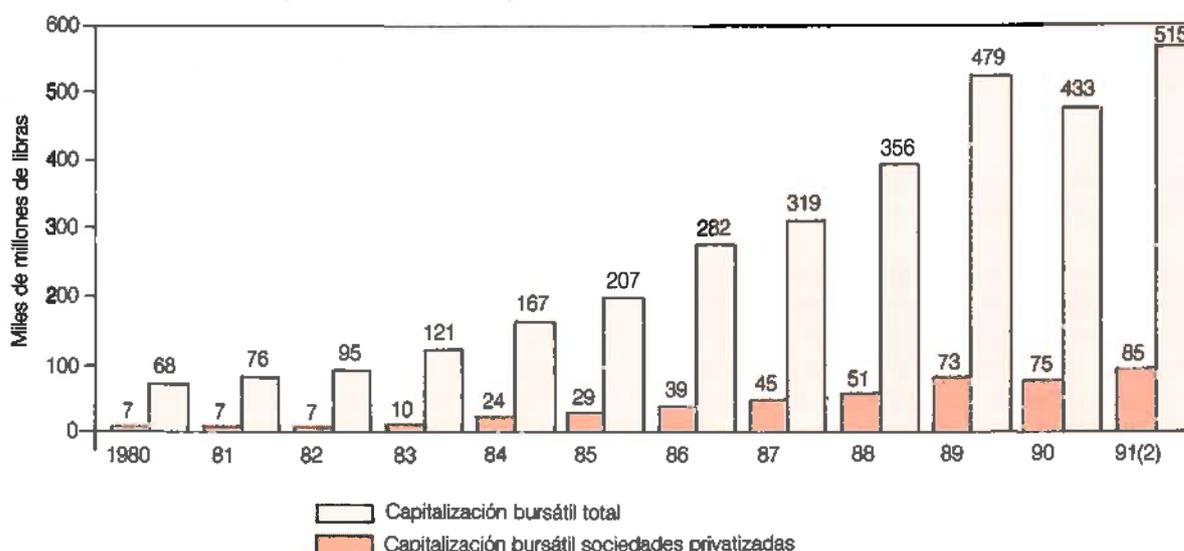
Por otro lado, las privatizaciones no sólo han favorecido el desarrollo de los mercados cuantitativamente, sino también cualitativamente. Según algunos estudios, prácticamente todos los países en los que se han llevado a cabo privatizaciones han registrado incrementos importantes de sus respectivos índices. En muchos casos, las salidas a Bolsa de las sociedades privatizadas han representado la mayor parte del capital nuevo ofrecido en los mercados. El *Emerging Stock Market Factbook* de 1990 señala que por primera vez las bolsas de los países en vías de desarrollo registraron mejores resultados que las de los países más desarrollados. Los aumentos más espectaculares se registraron en las Bolsas de Turquía, donde las plusvalías de los inversores medidas en dólares USA aumentaron un 1.108%, Argentina (223%), Tailandia (141%), Taiwan (99%), Grecia (88%), Méjico (71%), Filipinas (59%), Chile (51%), Brasil (49%), Malasia (44%) y Portugal (40%) (Fuente: *Privatisation International*, mayo 1990). Todos los países citados, con la excepción de Grecia, llevaron a cabo importantes programas de privatización durante 1990.

Sin embargo, en algunos casos extremos, las privatizaciones pueden causar un exceso de oferta, y en consecuencia deprimir los mercados de capitales. En Corea del Sur, por ejemplo, el gobierno ha disminuido el ritmo de las privatizaciones a causa del estado de los mercados. En 1989, un total de 20.000 millones de dólares de capital nuevo salió al mercado, lo que, entre otros factores, ralentizó sustancialmente el crecimiento de la bolsa, que pasó de un 70% en 1988 a un 1% en 1989. En Taiwan, el índice de la Bolsa disminuyó un 70% en 1990 a causa del exceso de papel creado por un intenso programa de privatizaciones.

Tal y como señalamos anteriormente, uno de los objetivos de las privatizaciones es el incremento del número de accionistas privados (particulares) y la creación de un interés general por los mercados de capitales y su evolución.

En el Reino Unido el gobierno ha adoptado toda una serie de medidas para crear una extensa de-

GRAFICO 1
CAPITALIZACION BURSÁTIL DE LAS SOCIEDADES PRIVATIZADAS (1) CON RESPECTO
DE LA CAPITALIZACION GLOBAL DE LA BOLSA DE LONDRES



Notas: (1) Incluye únicamente las sociedades cotizadas en bolsa al 20/3/91 (excluye Jaguar y Britoil).

(2) A la fecha: 20/3/91.

Fuente: Datastream Database

manda de las acciones de las sociedades privatizadas. Con este fin se llevó a cabo una campaña publicitaria muy importante y las formalidades necesarias para adquirir las acciones se simplificaron al máximo. Además, se ofrecieron toda una serie de incentivos financieros, como, por ejemplo, el pago del precio de las acciones en varios plazos.

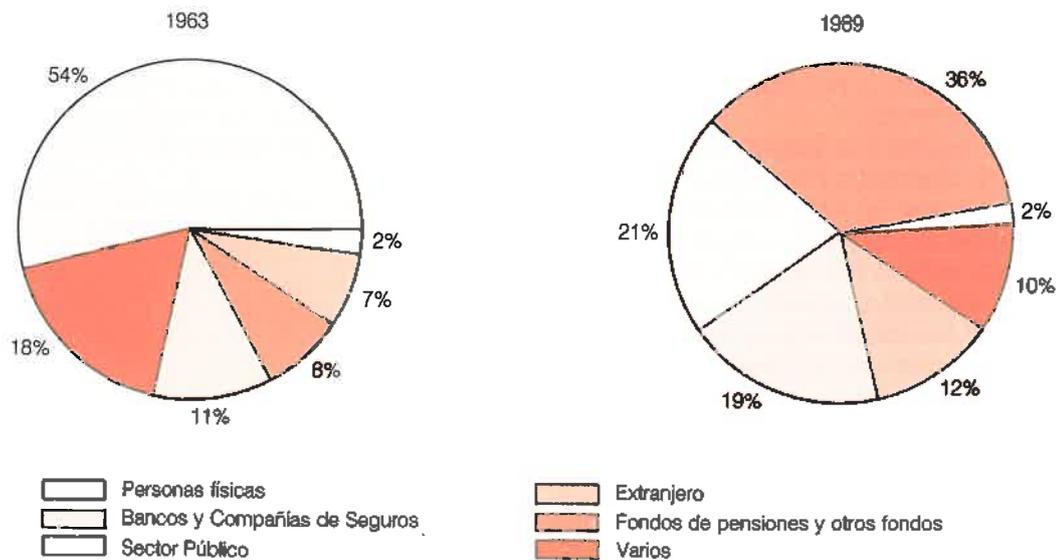
El resultado del proceso de popularización de los mercados de capitales es un incremento significativo del total de accionistas de la Bolsa de Londres, que pasó de 3 millones en 1979 a más de 13 millones, en parte como consecuencia de las privatizaciones. Más de 2 millones de accionistas suscribieron las acciones de British Telecom en 1984: se distribuyó un 4,6% a los empleados, 34,4% a inversores particulares, 47,4% a las instituciones y 13,7% a los inversores extranjeros. British Gas consta del mayor accionariado del mundo, con 2,9 millones de accionistas.

Obtener la participación de los particulares en las privatizaciones ha sido relativamente fácil. Sin embargo, conseguir que los particulares consideraran dichas acciones como verdaderas inversiones y no las vendieran enseguida a la vista de plusvalías sustanciales ha resultado mucho más difícil. Por

ejemplo, la privatización de British Aerospace fue suscrita por 158.000 accionistas aproximadamente, de los cuales, al cabo de un año, no quedaban más que 27.000. La privatización de British Telecom tuvo más éxito a este respecto gracias al denominado *bonus* de lealtad, que ofrecía una acción gratis por cada diez conservadas durante tres años, y a las reducciones en las facturas de teléfono ofrecidas a los accionistas al cabo de seis meses.

La experiencia ha demostrado que los particulares son lo suficientemente inteligentes como para reconocer una «ganga», pero que ello no implica que como consecuencia de las privatizaciones se hayan convertido en asiduos inversores. De hecho, la cartera de la mayoría de los accionistas particulares de las sociedades privatizadas no consta más que de un número muy limitado de este tipo de acciones (según estudios realizados en Inglaterra). Por otro lado, el hecho de haber simplificado tanto los sistemas de adquisición de acciones privatizadas no ha ayudado a la gran masa de inversores a comprender ni a utilizar los sistemas usuales de inversión en bolsa. Además, en el caso inglés, la legislación favorece, a través de incenti-

GRAFICO 2
DISTRIBUCIÓN DE LA PROPIEDAD DE LAS ACCIONES DE LA BOLSA DE LONDRES



Fuente: Estudios del Registro Oficial de Valores: *Investors Chronicle* (marzo 1991).

vos fiscales, la inversión inmobiliaria y los fondos colectivos de inversión, que, como muestra el gráfico 2, son los que han experimentado el mayor incremento en su peso relativo como cuerpo inversor. Es éste un aspecto más de la «institucionalización» de los mercados, y de la gradual disminución de la importancia relativa del pequeño inversor frente al inversor institucional, a pesar del papel de aquél como comprador de acciones en las privatizaciones.

Sin embargo, las privatizaciones han jugado un papel muy importante en el incremento de la propiedad de acciones por los empleados. La mayoría de las privatizaciones han obtenido niveles de participación muy importantes: un 99% de los empleados de empresas como British Gas, Amersham International and Cable and Wireless suscribieron acciones, representando del 2% al 4% del total del capital. En la privatización de British Telecom, más de 200.000 empleados se convirtieron en accionistas.

Los incentivos utilizados para obtener la participación de los empleados han sido múltiples: desde acciones gratis para todos los empleados, hasta descuentos importantes en el precio de éstas. La mayoría de las acciones ofrecidas sin contraprestación han sido retenidas e incluidas en planes organizados de propiedad de acciones por los empleados (*Employee Stock Ownership Plans* o

ESOPs) y por tanto no han podido ser vendidas inmediatamente. Por consiguiente, las privatizaciones también han favorecido el desarrollo de dichos planes, cuyos objetivos son el aumento de la productividad y de la motivación de los empleados.

Como consecuencia del incremento del número de accionistas privados, el volumen de transacciones y, por tanto, la liquidez del mercado, han aumentado, ya que las acciones son poseídas por dichos inversores individuales más como inversiones financieras, a la búsqueda de plusvalías, que por motivos de control, más típico de inversores institucionales. Sin embargo, dicho efecto no se observa más que inmediatamente después de las salidas a bolsa de las sociedades privatizadas, y por tanto no tiene gran incidencia a largo plazo en los mercados de capitales.

La extensión de este trabajo no nos permite entrar en un detalle minucioso de multitud de aspectos directamente relacionados con los mercados de capitales, y que es preciso evaluar cuando se prepara una privatización; sobre todo, si dicha privatización tiene lugar mediante una colocación de acciones, sea sólo doméstica, o doméstica e internacional. Sirva, a título de muestra, la enumeración de algunas de estas cuestiones:

- ¿Tiene capacidad el mercado doméstico para absorber toda la oferta de papel, o conviene colocar también acciones en los mercados internacio-

nales? ¿Cuáles han de ser esos mercados? ¿En qué países?

- ¿Las colocaciones han de ser públicas o privadas? ¿Es necesario o conveniente que la acción cotice en la bolsa de un determinado país?

- ¿Ha de hacerse una colocación simultánea en los distintos mercados, o por etapas o tramos separados temporalmente?

- ¿Cómo se coordina la colocación simultánea en los distintos mercados para maximizar la demanda? ¿Debe haber un solo sindicato global de colocadores y aseguradores, o varios sindicatos, cada uno asegurando la colocación y vendiendo el papel sólo en una región o país?

- ¿Qué cláusulas deben regular el incremento o disminución del número de acciones que se asigna a cada región o país, en función de la demanda real? (Las llamadas cláusulas de *clawback*).

- ¿Cómo se comprueba si la demanda es «real» o sólo fingida o exagerada por algunos aseguradores en previsión de que una operación vaya a tener exceso de demanda?

- ¿Cómo se evita el *flowback* o la vuelta de las acciones al mercado de origen, una vez terminada la colocación?

- ¿Cómo regular el mercado «gris» que se crea entre el período de suscripción y la fecha oficial de cotización en bolsa?

- ¿Cuáles son los mecanismos operativos de *settlement* en los distintos mercados, y cómo coordinarlos?

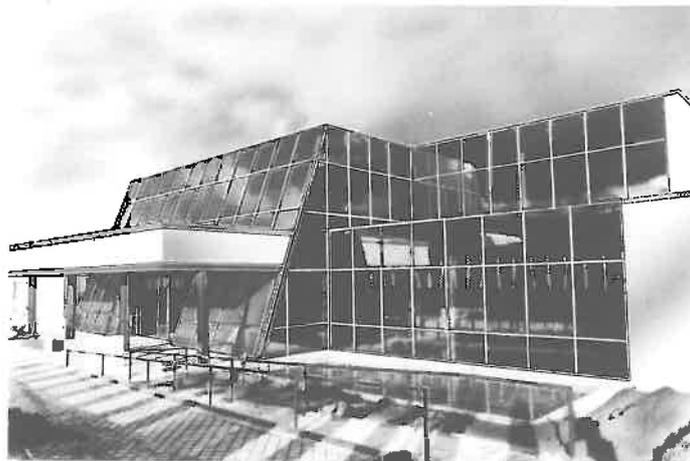
- ¿Existe conciencia de que una colocación no termina nunca, en el sentido de que es preciso crear un sistema de comunicación y relaciones con los inversores de forma constante y a largo plazo, con la carga de información que ello conlleva?

Todas estas cuestiones son un reflejo de cómo afecta la realidad práctica, el estado y el funcionamiento de los distintos mercados de capitales, y de sus actores principales, a un proceso de privatización concreto, cuando se realiza mediante una colocación de acciones. □

BIBLIOGRAFIA

- «Privatisation & Ownership», *Lloyds Bank Annual Review*, ed. Pinta Publishers, 1988.
- Vickers, J., y G. Garrow: *Privatisation: An Economic Analysis*, ed. The MIT Press, 1988.
- Kay, J. A.: *The State and the Market: The UK Experience of Privatisation*, ed. Group of Thirty, 1987.
- Kay, J. A.; C. Mayer, y D. Thompson: *Privatisation and Regulation: The UK Experience*, ed. Clarendon Press, 1986.
- Otros: *The Economist*, *Euromoney*, *Investors Chronicle*, *Financial Times*, *Datastream Database*.

PARA PROYECTOS CON FUTURO



CENTRO DE EMPRESAS DEL PARQUE TECNOLÓGICO DE MADRID

Un ámbito privilegiado para todos aquellos que acarician la idea de acometer un proyecto empresarial en nuevas tecnologías y no disponen de la infraestructura adecuada.

El Centro de Empresas del Parque Tecnológico de Madrid, ofrece:

- Un microentorno especializado en nuevas tecnologías.
- Un ámbito propicio para establecer contactos profesionales.
- Un edificio flexible y confortable de 2.310 m², que permite adaptar espacios entre 45 y 135 m² en función de las necesidades.
- Conexión con bases de datos, seguridad, servicios administrativos, de comunicaciones, salas de reuniones, etc.

El Centro de Empresas acogerá a:

- Los interesados en crear su propia empresa.
- Las pequeñas empresas que desean crecer y consolidarse.
- Los proyectos de creación de nuevas empresas surgidas de empresas consolidadas.

La utilización del centro es en régimen de alquiler, con una duración no superior a cinco años.

Los proyectos o empresas deben estar preferentemente relacionados con la microelectrónica, informática, telecomunicaciones, automática avanzada, láser, nuevos materiales, biotecnología y química fina.

El acceso al Centro está supeditado a la evaluación del proyecto por un comité de selección.

Para más información dirigirse a:

Parque Tecnológico de Madrid

Centro de Encuentros

C/ Isaac Newton s/n

28760 TRES CANTOS

Tfno.: 803 76 61

Fax.: 803 86 68

Telex.: 23742 PTMSA

IMADE
Instituto Madrileño
de Desarrollo



► EL IMADE es un organismo dependiente del Gobierno de la Comunidad de Madrid.

Privatizaciones: su impacto en los mercados de capitales

En este artículo nos centraremos en el impacto que las privatizaciones han tenido en los diferentes mercados de capitales y en los distintos objetivos, metodologías y técnicas para la determinación del precio. Asimismo, enfocaremos nuestro trabajo en el mercado europeo tanto por la importancia y desarrollo del mismo durante estos últimos años, como por haber participado activamente en el mismo.

1. Introducción

Sin duda, los distintos programas de privatización en Europa han sido y siguen siendo un factor importante en el proceso iniciado de modernización de las economías europeas y de sus respectivos mercados de renta variable.

Puede afirmarse que antes del inicio del proceso de privatizaciones por la vía de emisiones públicas de acciones, que comenzó en 1984 con la operación de British Telecom, los distintos mercados europeos de renta variable eran:

- fundamentalmente de carácter local,
- de interés muy limitado, por no decir prácticamente nulo, para inversores extranjeros,
- y muy poco innovadores.

A partir de ese año, las privatizaciones europeas han atraído a las diferentes Bolsas enormes cantidades de dinero tanto de los propios mercados domésticos como de los extranjeros. Como es sabido, las compañías que han sido objeto de privatización durante estos últimos años han sido tradicionalmente las empresas de mayor tamaño de los países europeos, y fundamentalmente en los sectores eléctrico, energético y de telecomunicaciones, como puede observarse en el gráfico 1.

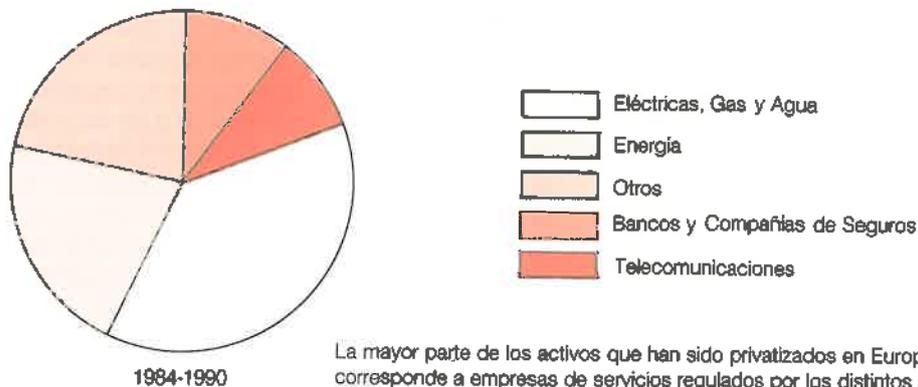
La experiencia de estos últimos años nos indica que la práctica totalidad de las empresas privatizadas han mejorado sustancialmente su estructura financiera desde su privatización, han alcanzado tasas de crecimiento más altas que años anteriores, así como mejorado sus ratios de rentabilidad y productividad. Estos importantes cambios han contribuido sin duda a reforzar en cierta medida a las economías afectadas, como es el caso británico, donde el programa de privatizaciones ha sido claramente el más agresivo de Europa.

A medida que el proceso de privatizaciones o de reducción parcial de la participación del gobierno en las empresas se ha ido llevando a cabo en el Reino Unido, Francia, España, Italia, etc., se han ido paralelamente homogeneizando los distintos mercados de capitales europeos en cuanto a los procedimientos para la emisión de acciones, para la

Claudio Aguirre

Executive Director. Goldman Sachs International

GRAFICO 1
DISTRIBUCIÓN POR SECTORES



Fuente: Goldman Sachs International Ltd.

determinación del precio, para la distribución de acciones entre los distintos mercados y en función de la naturaleza de los inversores, en cuanto a mecanismos de flexibilidad para transferir títulos a otros mercados financieros en caso de falta de demanda en el mercado doméstico, etc.

Todo este proceso de homogeneización, como veremos más adelante, ha contribuido a la utilización de técnicas similares y al desarrollo de los mercados de capitales locales, estando éstos actualmente más receptivos para digerir operaciones de mayor tamaño.

2. Objetivos políticos y económicos

De la misma forma que en cualquier proyecto de salida a bolsa o de colocación de acciones en el mercado es clave para el banco de negocios asegurador el entender cuáles son los objetivos del emisor, para definir la estrategia de privatización más apropiada para cada situación es necesario conocer los objetivos, en este caso de carácter político o económico, del gobierno en cuestión.

Indicamos a continuación la lista de objetivos más característicos de recientes privatizaciones europeas.

Objetivos políticos

1. Fomentar el llamado «capitalismo popular». Un ejemplo claro es el modelo británico impulsado por Margaret Thatcher.
2. Reducir el endeudamiento público debido a

limitaciones de presupuesto.

3. Reducir futuras necesidades financieras de la empresa estatal, si requiere fuertes programas de inversión.

4. Desarrollar el mercado de capitales doméstico fomentando la compra de acciones por personas físicas. En otras palabras, contribuyendo a ampliar el número de inversores individuales que actúan en el mercado de renta variable.

5. Atraer nuevos capitales al mercado, sobre todo extranjeros, creando un ambiente adecuado para la inversión mediante el ofrecimiento de condiciones atractivas.

6. Generar mayor liquidez en el mercado doméstico de renta variable así como lograr un reconocimiento exterior para la empresa y el país en los mercados internacionales de capitales.

7. Inmunizar la gestión de la empresa de influencias políticas.

Objetivos económicos

1. Facilitar el acceso de la empresa a los mercados de capitales.

2. Motivar al equipo directivo para lograr un más rápido crecimiento de la empresa así como la mejora de sus ratios de rentabilidad y productividad.

3. Lograr un compromiso de la empresa para la maximización de beneficios.

4. Facilitar la expansión y diversificación de la empresa.

5. Permitir a los empleados el invertir en acciones de la propia empresa para lograr una mayor

motivación e identificación con su empresa.

Como puede observarse, de los objetivos anteriores, los de carácter político afectan directamente al gobierno y al mercado de capitales mientras que, por el contrario, los objetivos económicos afectan a la propia empresa y a su posición competitiva futura en su sector a nivel doméstico e internacional.

Todos los objetivos anteriores no son complementarios, por lo que surge un claro conflicto en la decisión de los mismos que condiciona la estrategia a seguir obligando por tanto a tomar importantes decisiones en temas como:

a) Porcentaje del capital de la empresa a privatizar. Claramente, éste es un tema político, asumiendo que no existen problemas para la colocación del total del capital en el mercado doméstico e internacional.

b) Porcentaje que debe ser colocado en el mercado doméstico. Como quiera que las privatizaciones recientes han sido en Europa de un importe considerable, se han utilizado diversas técnicas para mitigar el impacto que las mismas podrían tener en el mercado local de renta variable. En términos generales, puede afirmarse que el componente doméstico ha sido mucho mayor, con un porcentaje medio de entre el 15-25% para los mercados exteriores, si bien en algunos casos ha llegado a representar hasta el 50 %. El tamaño del tramo internacional ha variado sustancialmente de un país a otro en función del momento en que se ha llevado a cabo la operación así como la liquidez, tamaño y grado de desarrollo del propio mercado de renta variable.

c) Importancia de que la colocación se realice fundamentalmente entre pequeños ahorradores. En muchos casos, este objetivo de los gobiernos de fomentar la participación de personas físicas en la colocación ha chocado frontalmente con otros importantes objetivos como son la maximización del precio, así como la reducción al máximo de los gastos de la operación. Los gastos de publicidad necesarios para atraer al pequeño inversor han alcanzado cifras en el Reino Unido de aproximadamente 3.000 a 4.000 millones de pesetas de media para las privatizaciones más importantes.

A continuación, si bien de una manera breve, comentaremos cómo algunos gobiernos europeos han logrado resolver determinados conflictos entre los objetivos políticos y económicos que acabamos de citar.

Reino Unido y Francia

Fundamentalmente en el Reino Unido, si bien en

cierta medida también en Francia, el objetivo prioritario del Gobierno era fomentar el capitalismo popular, favoreciendo la participación de pequeños ahorradores, ofreciendo para ello las empresas privatizadas a precios atractivos, que han permitido revalorizaciones posteriores importantes en el precio de las acciones. Con ello se ha logrado demostrar las virtudes del capitalismo y de la política económica del Gobierno, claramente reflejadas en el éxito del Gobierno Thatcher en las diferentes elecciones generales de estos últimos años. En los comienzos de este proceso, el Gobierno británico privatizó únicamente pequeños porcentajes del capital, como fue el caso de British Telecom. A medida que el Gobierno fue ganando confianza en el proceso, así como respaldo popular, comenzó privatizando la mayoría o la totalidad del capital. Ejemplos recientes en este sentido lo constituyen British Gas, British Steel, British Airways, British Petroleum, así como las compañías eléctricas de generación y distribución. Sólo hace unas semanas, el Gobierno ha anunciado su intención de reducir de nuevo su actual participación en British Telecom.

Al contrario del caso británico, otros gobiernos, fundamentalmente socialistas, han seguido caminos muy distintos con procesos privatizadores mucho menos visibles, para evitar ser tachados de patrocinadores del más puro capitalismo.

Alemania y Holanda

Al igual que en Nueva Zelanda y Australia, el objetivo prioritario de dichos gobiernos lo ha constituido la maximización del precio como medida para paliar el déficit presupuestario. En estos casos el grado de participación de pequeños inversores ha sido sustancialmente menor.

España

En España hemos aprendido a utilizar el término «ampliación de la base accionarial» como sustitutivo de privatización. En realidad el Gobierno español ha utilizado los mercados de renta variable para reducir su participación en aquellas empresas más rentables (Endesa y Repsol), pero lo ha hecho sólo en porcentajes que en ningún caso han superado el 25-30% del capital de la empresa, limitando asimismo el tramo internacional a no más de un 35-40%.

En cualquier caso, las ofertas públicas de acciones de Endesa y Repsol han sido las más importantes en tamaño del mercado español. Sus tramos internacionales permitieron reducir o aliviar la

presión en el posible nivel de demanda nacional. Sin duda ambas operaciones han contribuido a desarrollar el mercado de capitales domésticos, con una importante y creciente participación del pequeño ahorrador. La intensa campaña de publicidad de Repsol, con más «impactos» que una campaña política, contribuyó definitivamente a una mayor participación del inversor nacional.

3. Instrumentos y técnicas utilizados en recientes privatizaciones

Como hacíamos referencia en el punto anterior, describimos a continuación diversos instrumentos y técnicas desarrolladas estos últimos años para mitigar algunos de los conflictos anteriores, como el porcentaje a colocar en el mercado nacional versus mercados exteriores, etc.

Mecanismo de «clawback»

Clawback es claramente un instrumento político de gran eficacia que permite al gobierno satisfacer una fuerte demanda doméstica de pequeños ahorradores, reduciendo automáticamente por medio de dicho instrumento el número de acciones que previamente había sido asignado tanto al mercado exterior como a inversores institucionales. Este instrumento ha sido ampliamente utilizado en las privatizaciones inglesas, en las que el Gobierno establecía un determinado nivel de demanda interior para hacer uso de dicho mecanismo. Típicamente se establecía un nivel de aproximadamente dos veces la demanda de acciones prevista.

Por tanto, si la demanda doméstica es superior al doble del número de acciones inicialmente previsto, se ejerce dicho mecanismo, reduciéndose proporcionalmente los tramos internacionales e institucionales para satisfacer la demanda del pequeño inversor.

Existe una percepción generalizada en los mercados internacionales de capitales de que el *clawback* debe ser ejercido para que la colocación sea considerada como un éxito.

«Bonus shares» (acciones gratis)

Los *bonus shares* se han utilizado como instrumento político para compensar la lealtad del accionista. Típicamente, se ofrecía una acción gratis por cada 10 acciones, siempre y cuando se hubieran mantenido esas 10 acciones por un plazo de tiempo predeterminado, que suele oscilar entre 18 y 24 meses.

Alternativamente, se ofrecen *vouchers* (vales) de gasolina, electricidad, gas, etc., para reducir las facturas del consumidor accionista.

«Trato preferencial a los empleados»

En la mayor parte de las privatizaciones importantes europeas se ha reservado una parte de las acciones para los empleados de la empresa. En las primeras operaciones se pensó que éstos mantendrían los títulos a largo plazo, pero la experiencia nos ha demostrado que han reaccionado de forma similar a otros inversores, vendiendo tan pronto había la posibilidad de materializar ciertas plusvalías. Este fenómeno se ha reducido en ciertas ocasiones mediante la concesión por parte de la empresa de préstamos para la compra de acciones que obligaban a mantener las acciones durante determinado plazo.

«Partly paid structure» (pago fraccionado)

Con objeto de mitigar las posibles limitaciones en cuanto a capacidad de absorción del mercado local, especialmente en las operaciones de gran tamaño, se ha utilizado una estructura que supone ofrecer a los inversores que deciden suscribir acciones gozar de la posibilidad de pagar las mismas a plazos. Esta fórmula ha sido utilizada en repetidas ocasiones en Inglaterra, llegándose a establecer incluso tres o cuatro tramos diferentes. Las principales ventajas de esta estructura pueden resumirse en los siguientes puntos:

a) Mejora sustancialmente la rentabilidad vía dividendo, debido a la menor inversión inicial, lo que la hace más atractiva.

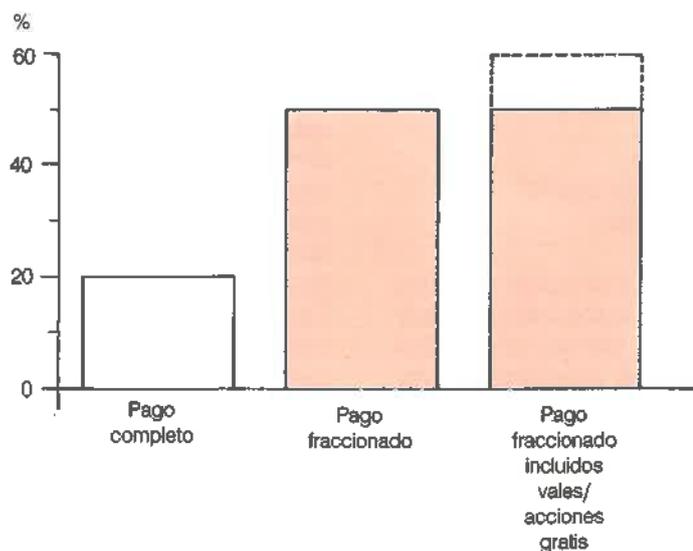
b) Permite al gobierno recibir los fondos de la privatización en dos o tres plazos, permitiéndole un manejo más flexible de sus necesidades en función del presupuesto.

Finalmente, y como puede observarse en el gráfico 2, bajo esta estructura la evolución del precio de la acción en el primer día de cotización ha sido más favorable frente a otras estructuras.

«Inversores estratégicos»

Otra técnica alternativa, sobre todo utilizada en Francia, ha consistido en la previa colocación de paquetes de aproximadamente un 2-3% de la empresa a privatizar entre determinados inversores industriales o estratégicos. El porcentaje total colocado por esta vía no suele representar más de un 25-30% del capital.

GRAFICO 2
INCREMENTO MEDIO DE LA COTIZACION
EN EL DIA DE SALIDA A BOLSA



La modalidad de pago fraccionado se traduce en una mayor revalorización del valor.

4. Control futuro de la empresa

En cualquier privatización en la que el gobierno decida reducir su participación más del 50% del capital es muy importante el considerar ciertas medidas de protección o *poison-pills* que eviten que la compañía pueda ser opada o absorbida en un plazo razonablemente corto tras su privatización. Si esto ocurriera, sería políticamente delicado, por lo que se han utilizado diversos mecanismos que comentaremos brevemente en las siguientes líneas:

- Golden share* (acción de oro).
- Limitación en cuanto a la participación máxima por inversor.
- Restricciones en cuanto a la participación máxima de inversores extranjeros.
- Colocación de paquetes significativos a «inversores amigos».

La famosa *golden share*, tan utilizada por el Gobierno británico, consiste en la retención por parte del gobierno de una acción especial, con un valor simbólico de una libra esterlina, pero con derechos de voto muy especiales y distintos a las otras acciones. Estos derechos sólo pueden ejercerse en situaciones especiales, como lo puede ser un intento de toma de control en la empresa privatizada. En este tipo de situación, la acción especial conlleva el suficiente número de votos para frenar

la no deseada toma de control. La experiencia ha demostrado que el gobierno puede utilizar este privilegio con gran flexibilidad, ya que éste puede renunciar a su acción cuando lo considere oportuno (venta de Jaguar a Ford en 1989).

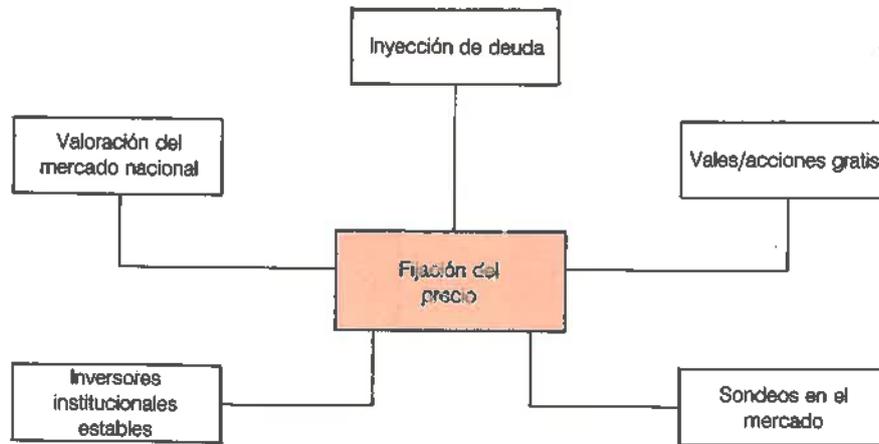
5. Valoración

¿Cuánto vale la empresa a privatizar?

Generalmente, bien el gobierno o la propia empresa designan a un banco de negocios que asesora financieramente tanto para la determinación del valor de la empresa como en cuanto a la estructura y diseño de la operación. En el caso británico, el asesor(es) del gobierno no es asegurador y colocador de acciones al objeto de mantener una opinión independiente respecto a la valoración.

En España, se ha seguido un modelo similar, si bien con ciertos matices distintos. En el caso de Endesa, el INI designó a Infoleasing y éste a su vez a Baring Brothers, para definir conjuntamente la estructura apropiada y valor del grupo Endesa. En esta operación, Goldman Sachs fue nombrado banco director de todo el tramo internacional que incluía Europa, así como el mercado norteamericano, mientras que la totalidad de la gran banca fue

GRAFICO 3
PROCESO DE FIJACION DEL PRECIO



invitada a liderar el tramo doméstico.

En la operación de Repsol, el INI designó a N. M. Rothschild como asesor para la valoración y diseño de la operación. Conjuntamente con los ejecutivos de Repsol, designaron los bancos directores para cada uno de los tramos extranjeros:

- a) EE.UU.: Goldman Sachs y Morgan Stanley.
- b) Japón: Nomura.
- c) Reino Unido: Warburg.

así como otros bancos para los tramos regionales correspondientes a otros países de Europa.

En ambas operaciones, las instituciones aseguradoras trabajaron estrechamente con los asesores y la propia empresa para la determinación del precio por acción a que éstas iban a ser ofrecidas.

La determinación del precio es producto de una serie de factores, como se indica en el gráfico 3, que combina aspectos de distinta índole tales como los objetivos económicos y políticos que antes comentábamos. De gran importancia es la comparación de la empresa a privatizar (PER, dividendo por acción, etc.), ya que los inversores de los distintos mercados tomarán estos datos como referencia a la hora de decidir su posible inversión.

El gráfico 3 recoge algunos de los más importantes inputs en la fijación del precio.

Una referencia adicional para valorar si el precio fijado por acción ha sido adecuado, y en otras palabras para valorar si la operación se puede calificar de éxito, consiste en analizar el *premium* o subida del precio en el mercado de renta variable durante el primer día de *trading*, así como por ejemplo durante los tres primeros meses desde el

CUADRO 1

Inglaterra	17,9%
España	25,0%
Holanda	2,4%
Francia	12,0%

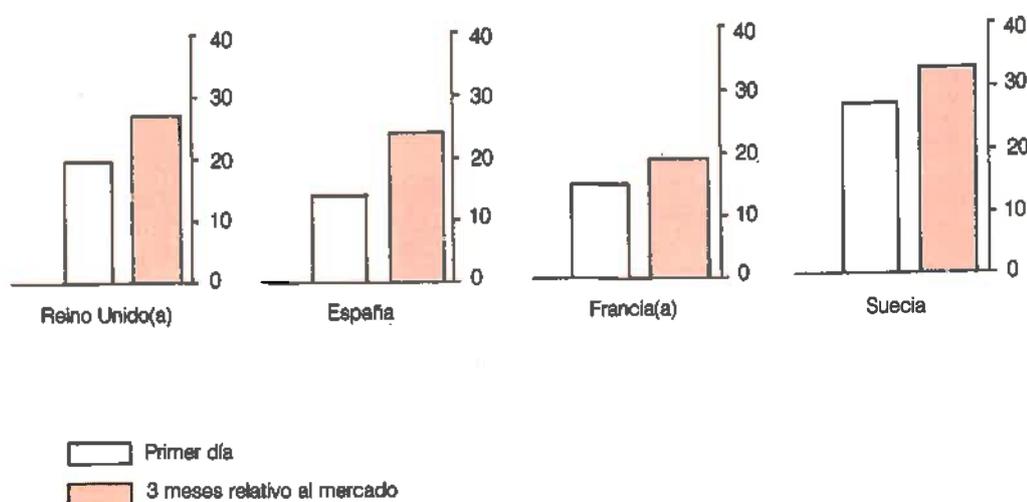
inicio de la cotización. Como puede observarse en el gráfico 4, los *premiums* en el Reino Unido y en Suecia han sido sustancialmente superiores a otros mercados. El gráfico no incluye la reciente privatización de las compañías eléctricas inglesas, en las que sólo en el primer día el precio se revalorizó en un 37%. Esta fuerte revalorización le ha valido ciertas críticas al Gobierno británico, por haber infravalorado el precio fijado. La explicación de este fenómeno hay que buscarla en motivaciones políticas del Gobierno, que claramente ha favorecido objetivos políticos en detrimento de los económicos.

6. Impacto en los mercados de capitales

Las privatizaciones europeas han tenido sin duda alguna un impacto importante en los distintos mercados de valores en cuanto a su capitalización.

La capitalización bursátil de las compañías privatizadas hasta diciembre de 1990 representa un porcentaje significativo sobre la capitalización total de cada uno de los mercados de valores, como podemos observar en las cifras del cuadro 1.

GRAFICO 4
COMPORTAMIENTO BURSATIL EN EL DIA
DE SALIDA A BOLSA Y TRES MESES DESPUES



Nota: (a) No incluye las privatizaciones de octubre 1987.

CUADRO 2
PARTICIPACION DE INVERSORES EXTRANJEROS
SOBRE EL VOLUMEN TOTAL NEGOCIADO

	1987	1988	1989
Francia	17,9%	43,5%	26,3%
Holanda	35,6%	49,5%	63,3%
España	23,2%	25,1%	29,5%

Fuente: AMDATA, FIBV, International Equity Flows.

En el caso de España, el porcentaje es claramente mayor, debido al tamaño de las empresas (Repsol, Endesa), así como por el hecho del todavía reducido número de empresas que cotizan en bolsa. No disponemos de cifras actualizadas, pero un análisis reciente nos indicaba que tan sólo 60/70 de las 500 grandes empresas del país cotizan en bolsa.

Otro aspecto importante del impacto que las privatizaciones han tenido en los mercados de capitales ha sido, sin duda, la significativa contribución de las operaciones de privatización a la internacionalización e interconexión de los mercados de valores.

Actualmente, los inversores representan una parte muy importante del volumen negociado en cada mercado de valores (véase cuadro 2).

Un análisis reciente nos indicaba que una opera-

ción de cada siete que ocurren en el mundo tiene en el lado del vendedor o el comprador a un inversor extranjero. Asimismo, una de cada cinco transacciones se realiza sobre una acción extranjera. En los mercados europeos esta relación es de una de cada tres compra-ventas.

Pasamos a continuación a exponer con más detalle dos de las privatizaciones más importantes ocurridas en España y más representativas en cuanto a la importancia relativa de su tramo internacional.

7. El caso Repsol

En mayo de 1989, la empresa de petróleos Repsol fue privatizada mediante una colocación de 1.050 millones de dólares realizada en España y en los mercados internacionales más importantes. La privatización se compuso de un tramo nacional, uno internacional, de una colocación pública en los Estados Unidos y de una colocación privada en Japón. Con anterioridad, se había realizado una colocación especial con descuento sobre el precio de salida para empleados y distribuidores de productos Repsol.

Las características más destacadas de esta operación fueron las siguientes:

- Inicialmente la colocación tenía un carácter marcadamente nacional. Sin embargo, el diseño flexible de la operación permitió una reasignación importante hacia los mercados internacionales con gran demanda.

- El aseguramiento de todos los tramos se realizó de manera simultánea, y el porcentaje asignado a los tramos «no españoles» sólo se vio afectado al concluir el período de suscripción en el mercado nacional.

- La privatización estuvo acompañada por una campaña publicitaria importante (*roadshows*, etc.) no sólo en los mercados internacionales, sino también en España (se realizaron 800 presentaciones a inversores).

- La salida a bolsa se realizó en todos los mercados simultáneamente.

El número de acciones ofrecidas al público fue de 73 millones a un precio de 1.700 pesetas por acción, 14,35 dólares por ADR (American Depositary Receipt), lo que suponía un 24% del número de acciones en circulación. Las acciones se ofrecieron en cuatro tramos:

- Nacional: 44 millones de acciones.
- Internacional: 12,65 millones de acciones.
- EE.UU.: 12,65 millones de acciones.
- Japón (colocación privada): 3,45 millones de acciones.

Como parte de la privatización de la compañía se ofrecieron 5,6 millones de acciones a empleados de Repsol y del INH, con un 10% de descuento sobre el precio de salida, y 1,4 millones de acciones con un 8% de descuento sobre el precio de salida a los distribuidores de productos Repsol.

Al igual que Endesa, Repsol, como valor bursátil, sigue gozando de gran aceptación tanto en España como en el extranjero debido a sus buenos resultados. Desde la salida a bolsa, el número de acciones de Repsol en forma de ADRs se ha duplicado, lo cual demuestra la confianza de los inversores en esta compañía. Buena parte de este interés proviene de inversores institucionales: a 31 de diciembre de 1990, la inversión institucional norteamericana ascendía a 582 millones de dólares, equivalentes al 9,03% del capital.

8. El caso Endesa

La privatización de la Empresa Nacional de Electricidad, S. A. (Endesa), se llevó a cabo en mayo de 1988 a través de una colocación nacional e internacional de 650 millones de dólares. La operación contó con un tramo nacional, un tramo internacional y una colocación pública en EE.UU.

Las condiciones de la colocación fueron las siguientes:

- Inicialmente la colocación se realizó acorde a la demanda interna, aunque posteriormente se adaptó la estructura de la operación para satisfacer la fuerte demanda de los mercados externos. El tramo americano y el internacional se beneficiaron de un incremento del 46% (74 millones de dólares adicionales) para satisfacer el exceso de demanda de esos mercados.

- Al contrario que la mayoría de las colocaciones realizadas en España, que prevén un período de 2 a 3 meses para facilitar la colocación entre pequeños inversores, Endesa fue la primera compañía española en establecer un período de suscripción de tres semanas para permitir la sincronización del tramo nacional, europeo y del tramo americano.

- La documentación legal española e internacional, así como los criterios de liquidación y los aspectos fiscales y contables se coordinaron para permitir la participación de inversores extranjeros.

- El 31 de mayo de 1988 se ofrecieron simultáneamente en España, los Estados Unidos y Europa (tramo internacional) 53 millones de acciones. Goldman Sachs & Co. fue el *lead manager* para los tramos americano e internacional. Se colocaron en los Estados Unidos 14 millones de acciones en forma de ADRs al precio de 17,29 dólares por acción y 6 millones de acciones en Europa al precio de 1.400 pesetas por acción.

- El tramo «no español» de la operación contemplaba inicialmente la colocación de 14 millones de acciones (172 millones de dólares), número que se incrementó a 20 millones de títulos (246 millones de acciones) debido a la fuerte demanda por parte de los inversores extranjeros.

- La colocación de Endesa fue calificada de «emisión del año» por varios estudios, y los títulos de dicha colocación siguen gozando de gran aceptación, especialmente entre los inversores internacionales. El número de ADRs actualmente en circulación es superior al doble de los inicialmente emitidos, lo que da una idea de la fuerte demanda internacional existente, sobre todo en los Estados Unidos, en donde la inversión institucional ascendía, a 31 de diciembre de 1990, a 576 millones de dólares, lo que equivale al 9,63% del capital. □

Privatizaciones en Latinoamérica: características principales y aspectos diferenciales

1. Introducción

De acuerdo con la orientación política, la educación o la nacionalidad de quien esté opinando, los alcances del término privatización —o de lo que es privatizable— tendrán significados más o menos amplios. El concepto puede abarcar la prestación de servicios, la producción de bienes o, incluso, la actividad reguladora de los Estados. Con respecto a esto último, puede decirse, por ejemplo, que la fijación de precios y tarifas máximos por parte de un gobierno con base en razones políticas, implica disminuir la propiedad del sector privado sobre el ingreso que podría obtener de otro modo al estar operando en condiciones de mercado libre. Estas serían derivaciones económicas de un proceso de privatización, aunque los límites de las privatizaciones varían de país a país y no todo se agota en cuestiones económicas. En los Estados Unidos, por ejemplo, nos encontraremos con literatura que analiza seriamente si el servicio de justicia y las penitenciarías cumplirían mejor su objetivo y costarían menos a la población estando en manos privadas. En este caso, son más marcadas las implicaciones de tipo ético y filosófico que también tiene este término. En el otro extremo, gobiernos centrales de países de Europa del Este se encuentran en estos momentos tratando de encontrar simplemente el mejor camino para desprenderse de todo tipo de empresas y actividades que en otros países desde hace ya tiempo —o siempre— estuvieron en manos privadas.

Para los propósitos de este trabajo nos centraremos en los aspectos más claramente económicos del término «privatización». Si bien entendemos que una economía basada en el esfuerzo privado necesita más que propiedad privada para crecer y desarrollarse (necesita de mercados desregulados), nos limitaremos a hablar de las privatizaciones que implican actividades que el Estado deja de realizar y de financiar, para pasar a ser ejecutadas y financiadas por el sector privado, a quien también se le transfiere la propiedad de derechos y activos.

Generalizar hablando de privatizaciones es, en opinión de los que escriben este artículo, algo difícil. Cada privatización tiene sus características particulares dependiendo de las razones o los fines que las motiven, el tipo de empresa, el activo o el servicio que se privatice, la situación económica del país (e internacional), el entorno social y político, etcétera.

Partiendo de esta base, intentaremos identificar y describir brevemente en este artículo algunas de las principales características diferenciales del pro-

Adrian Gostuski
CITIBANK N.A., Nueva York
Pedro Pardillo
CITIBANK N.A., Madrid

ceso de privatización que hoy se está produciendo en Latinoamérica. Trataremos de destacar, sobre todo, aquellos aspectos que, en nuestra opinión, resultan únicos en esta región. Para ello, es conveniente situarse en el momento actual de Latinoamérica haciendo un breve repaso de su historia económica.

2. Latinoamérica. Breve reseña

Numerosos países europeos participaron en la formación cultural, política y económica de lo que es hoy Latinoamérica, pero dos de ellos, España y Portugal, predominaron en este proceso y dejaron las más hondas huellas en este continente. Sin embargo, a pesar de los orígenes comunes, los países presentan hoy marcadas diferencias por lo que las generalizaciones que podamos hacer aquí deben tomarse como tales, según ya indicábamos en la introducción.

A grandes rasgos, se puede dividir la historia política y económica latinoamericana en tres etapas:

- La independencia de sus colonizadores.
- La formación de fronteras.
- La estabilización de las fuerzas políticas y de los gobiernos.

Las dos primeras etapas comenzaron en el siglo pasado y, salvo algunas disputas territoriales menores que aún persisten, terminaron con él (algunas regiones dependientes de otros países europeos siguieron otro proceso). En lo referente a la estabilización política, Latinoamérica goza hoy, después de un proceso lento y penoso con avances y retrocesos, de gobiernos elegidos democráticamente, y practicantes de esta forma de gobierno, en la gran mayoría de sus países. En este sentido cabe recordar que, hace solamente diez años atrás, esto último no era verificable en prácticamente toda la región sur del continente. Guerras civiles y revoluciones fueron una constante y, aún hoy, persisten luchas armadas en algunas regiones. Todas las ideologías políticas han estado alguna vez en el gobierno de algún país, predominando ahora, en general, la moderación política y la apertura económica.

Desde los mismos comienzos existe un desarrollo dispar de las distintas economías regionales. Partiendo de un origen común de netos exportadores de alimentos y materias primas e importando la gran mayoría de los productos manufacturados (recordemos aquí el estricto monopolio comercial impuesto por España a sus colonias), algunos países comenzaron a diferenciarse de otros

en su ritmo de creación de infraestructura (ferrocarriles fue un área especialmente impulsada) e industrialización. Hacia fines del siglo pasado y principios de éste, las políticas progresistas de países como Argentina atrajeron a millones de inmigrantes europeos ansiosos de aprovecharlas. El crecimiento económico requirió de financiación externa y muchos países latinoamericanos la lograron en los mercados europeos y norteamericanos. Sin embargo, el nivel de crecimiento (siempre ligado a los acontecimientos mundiales) no fue uniforme y las crisis de pago de estas deudas fueron numerosas, siendo la de Perú en 1826 una de las primeras.

Tomando como un indicador de confianza internacional y de crecimiento el volumen de los préstamos nuevos otorgados a los países de la región, el cuadro 1 resulta sumamente ilustrativo de las diferencias entre países en este período histórico. Como puede observarse, son Argentina, Brasil, Chile y México y los beneficiarios más asiduos de la nueva financiación hasta 1933. En la última columna se observa la evolución de la deuda hasta 1990.

El cuadro 2 es ilustrativo de algunas de las crisis de pago (y solidez relativa de otros países) que mencionábamos anteriormente. Indudablemente, los precios de los distintos *commodities* producidos en cada uno de estos países influenciaba la habilidad para conseguir dinero fresco y el valor de mercado de sus deudas.

Gradualmente, pero sobre todo durante la primera mitad de este siglo, los países latinoamericanos fueron sumando al sector público empresas y actividades. Algunas fueron nacionalizadas, como en el caso de la industria petrolera en México en 1938. Otras, como Yacimientos Petrolíferos Fiscales en Argentina, fueron creadas por el propio gobierno, quien a su vez pagó en 1946 US\$ 85 millones por la nacionalización de la compañía de teléfonos y en 1947 US\$ 750 millones por la nacionalización de los ferrocarriles. También en épocas más recientes encontramos nacionalizaciones como por ejemplo la de prácticamente todos los sectores económicos en Chile en el período 1970-1973, y la de la industria bancaria en México en 1982. El fenómeno del Estado como empresario no se limitó a los «monopolios naturales», tales como servicios públicos en general, sino que su intervención se presenta también en otras áreas como las de automoción, seguros, radio y televisión, distribución, etc. Numerosos fueron también los casos en que los gobiernos sumaron a sus erogaciones las necesarias para mantener abiertas empresas que quebraron en la esfera privada.

CUADRO 1
DEUDA EXTERNA CONTRATADA POR PAISES LATINOAMERICANOS

País	Período				
	Préstamos nuevos (flujo)			Stock de deuda a largo plazo	
	Libras (miles) 1850-1873	Libras (miles) 1880-1890	Dólares (miles) 1920-1930	Dólares (millones) 1933	Dólares (millones) 1990
Argentina	11,988*	61,018*	140,116*	864	68.000
Bolivia	2,700		43,000*	63	4.000
Brasil	9,863*	12,646*	344,375*	1,239	120.000
Chile	6,502*	2,706*	246,254*	343	17.000
Colombia	5,700*		141,775*	164	17.000
Costa Rica	3,400		1,800*	21	3.000
México	6,960*	11,350*		684	96.000
Uruguay	0*	1,400*	70,387	98	7.000
Perú	12,610*		16,599*	114	18.000
El Salvador			0*	4	2.000
Guatemala	500*		4,950*	14	3.000
Cuba			96,973	153	(No disp.)
Rep. Dominicana			10,000	16	4.000
Ecuador	0*			23	12.000
Haití	0*		0*	13	1.000
Honduras	18,000*			4	3.500
Paraguay	29,000*			3	2.000
Panamá			4,000*	16	6.000
Venezuela	0*			0	31.000
Nicaragua				21	8.500

Nota: * Importe neto de refinanciaciones.

Fuentes: *A century of debt crises in Latin America: from independence to the Great Depression*, Carlos Marichal, Princeton University Press, 1989.
Otras fuentes.

CUADRO 2
VALOR DE MERCADO
DE TITULOS EXTERNOS
(en %)

País	Año 1880 Bonos externos	Año 1936 Bonos oro
Brasil	97	37
Argentina	83	102
Perú	18	20
México	—	10
Bolivia	—	10
Colombia	—	33
Haití	—	100
Cuba	—	105

Fuente: *A century of debt crises in Latin America: from independence to the Great Depression*, Carlos Marichal, Princeton University Press, 1989.

CUADRO 3
FUGA DE CAPITALES Y DE DEUDA EXTERNA.
PERIODO 1974-1984
(en miles de millones de dólares)

País	Fuga de capitales	% de la deuda externa
Argentina	20,8	45
Brasil	0,4	—
Chile	-3,7	-19
México	5,6	58
Perú	2,6	20
Uruguay	1,7	52
Venezuela	15,5	45
Total	93,3	29

Fuente: *Capital Flight and Third World Debt*, Donald R. Lessar y John Williamson, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1986.

CUADRO 4
CRECIMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO, 1970-82

País	Desembolsos del sector público como % del PIB		Correspondiente a empresas estatales		% de participación aprox. de la empresa estatal en la formación bruta de capital	Déficit del sector público como % del PIB		
	1970	1982	1970	1982	(1978-80)	1970	1982	1989 (1)
Argentina	33	35	11	12	20	1	14	22
Brasil	28	32	6	11	39	2	17	73
Chile	41	36	5	10	13	5	2	(3)
Colombia	26	30	6	10	9	4	2	3
México	21	48	10	26	24	2	17	6
Perú	25	57	4	32	15	1	9	6
Venezuela	32	66	17	45	45	3	4	1
Media ponderada Latinoamérica	28	42	9	19	29	2	9	
Malasia	36	53	4	34	33	12	19	
Corea	20	28	7	4	23	4	3	
Francia	38	48	6	7	13	0,5	3	
Japón	23	27	8	8	11	1,5	6	
Suecia	52	66	4	6	11	2	10	
Reino Unido	43	49	10	11	17	3	6	
Estados Unidos	22	21	10	9	4	1	2	

Fuentes: *Toward Renewed economic growth in Latin America*, Balassa, Beta, A., y otros, Washington, D. C. Institute for International Economics, 1986.
(1) The Institute of International Finance.

No podemos hablar de una única ideología o teoría económica detrás de la expansión del sector público, pero sin duda lo que más influyó en este sentido era la idea de que el estado debe (y puede) controlar la economía. Casi todos los países latinoamericanos regularon (y aún hoy lo hacen) sus economías con distintos mecanismos: tipo de cambio (normalmente sobrevaloración), tasas de interés, subsidios a empresas públicas y privadas, tarifas de servicios públicos subsidiados con precios políticos, impresión de dinero para financiar déficits (inflación), etc. No debe tampoco olvidarse el papel del estado como inversor, especialmente en grandes proyectos, siendo ésta un área clave que determina el nivel de rentabilidad futura de numerosos subsectores de la economía.

Una de las consecuencias puede verse en el cuadro 3. La fuga de capitales como indicador refleja una combinación de sobrevaloración de la moneda y expectativas de alto riesgo económico y político. El número negativo de Chile es el resultado de una fuerte entrada de capitales a partir de 1975, con ciclos negativos en 1982-1983, y la relativamente pequeña cifra para Brasil refleja la combinación de una entrada en los primeros años con una salida neta en el período 1980-1984.

El deseo de controlar la economía por parte de los estados lleva más tarde o más temprano a su hipertrofia y el resultado habitual es la pérdida de

control de las finanzas públicas llegando normalmente a la situación de no poder cumplir con una de sus funciones básicas, como es la de recaudar impuestos. Estimaciones privadas indican que la economía sumergida puede llegar a una media de más del 25 % en toda la región. Como resultado, los sectores más fácilmente controlables, como algunas grandes empresas, y sus empleados, son los que en general soportan la carga impositiva con la consiguiente inequidad. Las pequeñas y medianas empresas son demasiado numerosas para un control efectivo. Impuestos a la importación y a la exportación (en un mundo compitiendo por mercados) son otros instrumentos comunes.

Encontramos el cuadro 4 sumamente apropiado para describir el papel que el sector público jugó en Latinoamérica en los últimos años. Como se observa, el aumento de casi diez veces la deuda externa de los gobiernos centrales de los países de la región en el período 1973-1982 permitió financiar el mantenimiento y crecimiento del sector público.

Los aumentos de los precios del petróleo de los años 1974 y 1979-1980 tuvieron un impacto directo diverso en estos países: México y Venezuela, por ejemplo, se vieron beneficiados, mientras Brasil y Chile —importadores netos del producto— se vieron perjudicados. No obstante, fue la combinación de la reducción internacional de

los precios de los *commodities* producidos en la región conjugada con el aumento de las tasas de interés internacionales aplicadas a la deuda externa de estos países —notablemente aumentada especialmente en la segunda mitad de la década de 1970—, lo que provocó la crisis de deuda externa de 1982.

El endeudamiento externo de Latinoamérica se convirtió en un problema mundial, ya que en su conjunto supone, aproximadamente, un total de US\$ 440.000 millones a fines de 1990, 50 % más que la región siguiente, que es Asia. Numerosas propuestas fueron planteadas para la solución de este problema, siendo las más conocidas el Plan Baker, que proponía dinero fresco para los países que ajustaran sus economías, y el Plan Brady, que propugna ahora una reducción de las deudas a cambio de la misma promesa.

No obstante esta crisis, no es sino hasta el momento en que se agota el crédito interno para los gobiernos de estos países cuando surge la necesidad, ya imperiosa e impostergable, de reducir el tamaño del sector público.

Así, una de las cosas que nos indica la inflación es que el gobierno ha dejado de poder colocar su propia deuda en el mercado interno, e imprime moneda porque sólo unos pocos, y a exorbitantes descuentos, aceptan su promesa de pago. Algunos gobiernos enfrentados a la necesidad de financiamiento aceptan la realidad y ni imprimen moneda ni colocan deuda, tratando de encontrar otras soluciones. Otros, como Brasil y Argentina, han recurrido recientemente inclusive a lo que prácticamente fue una confiscación de ahorros. Sin duda, simplificando el uso de variables para explicar un problema complejo, resulta ilustrativo que estos dos países, Brasil y Argentina, respectivamente, tuvieron en 1990 inflaciones de 1.795 % y 1.337 %, PIB de -4,5 % y -3 % (est.) y sus deudas se coticen a 27 y 17 centavos de dólar.

Si bien hemos enfatizado hasta ahora el enorme peso del sector público en Latinoamérica, la existencia de un vasto sector privado es también cierta. Este sector privado ni está tan desarrollado ni opera bajo las mismas condiciones que en las economías industrializadas. Sin embargo, ofrece potencial y grandes posibilidades a la región y marca una gran diferencia en lo que se refiere a quién «recibirá» lo que el Estado deje de hacer, si lo comparamos con la mínima expresión del mismo que existe en Europa del Este.

Como ya dijimos antes, no todos los países fueron impactados del mismo modo por estos acontecimientos mundiales que generaron la crisis de la deuda, y no todos reaccionaron de la misma ma-

nera para superar la crisis y sus problemas internos. Chile es indudablemente el pionero en cuanto a ajustes económicos se refiere, comenzando a partir de 1975 el proceso de privatización, anticipándose en esto incluso al conocido programa del Reino Unido.

Las privatizaciones en Chile tuvieron dos etapas bien definidas: la primera de 1975 a 1982, y la segunda de 1982 a 1989. La primera etapa se caracterizó por la rapidez con la que se actuó y por la gran cantidad de empresas que pasaron al sector privado. La mayoría de estas empresas fueron compradas por conglomerados y grupos de accionistas que se endeudaron para poder hacerlo, aunque la rentabilidad de estas compañías era aún muy endeble, y además en muchos casos, tal como se verificó más tarde, se pagó demasiado por ellas. La crisis de 1981-1983 generó en el mercado una falta de liquidez tal que llevó a la quiebra a muchas empresas, siendo un número importante de ellas nacionalizadas para evitar su cierre. En la segunda etapa se enfatizaron las medidas necesarias para la existencia de un sector privado más vigoroso. Se disminuyó aún más el déficit público, continuó la liberalización y la apertura de los mercados, se aplicaron políticas monetarias conservadoras, se redujo la tasa de impuesto a las ganancias y se recurrió a los *debt-equity swaps* para aumentar las inversiones y disminuir la deuda externa. Como un indicador del resultado de este proceso, el patrimonio de las principales empresas privatizadas en esta época es equivalente al 18 % del PIB chileno de 1990. A efectos de incentivar el crecimiento del mercado de capitales, parte del paquete accionario de las empresas privatizadas fue vendido a empleados y público en general, a veces incluso por debajo de su valor económico y con financiación otorgada por el gobierno. La intensidad con que se aplicó este programa general de privatización de la economía puede verse en la transferencia al sector privado —en algunos casos, parcialmente— del sistema de seguridad social, el de salud y el de educación, y en la separación del banco central de la esfera del poder ejecutivo.

3. Características principales. Rasgos diferenciales

Las privatizaciones incluyen normalmente la venta de grandes paquetes accionariales, pero el reducido tamaño de los mercados de valores latinoamericanos no puede absorber fácilmente y en un corto espacio de tiempo una colocación a gran

CUADRO 5
VALOR DE CAPITALIZACION DEL MERCADO
EN MILES DE MILLONES DE DOLARES (1990)

Pais	Valor de capitalización del mercado en miles de millones de dólares (1990)
Japón	3.457,6
Estados Unidos	2.772,7
Corea	98,9
España	98,6
Brasil	39,2
México	33,1
Chile	8,7
Argentina	5,3
Venezuela	1,1

Fuente: «Argentina en su naturaleza de mercado emergente», Juan Bautista Peña, artículo publicado en la revista *La Bolsa*, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, número mayo/junio 1990.

escala. El cuadro 5 muestra el tamaño relativo de los mercados de acciones en algunos países seleccionados. De dicho cuadro puede deducirse el diferente impacto que produciría una colocación de US\$ 500 millones en Argentina y en España. La primera característica que condiciona las privatizaciones en Latinoamérica es, por tanto, la falta de mercados de capitales desarrollados. Las privatizaciones que incluyen atomización parcial o total del patrimonio de las empresas son indudablemente un factor que incentiva un mercado de capitales más eficiente.

Quizá uno de los más característicos rasgos de los mercados latinoamericanos sean los programas de conversión de Deuda que existen en algunos de ellos. Como es sabido, el fundamento o la base de estos programas es la deuda externa impagada de estos países (y los intereses acumulados en algunos casos), que ya mencionamos anteriormente. De hecho, existe un mercado internacional secundario de «papeles de deuda» que se cotizan con diferentes descuentos dependiendo del país moroso, la divisa en que está denominada la deuda, el tipo de deuda o instrumento, etc. A modo de ejemplo orientativo de los distintos descuentos, a mediados de marzo del presente año la deuda argentina se cotizaba alrededor del 17 % de su valor nominal (por cada dólar nominal, el mercado pagaba 17 centavos), la chilena al 83 %, la ecuatoriana al 25 %, la venezolana al 58/67 %, la brasileña al 27 % y la mexicana al 53/71 %.

El mercado de deuda latinoamericana es bastante ilíquido: en media, descontando las grandes operaciones provocadas por oportunidades concretas, el movimiento de un día normal podría estimarse en alrededor de 100 millones de dólares.

Por esta misma razón, las fluctuaciones en los precios son muy grandes en cuanto hay transacciones de cierta relevancia o posibilidad de que las haya. Es un mercado bastante especulador. No hay que olvidar que los tenedores de la deuda, o mejor, de los papeles de deuda, si son los acreedores originales, están perdiendo cuando menos todo el porcentaje del descuento, sin contar intereses impagados, intereses de demora, coste de oportunidad, etc., al margen de que lo reconozcan en sus libros o no.

Básicamente, un programa de conversión de deuda consiste en lo siguiente: una compañía compra papeles de deuda del país en el que quiere invertir usando el mercado secundario. Esta deuda se convierte a moneda local en el banco central del país deudor. Normalmente el país se queda con parte del beneficio del descuento del mercado secundario convirtiendo la deuda a un valor inferior al nominal. La compañía invierte entonces el dinero resultante del *swap* en un proyecto determinado y previamente autorizado dentro del país deudor. Debido a que la deuda es comprada a un valor inferior al nominal en el mercado secundario y convertida a moneda local con un descuento inferior, las compañías pueden conseguir una ganancia significativa con la transacción.

Además del típico *debt for equity swap* (intercambio de deuda por capital) que acabamos de describir, existen una serie de variaciones originales e innovadoras como los intercambios «deuda por deuda», o «deuda por bienes».

De los distintos programas de conversión de deuda en Latinoamérica, cabría destacar el venezolano y el chileno. En junio de 1990, se aprobó en Venezuela un nuevo sistema de conversión de deuda para los llamados «mega-proyectos», que implica inversiones de un mínimo de US\$ 150 MM en los sectores del aluminio, petroquímico y papelería, y de US\$ 50 MM para el sector turismo. Este programa está permitiendo al gobierno conseguir unos objetivos que no hubiera alcanzado de otro modo, ya que está logrando que entidades financieras internacionales se interesen por los proyectos, invirtiendo directamente o financiando a los inversores, haciendo posible el desarrollo de esos sectores.

Otra estructura es la utilizada en Chile. El inversor tiene dos alternativas: convertir deuda del sector público o deuda del sector privado. En el primer caso, el gobierno le da al inversor un título en moneda local a cambio de la deuda externa. El inversor vende el título en el mercado local a cambio de efectivo, que es utilizado para invertir en el proyecto. Se convierte la deuda externa en deuda in-

terna. El título en moneda local se cotiza normalmente por encima del valor de la deuda externa, obteniéndose así una plusvalía. En el segundo caso, el deudor privado negocia el pago anticipado de su deuda, financiándose en el mercado local para efectuar la recompra. El gobierno establece cuotas para ambas transacciones a efectos de controlar su impacto en las tasas de interés locales. Tanto una como otra requieren de mercados financieros relativamente estables y capacidad del gobierno de asumir deuda en moneda local a descuentos razonables.

En el caso chileno, con más años de vida que el venezolano, el programa de conversión de deuda está disponible para un más amplio espectro de proyectos. Los proyectos se analizan caso por caso y, en general, el gobierno se muestra mucho menos restrictivo que el venezolano a la hora de aprobarlos. Chile, a diferencia de Venezuela, que forzosamente ha de buscar inversores institucionales, puede acudir en mayor medida al mercado de inversores particulares, ya que, caso único en Latinoamérica, tiene un mercado de capitales bastante desarrollado, aun con volúmenes relativamente pequeños. El objetivo del gobierno chileno con su programa de conversión de deuda es estimular el desarrollo del sector privado y reducir su deuda externa.

Pero además de los programas de conversión de deuda, que fomentan la inversión extranjera y el desarrollo del sector privado, se producen en Latinoamérica otras conversiones que no tienen necesariamente que incluirse dentro de un programa. Este es el caso de las privatizaciones en las que, básicamente, el gobierno vende una empresa pública a inversores privados que como pago de todo o parte del precio entregan papeles de deuda. Es de destacar aquí el caso argentino y, especialmente, la privatización de Entel (Servicio de Telecomunicaciones). Argentina no tiene actualmente en vigor ningún programa formal de conversión de deuda. Sin embargo, la privatización del Servicio de Telecomunicaciones Argentino ha supuesto la mayor conversión de deuda latinoamericana en una sola operación hasta el momento. A continuación vamos a describir esta operación en líneas generales, por entender que es la más significativa de su género.

El Gobierno argentino decidió privatizar el Servicio de Telecomunicaciones del país y en febrero de 1990 publicó los «Pliegos de Condiciones» que regularían la privatización del 60 % de la, hasta entonces, Entel. El método utilizado sería una licitación pública entre inversores internacionales. Dato a tener en cuenta, ya que el Gobierno argentino re-

conocía implícitamente la necesidad de acudir a inversores internacionales con la suficiente tecnología, experiencia y pulso financiero que exigía la difícil tarea de conseguir implantar y operar un Servicio de Telecomunicaciones aceptable. Para asegurarse de que los inversores cumplían estos requisitos, se disponía en los pliegos que todos los potenciales licitantes tendrían que pasar, antes de poder presentar ofertas, una precalificación, presentando datos acreditativos del cumplimiento de una serie de requisitos. En los pliegos, se dividía el territorio argentino en dos zonas, Norte y Sur, creando dos empresas distintas: Telco Norte y Telco Sur, que serían subastadas en la misma fecha, pero separadamente. Cada una de estas empresas asumiría aproximadamente la mitad del Servicio de Telecomunicaciones del país. El gobierno argentino establecía una cantidad fija a pagar en dólares en efectivo (US\$ 100 MM para Telco Norte, y US\$ 114 MM para Telco Sur), y una cantidad mínima de papeles de deuda argentina a ofrecer por cada una de las zonas y que sería el precio de partida en la licitación (US\$ 1.500 MM para Telco Norte y US\$ 1.856 MM para Telco Sur). El 25 de junio se presentaron las ofertas y a los pocos días se adjudicaba la Zona Norte a un consorcio liderado por Bell Atlantic y Manufacturers Hannover, y la Zona Sur al consorcio liderado por Telefónica de España y Citicorp. La oferta por Telco Norte ascendió a US\$ 2.260 MM en instrumentos de Deuda Argentina, y la de Telco Sur a US\$ 2.720 MM. A partir de entonces siguieron unos meses de intensísimo trabajo para los consorcios, especialmente en lo referente a la búsqueda de socios inversores. Un reflejo de la dificultad de este proceso fue el abandono del consorcio Bell Atlantic-Manufacturers Hannover, al no poder encontrar suficientes socios en el mercado. Este consorcio dejó paso al que definitivamente tomaría la Zona Norte formado por Stet, France Cable et Radio y Morgan, que, junto con el de Citicorp y Telefónica para la Zona Sur, firmaron los contratos de transferencia de ambas empresas con el Gobierno argentino en noviembre de 1990. Se formalizaba en este momento la mayor conversión de deuda por capital que había tenido lugar en la historia.

Otra variante de conversión de deuda digna de mención es la utilizada por México, que entre junio y octubre de 1990 extinguió US\$ 3.500 millones de su deuda externa a un descuento promedio del 52 %, subastando los llamados «derechos de conversión». Estos «derechos» podrán ser utilizados hasta 1993 como si fuera dinero para privatizaciones o en proyectos de infraestructura. Sin embargo, gracias a la fuerte atracción del negocio,

México privatizó en diciembre último el control de su empresa de teléfonos —Telmex— por un importe en efectivo de US\$ 1.758 millones (a cambio del 20,4 % del capital).

Además de las ya vistas, una clara ventaja de aceptar deuda como medio de pago a cambio de acciones de la empresa que se privatiza es la de evitar el impacto en la masa monetaria que tiene el esquema convencional de conversión de deuda, ya que en este caso el gobierno no tiene que emitir ni utilizar sus recursos líquidos para extinguir la obligación.

Hemos visto arriba algunas de las que, en general, son las motivaciones que los gobiernos pueden tener a la hora de privatizar y que en esencia se podrían resumir en necesidades sociales (prestar un servicio), políticas (electoralismo, democratización, desestatalización, etc.), económicas (necesidad de dinero fresco para hacer inversiones, cancelación de deuda existente, creación y desarrollo del sector privado...). Pero, ¿qué es lo que buscan los inversores en privatizaciones? ¿Cuál es su principal motivación a la hora de invertir? Sin ánimo de generalizar, éstas son algunas de las razones que impulsan a las empresas o a las instituciones financieras a invertir:

- *Retorno de la inversión:* Teniendo en cuenta los riesgos que está asumiendo el inversor y que nadie sabe cómo evolucionará la empresa privatizada en Latinoamérica, el retorno mínimo aceptable sobre el capital invertido suele ser alto, aunque variará dependiendo del país del proyecto y los riesgos implícitos en él. Por lo general, el retorno esperado en una inversión de este tipo será un retorno internacional más un plus de riesgo país.

- *Diversificación:* Fundamentalmente, empresas en expansión que buscan nuevos mercados por desarrollar para vender sus productos o su tecnología, beneficiarse de sinergias o economías de escala, etc. En este punto, es importante destacar que en muchos casos en privatizaciones en Latinoamérica, las empresas privatizadas están viviendo momentos que las empresas inversoras vivieron años atrás y, por tanto, tienen la experiencia y el saber hacer necesario como para sacar aquéllas adelante. Por ejemplo, volviendo de nuevo al caso argentino de Entel, esta empresa tenía en el momento de la privatización una tecnología de comunicaciones y unas necesidades de servicio que podían corresponder a las que tuvo Telefónica de España en el pasado. En este caso, se podría decir que para Telefónica como operadora, la aventura argentina va a suponer en algunos aspectos revivir su propia experiencia en España.

- *Posibilidades de convertir deuda:* Una razón

importante que mueve a la institución financiera tenedora de deuda latinoamericana a invertir en proyectos de privatización es precisamente el dar una salida satisfactoria a estos activos poco productivos. Esto suele ser especialmente beneficioso para las entidades que tienen su deuda provisionada, si bien las implicaciones fiscales varían de un país a otro. Al margen de esto, debido a los retornos del proyecto y a pesar del descuento que el gobierno pueda imponer al hacer la conversión, invertir en las privatizaciones puede ser una buena oportunidad de recuperar gran parte de aquella deuda.

- *Tamaño de las operaciones:* Generalmente, a las entidades financieras tenedoras de deuda latinoamericana les interesan especialmente las operaciones grandes, como las privatizaciones, en las que pueden reinvertir cantidades significativas de deuda improductiva.

Hablábamos antes del premio por el riesgo que reciben los inversores en las empresas que se privatizan en Latinoamérica que se traduce en un alto retorno sobre el capital invertido. Los principales riesgos para el inversor, además de los puramente comerciales, podrían resumirse en los siguientes:

- Riesgo de inestabilidad política en general que puede abortar las privatizaciones o hacer inviable la gestión de la empresa una vez privatizada.

- Riesgo de expropiación, volviendo a la situación anterior a la privatización.

- Riesgo de inestabilidad económica, con devaluaciones constantes o inflación galopante.

- Riesgo de transferencia cuando el gobierno limita o prohíbe la transferencia de dividendos y capital o la convertibilidad de la moneda local a monedas exportables.

Frecuentemente, los inversores en las empresas privatizadas separan claramente lo que son riesgos propios de la actividad de la empresa (riesgos comerciales) de los riesgos políticos (expropiación, guerra civil, convertibilidad/transferencia, etc.). Los primeros son más o menos manejables por los inversores. Los componentes objetivos que se pueden utilizar para su análisis (oferta y demanda, inversiones, *cash-flows*, marketing, etc.) permiten su evaluación a la hora de decidir si invertir o no. Los riesgos políticos son generalmente más difíciles de ponderar. Por ello, muchos inversores en Latinoamérica aseguran el riesgo político en agencias como Cesce, Opic o Miga.

4. Conclusión

Sería largo enumerar aquí las privatizaciones realizadas en los últimos años en Latinoamérica.

Diremos solamente que han abarcado todos los sectores económicos y que, en general, tuvieron éxito. Más importante tal vez sea mencionar que tanto en las economías más grandes como en las menores, el proceso de privatización sigue con fuerte ímpetu. Los programas en vigencia incluyen ventas de empresas en México (banca e industria del acero), en Brasil (principalmente siderurgia e industria petroquímica), y en Argentina (energía eléctrica, rutas, ferrocarriles, siderurgia, pozos petrolíferos —caso prácticamente único—). También hay programas en Bolivia, Paraguay, República Dominicana y otros, siendo Perú el último en sumarse a la lista con una ley de privatización publicada en marzo de 1991.

Hemos tratado en este breve espacio de proporcionar una idea de por qué y cómo se está privatizando en Latinoamérica. Hoy los gobiernos de la región están tomando todas las medidas a su alcance para poner en marcha el fabuloso potencial allí existente. Lo están haciendo, a pesar de enfrentarse con enormes problemas, con un profesionalismo nunca visto anteriormente, pues están incorporando paulatinamente a su gestión, dentro de los límites de sus políticas, las teorías de administración más modernas. En este proceso de modernización, es de destacar el papel que están jugando los bancos internacionales, invirtiendo en muchos casos no sólo sus créditos, sino también participando en el riesgo empresarial con fondos frescos, atrayendo inversores e incluso liderando consorcios de inversión. Como dijimos antes, cada privatización es una experiencia única, y por esto todos los que participan en ellas aprenden al hacerlo. En este sentido, los bancos, cuando participan, interactúan intensamente con los gobiernos en un proceso enriquecedor para todos. Cada colocación de acciones o *fundraising* en los mercados locales o internacionales se nutre de las experiencias anteriores, otorgando más transparencia y eficiencia a las transacciones y al mercado en su conjunto.

Una característica interesante de las privatizaciones en Latinoamérica es que los inversores a veces resultan ser, a su vez, otras empresas estatales de otros países. Tal es el caso, por ejemplo, de France Telecom invirtiendo en la privatización de Telmex en México, o de Iberia invirtiendo en la privatización de Aerolíneas Argentinas. Si bien el análisis de esta situación escapa al tema de este artículo, no deja de abrir un interrogante acerca de qué es en realidad una empresa estatal y cuál es su objetivo.

El simple hecho de privatizar no garantiza en ningún país del mundo que esa empresa o activi-

dad será, a partir de allí, rentable. Tampoco la voluntad de privatizar implica que se logrará hacerlo o hacerlo razonablemente bien. Latinoamérica ofrece un amplio espectro de experiencias en este sentido. Si bien es cierto que Latinoamérica posee la deuda externa más grande del mundo no industrializado, también lo es que sus otras cualidades le han permitido a países como México, Venezuela, Chile y Uruguay recomponer sus economías y volver a los mercados internacionales. Las privatizaciones ya realizadas y las que están por realizar en estos y otros países dan, indudablemente, un fuerte empuje en el sentido correcto. □

BIBLIOGRAFIA

- Peña, J. B.: «Argentina en su naturaleza de mercado emergente», *La Bolsa*, mayo/junio 1990, Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- Donahue, J. D.: *The privatization decision: public ends, private means*, New York, Basic Books, 1990.
- Balassa, Beta, A., y otros: *Toward renewed economic growth in Latin America*, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1986.
- Lessar, O. R., y Williamson, J.: *Capital Flight and Third World Debt*, Washington, D.C., Institute for International Economics, 1987.
- Marichal, C.: *A century of debt crises in Latin America: from independence to the Great Depression*, Princeton University Press, 1989.
- Cook, P., y Kirkpatrick, C.: *Privatization in Less Developed Countries*, St. Martin's Press, New York.



Algunas personas utilizan sistemas muy complicados para conseguir una vivienda.

Eso es porque no conocen el Servicio Integral Hogar Vivienda de la Caja de Madrid. Un sistema completo de ahorro y financiación que le permite conseguir una vivienda, renovar la que ya posea o asegurar su futuro.

Prestamo Hipotecario Vivienda

Crédito hipotecario para adquirir una vivienda. Interés excepcional desde:

13% - 13,64%
Nominal T.A.E.*

Plazo de amortización hasta **20 años**
Amortización anticipada sin penalización.
El crédito cubre hasta el 80% del valor de la vivienda. * T.A.E. sin comisión para pagos trimestrales.
Comisión de apertura 1% sin mínimo de percepción.

Cuenta Vivienda

Plan sistemático de ahorro para adquirir una vivienda. Alta rentabilidad anual:
Hasta **9,73% T.A.E.** (Remuneración según tramos). Desgravación fiscal del **15%** de las cantidades aportadas cada año, según legislación vigente.
Liquidez inmediata.
Posibilidad de conseguir un Crédito Vivienda Hipotecario en las mejores condiciones.

* Ejemplos de T.A.E.:	T.A.E.
Hasta 500.000 pts.	6,61%
Hasta 5.000.000 pts.	8,68%
Más de 5.000.000 pts.	9,73%



S E R V I C I O
I N T E G R A L
H O G A R
V I V I E N D A

Aquí tiene
su casa



Cuenta Hogar

Plan flexible de ahorro para cualquier necesidad de su hogar (reparaciones, decoración, equipamiento). **Alta rentabilidad.**
Aportación mensual flexible. Da derecho a conseguir un Crédito Hogar.

Crédito Hogar

Crédito para financiar reformas o equipamiento del hogar. Bajo interés. Amortización mensual de 3.467 pts. para 100.000 pts. a 36 meses. Interés Nominal 15% (T.A.E. 16,08% sin comisión).
Comisión de apertura 1% sin mínimo de percepción.

Plan y Seguro de Pensiones

La mejor manera de asegurar su futuro y el de los suyos. Suscrito con CajaMadrid de Pensiones, Sociedad Anónima.

Seguro MultiRiesgo Hogar

Suscrito con Caja de Madrid Seguros Generales, Sociedad Anónima.

Venga a cualquier oficina de la **Caja de Madrid** y le daremos información más personalizada del Servicio Integral Hogar Vivienda.

Mecánica de un proceso de privatización. Algunas experiencias

A lo largo del artículo se va a tratar de condensar en un «caso típico» los aspectos más comunes de la mecánica de un proceso de privatización (véase cuadro resumen). Este proceso se contemplará desde dos puntos de vista: el del gobierno que decide privatizar una compañía o servicio público y el del comprador que acude a la privatización.

1. Definición de la operación

La condición previa para que exista un proceso de privatización o desincorporación de activos y/o servicios propiedad del Gobierno es la formulación de una política económica que contemple dicho paso. Tras adoptar dicha política, el Gobierno debe definir aquellos activos a enajenar del patrimonio público. Dichos activos pueden dividirse según su naturaleza en:

- *Licencias o concesiones:* Activos mayoritariamente intangibles. Corresponden a la segregación de un servicio público, desde el organismo gubernamental que lo prestaba con anterioridad, a manos privadas. Dentro de este tipo de operaciones se pueden encuadrar la concesión de la explotación de nuevos servicios, no existentes en el país, cuyo desarrollo se confía a la iniciativa privada. Un ejemplo son las adjudicaciones de telefonía móvil celular que se están realizando cuando las empresas, normalmente públicas, a las que les correspondería la explotación de dicho servicio no disponen de recursos para hacerlo.

- *Compañías públicas:* Son compañías, normalmente con forma de sociedad mercantil, que siendo de titularidad pública pasan a ser propiedad de una compañía privada. Es el caso más frecuente de privatizaciones.

- *Activos naturales:* Se vende una concesión para la explotación de un activo o la propiedad del activo natural. Por ejemplo, la licitación de áreas petrolíferas en Argentina.

Tras determinar la política económica, el Gobierno comienza una fase de consultas previas para determinar los activos a ser enajenados. Dentro de estos contactos hay que realizar especial mención a los que implican a instituciones multilaterales de desarrollo, como el Banco Mundial, o a los bancos acreedores del país. Muchas de las operaciones que se han contemplado, especialmente en Sudamérica, han ido encaminadas a reducir la deuda externa del país, enmarcándose dentro de un plan de reestructuración económica.

Para realizar este tipo de operaciones se requiere normalmente la concesión de un *waiver* o dispensa del grupo de bancos acreedores de la

Germán González del Tanago Lelaboureur
Fernando Herrera Santa María
Telefónica Internacional

empresa o servicio a privatizar. Si se utiliza como parte del pago la entrega de certificados de Deuda Pública, también hay que conseguir la aprobación del grupo de bancos acreedores del país. Previamente se pide la opinión a dichas instituciones, normalmente organizadas bajo la forma de un *Steering Committee*, para evitar sorpresas en momentos posteriores de la operación.

En suma, lo que se persigue durante esta fase es realizar una criba de los posibles objetos de privatización de cara a escoger, como primera operación y modelo para posteriores actuaciones, la que goce de mayor receptividad en el mercado. Normalmente el futuro comprador recibe una primera información durante este período.

Tras haber realizado los contactos anteriores, el Gobierno tiene que definir la operación. Los principales puntos a fijar son:

- *Objeto de la privatización*: Tipo de activo a enajenar. Venta o concesión de licencia de explotación.

- *Estructura de la misma*: Medio de pago (deuda pública versus efectivo), venta total o parcial (lo más habitual es vender un porcentaje minoritario que otorga el control de la empresa), segregación de activos en nueva compañía, etcétera.

- *Cambios a introducir en la legislación*: Apertura del sector al que pertenece el servicio a privatizar a la competencia, futura regulación del servicio público privatizado, aspectos tarifarios.

- *Responsable de la operación*: Ministerio, agencia especial, banco central, etcétera.

Con todos los puntos anteriores definidos, se realiza un «anuncio» de forma oficial o mediante entrevistas y declaraciones públicas, con el fin de comunicar al mercado la decisión del Gobierno.

Aquí acaba la fase de definición de la operación y comienza la implementación de la misma.

2. Precalificación

Tras recibir la información anterior se da la señal de partida en la empresa compradora, nombrando un responsable para el seguimiento y definición de la operación. Paso previo en la empresa es la existencia de una estrategia de desarrollo mediante adquisiciones, sea en el país de origen o internacionalmente. Si esta estrategia está suficientemente implantada, ya existirá dentro de la organización una estructura adecuada para tratar estas oportunidades.

Normalmente el primer contacto con la operación implica la designación de una persona encargada de seguir y definir la oportunidad de inver-

sión. A este personaje, llamado en el esquema adjunto «coordinador», le corresponde definir la operación desde el punto de vista de la empresa compradora.

Tras haber dado a conocer al mercado las intenciones y objeto de la privatización, el Gobierno debe elegir los asesores a utilizar. Suelen ser indispensables los siguientes:

- *Banco de inversiones*: Encargado de valorar la empresa y realizar la venta de la misma. Será el principal interlocutor de los compradores y coordinador de la operación.

- *Audidores*: Encargados de presentar un juego de estados financieros de los últimos años, de forma coherente y de acuerdo con normas contables internacionales (por ejemplo, US GAAP). Adicionalmente suele preparar un juego de proyecciones basadas en información comunicada por la empresa. Su trabajo cobra especial importancia en los casos que no exista continuidad entre los datos históricos del activo a privatizar y la futura situación regulatoria.

- *Asesoría legal*: Normalmente un bufete local con un corresponsal internacional. Encargado de elaborar los contratos y otra documentación legal de la compañía a privatizar.

- *Consultorías técnicas y estratégicas*: Muy a menudo su trabajo es previo a la privatización. Como consecuencia del mismo, se les retiene como asesores durante la privatización, ya que gran parte del futuro modelo regulatorio y mercado de la empresa en el mismo estará inspirado en sus trabajos previos.

Una vez nombrado el grupo de asesores, se diseña un calendario para la operación y toda la normativa que acompaña al mismo. En las últimas experiencias se ha realizado un proceso en dos tiempos. Una primera parte de filtrado de posibles compradores; y una segunda, en la cual sólo un limitado número de compañías son invitadas a continuar en el proceso.

Durante esta primera parte se busca la mayor difusión posible de los puntos básicos de la operación, de forma que los potenciales compradores puedan posicionarse ante la oportunidad de inversión. Obviamente, tanto el Gobierno como su banco asesor están interesados en conseguir el mayor número posible de compradores, ya que ello aumentará la competencia y, por tanto, el precio. La información proporcionada a los compradores es únicamente de tipo documental, ya que se busca básicamente un pronunciamiento inicial de los mismos. Para presentarse a esta fase, se exige a las empresas cumplir una serie de requisitos encaminados a demostrar la capacidad de las mis-

mas para hacerse cargo del activo en venta y continuar ofreciendo los servicios privatizados de forma adecuada.

Una vez realizado el anuncio público de la operación, la labor del coordinador es comenzar los contactos con el Gobierno y el organismo privatizador. Su misión es identificar a las personas clave, sus intenciones al privatizar y las competencias de cada uno de los actores en el proceso. En esta etapa se busca también definir el entorno en el que se moverá la futura empresa.

Con la información anterior, más la proporcionada por el Gobierno para el proceso de precalificación, se realiza un análisis interno en el que debe quedar definido el encaje de la operación con la estrategia de crecimiento de la empresa. En este punto se realiza una primera cuantificación de la inversión. Se presenta la operación internamente para una primera aprobación, en la que se autoriza la presentación a la precalificación y el uso de recursos de la organización en la misma.

Tras esta primera aprobación, se define un equipo interno que será el encargado de llevar a cabo la operación. Este equipo se compondrá de un grupo de especialistas bajo la responsabilidad de un director de proyecto, que no necesariamente es el coordinador anterior. Los especialistas necesarios para acometer un proyecto de este tipo son:

- **Operaciones:** Con diferentes especialistas, según actividad (técnico, comercial, etc.) y/o líneas de producto. Su misión es juzgar y elaborar los parámetros operativos que constituirán el futuro plan de empresa.

- **Legal:** Estudio de normativa legal aplicable, contratos de compraventa, regulación del sector.

- **Fiscal:** Diseño y posterior implantación de estructuras de participación.

- **Financiero:** Encargado de realizar la valoración de la empresa, normalmente mediante la elaboración de un Plan de Empresa en el que se recogen las hipótesis y condicionantes desarrollados por el resto del equipo.

Hay que hacer énfasis en la importancia de la coordinación entre los miembros del equipo, ya que cualquier hipótesis de trabajo de uno de los miembros del mismo implica cambios en todas las áreas. Para asegurar dicha coordinación se debe cuidar al máximo el sistema de información interno, siendo recomendable la centralización de dicha información en un lugar común de trabajo.

Uno de los primeros pasos para encarar el proceso de precalificación es el nombramiento de una asesoría legal local. En esta primera fase, el trabajo de dicha asesoría es asistir en la elaboración

de la documentación necesaria para la precalificación, adecuándola a la normativa local. Al mismo tiempo, se realiza un primer estudio de la normativa legal aplicable tanto empresarial como regulatoriamente.

Esta fase termina con la elaboración de los documentos formales y presentación de la empresa para ser precalificada. El proceso de precalificación incluye en ocasiones la presentación de un depósito o *bid bond*, que en caso de resultar la empresa adjudicataria se deduce del precio de compra, devolviéndose, en caso contrario, tras presentar la correspondiente oferta.

El Gobierno, tras revisar la información recibida, publica la lista de empresas que pueden pasar a la siguiente fase de elaboración de ofertas.

3. Formación del consorcio

Mientras que el Gobierno, o el banco contratado al efecto, ultiman la elaboración de información empresarial detallada para ser puesta a disposición de las compañías calificadas para presentar la oferta, en la empresa se escogen los asesores necesarios para proseguir con el desarrollo de la misma.

Se suele utilizar como asesores a un banco de inversiones, auditores y asesores fiscales (normalmente la misma firma), además de la asesoría legal, ya contratada para la precalificación.

Normalmente, durante el proceso de precalificación se han realizado entrevistas y se han recibido presentaciones de varios bancos, por lo que se dispone de ofertas para llevar a cabo el trabajo de asesoría financiera. Este trabajo debe incluir no sólo la valoración, estudio de la financiación y asistencia durante la ejecución de la operación, sino también la emisión de un *fairness opinion* donde se respalda el precio final.

Una vez compuesto el equipo de trabajo (externo e interno), se crea un Comité de Gobierno (*Steering Committee*), que debe ser lo menos numeroso posible y donde exista representación de cada uno de los asesores (idealmente una persona por firma) y de los responsables de las cuatro áreas empresariales que forman el equipo interno. Este comité será el que a partir de este momento dirija la operación.

Uno de los cometidos iniciales del Comité de Gobierno será la realización de una valoración preliminar de la empresa, a partir de la información suministrada por el Gobierno, para su aprobación interna por parte de la dirección de la empresa compradora. Dicha valoración sólo tiene carácter

orientativo, ya que será modificada por el resultado del análisis en profundidad (*due diligence*) y de la negociación con los otros miembros del consorcio comprador. No obstante, resultará de gran utilidad, ya que al realizarla se detectarán una serie de áreas críticas donde se centrará el estudio en profundidad.

El siguiente paso, que puede haberse realizado previamente, es estudiar la conveniencia de incorporar otros socios (locales o extranjeros) a la operación. En ocasiones, para el proceso de precalificación se requiere la formación previa de consorcios y la presentación de los mismos, por lo que evidentemente todo el proceso que se relata a continuación se habría efectuado con anterioridad.

La elección de socios es una parte esencial del proceso y uno de los principales factores en la determinación del resultado final. Los socios pueden ser necesarios por condicionantes tanto del proceso en sí como de la legislación, ya que en algunos países se requiere que la mayoría de las acciones queden en manos de inversores locales (como es el caso de México). En ocasiones son razones de imagen las que aconsejan la formación de consorcios multinacionales. Por último, la propia envergadura del proyecto, y el desembolso económico que ello supone, obliga en muchas ocasiones a la creación de consorcios. Hay que prestar especial atención en la elección de socios locales en aquellos entornos donde existan grupos de presión política o económica. Una mala elección de socio puede hacer fracasar la operación.

Hay que resaltar la conveniencia de la incorporación de los asesores al consorcio desde la formación del mismo. En principio es deseable que éstos sean únicos, con el fin de compartir gastos y evitar la duplicidad de posturas «técnicas» que pueden dificultar el entendimiento de los socios principales en la operación.

En este momento se incorporan al *Steering Committee* representantes de los socios. Para evitar la duplicidad de trabajo es conveniente que entre los socios designen a un único representante en las áreas legal, operaciones y financiera. El experto fiscal es muy difícil que sea único para el consorcio, ya que, según la situación de cada una de las empresas, la forma de participación será diferente.

4. Análisis de la empresa («Due Diligence»)

Una vez formado el consorcio, comienza la fase de análisis en profundidad de la empresa o servicio a privatizar. Es habitual que el asesor del Go-

bierno en la venta ponga a disposición de los participantes una *data room*, en la cual se dispone de datos en detalle sobre los aspectos significativos de la empresa. Igualmente, se suele instrumentar un mecanismo para la formulación de preguntas concretas y su posterior respuesta. Desgraciadamente, la experiencia demuestra que gran número de estas preguntas no es respondido en plazo y términos satisfactorios para los participantes.

El volumen de información que debe ser procesada y las restricciones de tiempo existentes aconsejan, en caso de existir un consorcio definido, el reparto de tareas por áreas o segmentos de negocio.

Suele ser habitual en esta fase la realización de visitas a las instalaciones de la empresa, con el fin de obtener una impresión de primera mano sobre el funcionamiento diario de la empresa, aprovechándose dicha oportunidad para entrar en contacto con el personal de segundo nivel de la compañía.

Como consecuencia del análisis realizado, suele identificarse una serie de áreas críticas de la empresa o de la operación en su conjunto.

Sin pretender realizar una enumeración exhaustiva, los principales problemas suelen detectarse en:

- *Operaciones*: Obsolescencia de la planta e instalaciones, producto de un nivel inadecuado de inversión.
- *Personal*: Sobredimensionamiento y/o descompensación de la plantilla.
- *Económico-financiero*: Infradotación del Fondo de Pensiones (si éste está constituido), nivel de endeudamiento y condiciones de los préstamos en vigor.
- *Comercial*: Inadecuada estructura de precios, motivada en buena medida por la definición del producto o servicio de carácter social a privatizar.
- *Estratégico*: Es habitual que las privatizaciones vayan acompañadas de procesos desreguladores que propician la aparición de competencia. Resulta de vital importancia el cambio de mentalidad de toda la organización para pasar de un servicio/producto en régimen de monopolio a una situación de competencia más o menos restringida.

La concreción y cuantificación rigurosa de todos estos riesgos resultan utópicas en la práctica, por lo que siempre ha de asumirse un factor de riesgo.

5. Elaboración de la oferta

La elaboración de la oferta definitiva a presentar es, obviamente, la culminación del proceso de análisis por parte de la empresa o consorcio comprador.

Con la información recogida durante la fase anterior, se elabora el plan de empresa definitivo, que debe tener el consenso de todos los miembros del consorcio. En esta fase aparecen normalmente ciertas discrepancias entre los socios por los siguientes motivos:

- *Diferentes percepciones de riesgo entre los socios:* Las carencias de información en determinadas áreas críticas de la empresa influyen de distinta manera en los socios, por lo que sus valoraciones finales presentan divergencias.

- *Estrategias internas de cada uno de los socios:* En los casos en que el consorcio prevea la segregación de las operaciones por líneas de productos o servicios, es habitual que cada miembro pretenda disminuir el valor relativo de la porción de la empresa que desea controlar en el futuro, con el fin de pagar el menor precio posible por su parte. Lógicamente, este problema no aparece cuando los socios no planean segregar la empresa, ya que se plantea la explotación de la empresa como una entidad única y global.

El plan de empresa definitivo, así como el desembolso a realizar por cada uno de los socios, requiere una autorización previa interna por parte de los respectivos Comités de Dirección. En ocasiones, los desembolsos máximos autorizados por la dirección de cada uno de los miembros del consorcio no coinciden con la participación prevista para cada uno, por lo que es necesario obtener una cifra alcanzable para todos ellos.

6. Presentación de ofertas y designación del ganador

Una vez superadas las diferencias antes mencionadas y acordado el precio definitivo a ofrecer, se elabora la documentación formal necesaria para su posterior presentación. Es frecuente que las ofertas vayan condicionadas, de forma más o menos explícita, al cumplimiento de una serie de compromisos previos a la adjudicación por parte del Gobierno. Incluso es habitual que se acompañen a la oferta documentos alternativos (básicamente contratos) a los inicialmente propuestos por el Gobierno o sus asesores, a fin de disminuir las incertidumbres existentes.

El Gobierno y sus asesores, tras la recepción de las ofertas, proceden al estudio y valoración de las mismas con una serie de criterios prefijados, y en ocasiones previamente anunciados a los participantes. Tras un primer descarte de las ofertas menos atractivas, suelen ponerse en contacto con el resto de los participantes a fin de aclarar posibles

puntos de indefinición. Dichos contactos acostumbran a ser el medio que el Gobierno privatizador aprovecha para extraer concesiones adicionales o mejoras en las ofertas presentadas, a pesar de que éstas son teóricamente ofertas cerradas e invariables.

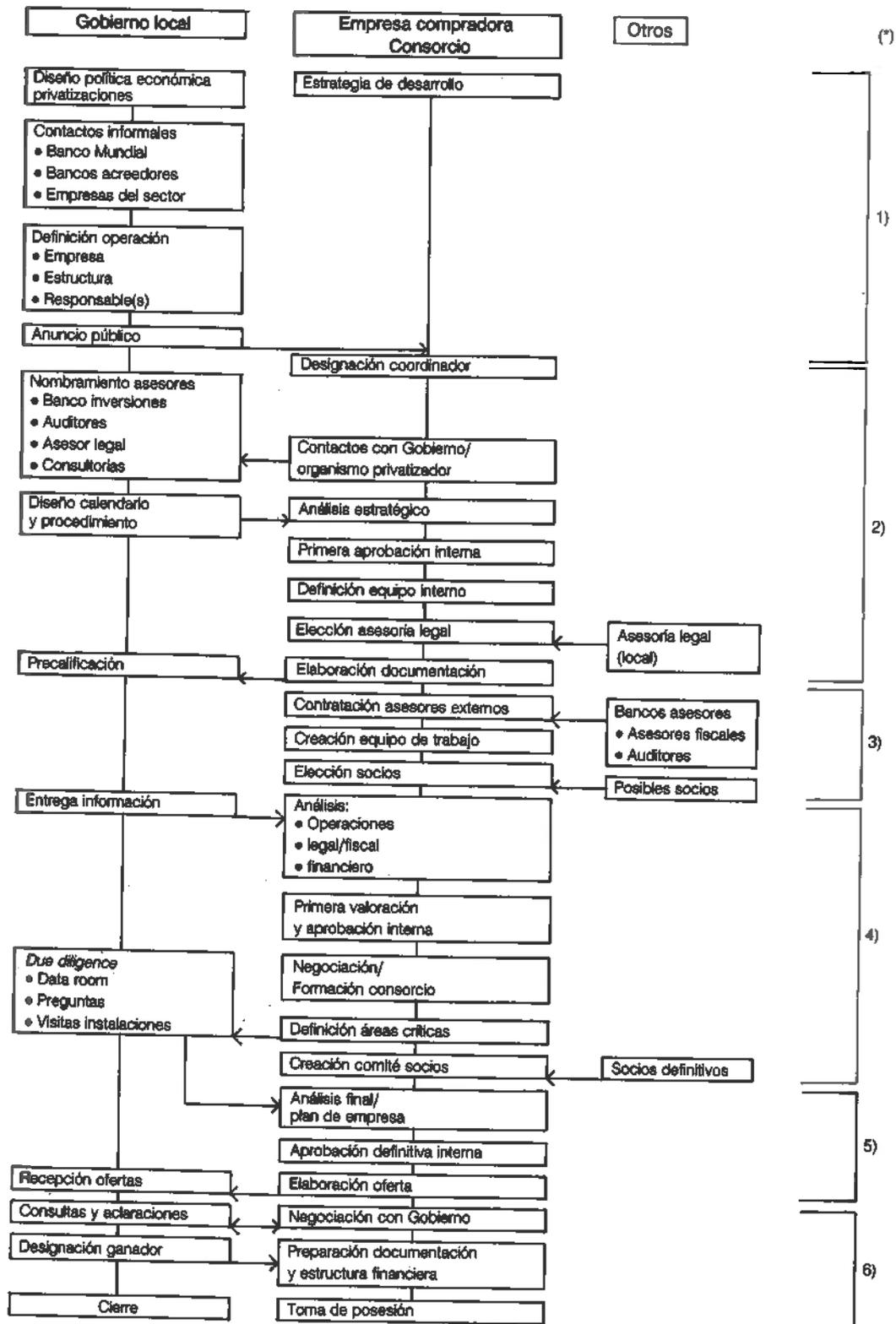
Se entra, pues, en un período de negociación que no debe ser excesivamente prolongado, y en la medida en que el proceso se haya estructurado de forma clara y coherente, el tiempo necesario para la toma de la decisión definitiva ha de ser menor.

Cuando el Gobierno decide el ganador, se procede al anuncio público del mismo, aunque es probable que el ganador haya sido informado de forma oficiosa con algunos días de antelación. Si hubiera sido necesario el establecimiento de fianzas o garantías (*bid bonds*), es el momento de retirarlas, salvo en el caso del ganador que ha de sustituirla, en ocasiones, por una garantía de cumplimiento de compromisos (*performance bond*).

El último paso es la preparación de la documentación definitiva a firmar por las partes, que acostumbra a ser voluminosa. El consorcio ganador ha de poner en marcha los mecanismos financieros necesarios para abonar el importe en la forma acordada con el Gobierno.

Una vez que se produce la venta y el traspaso efectivo de la compañía al consorcio comprador suelen establecerse, por parte del Gobierno, ciertos mecanismos de control, a fin de asegurar que la privatización obtiene los efectos deseados y el cumplimiento de los objetivos de calidad previamente definidos. En ocasiones, la permanencia del Gobierno en los órganos directores de la empresa se instrumenta mediante la creación de una serie especial de acciones (*golden share*) que proporciona derecho de veto en determinadas decisiones. □

CUADRO RESUMEN



Nota: (*) Los números especificados en el margen derecho corresponden a los apartados correspondientes del artículo.

Métodos de valoración: en busca del precio justo

«Todo el mundo sabe que en la compra-venta de mercancías hay una valoración y precio que ambas partes exigen y acuerdan, según una cierta igualdad en el valor de las cosas, promovidos por una razón válida fundada en el uso conveniente de las cosas. Así pues, esta igualdad no ha sido sino una mutua valoración voluntaria de las cosas, hecha con honradez y buen juicio cuando la igualdad no es admitida o conocida.»

GERARD MALYNES
Consuetudo, vel, Lex Mercatoria (1)

En un conocido programa de televisión se ofrece a los concursantes la posibilidad de ganar importantes premios si consiguen acertar, siquiera de manera aproximada, el *precio justo* de diferentes artículos de consumo. Se trata de un juego competitivo donde se pone a prueba la capacidad de los concursantes para intuir lo que podría calificarse como un *precio de mercado razonable* a partir de las cualidades, características y prestaciones de los bienes exhibidos por bellas azafatas. Salvando las distancias, cabría establecer un paralelismo entre la dinámica del mencionado concurso televisivo y la planteada en numerosos procesos de privatización en los que la colocación de las acciones se realiza mediante subastas competitivas entre inversores privados que han de ser capaces de formarse una opinión sobre el valor de la empresa puesta a la venta y, en un espacio de tiempo relativamente breve, ofertar un precio por la misma que, junto a los otros requisitos exigidos en el pliego de condiciones, será en última instancia determinante para la adjudicación final.

La privatización con éxito de una empresa pública es un proceso complejo en el que son muchos los factores involucrados. Se trata de «crear un mercado» para proceder al intercambio de activos reales y financieros entre el sector público y los potenciales inversores privados interesados en la transacción.

No resulta exagerado afirmar que una de las decisiones más polémicas en una privatización consiste en la fijación de un precio para las acciones puestas a la venta.

En el caso de las *ofertas públicas de acciones*, el afán por asegurar la colocación podría conducir a fijar un precio de salida bajo, con el consiguiente exceso de demanda para las acciones y «sobre-suscripción» de las mismas por los inversores. Dicha reacción del mercado sería indicativa de un fenómeno de *infravaloración* de los activos públicos ofertados en la privatización, con la consiguiente

Francisco Blanco Bermúdez

Telefónica de España

Jesús R. Mallol Nieto

Telefónica Internacional

transferencia de riqueza hacia los inversores privados.

Por otra parte, cuando la colocación de las acciones se realiza mediante *subastas competitivas* entre inversores privados, la fijación de un *precio mínimo de salida* que el mercado juzgue como *excesivo* o *sobrevalorado* podría impedir la privatización ante la falta de ofertas significativas.

También es frecuente en muchas privatizaciones que las autoridades se decidan por una *colocación mixta*, realizando una subasta competitiva para adjudicar un paquete de control con plenos derechos políticos a un grupo inversor de carácter estratégico, y llevando a cabo con posterioridad una colocación de títulos mediante oferta pública a los mercados.

En estos casos, la privatización comportará probablemente precios distintos para el paquete de control que para las acciones colocadas con oferta pública, acentuando la necesidad de una cuidadosa valoración por parte del grupo inversor de la prima requerida para obtener el control efectivo de la empresa.

Para llevar a cabo una operación de privatización es necesario que tanto el Gobierno y sus asesores como los potenciales inversores dispongan de un marco de referencia que les permita estimar lo que podría considerarse como una banda o rango de precios «razonable» para efectuar la transacción. Con este fin se suelen aplicar diversos métodos y técnicas de valoración de empresas, con fundamento tanto en modernos desarrollos de la teoría de la inversión y la financiación empresarial como en la experiencia práctica de los mercados bursátiles y las operaciones de fusiones y adquisiciones.

1. Análisis previo: el *due diligence*

La valoración de la empresa a privatizar ha de ser fruto de un riguroso trabajo previo, habitualmente conocido por su denominación inglesa como *due diligence* y que consiste en el análisis y verificación de la información disponible sobre la sociedad. La investigación de la realidad de la empresa puesta a la venta ha de ser lo más exhaustiva y pormenorizada posible, concentrándose en aquellos aspectos que se revelen como fundamentales para la viabilidad del proyecto empresarial. En concreto, con el *due diligence* se buscará identificar todos aquellos puntos críticos que pudieran afectar a la marcha de la empresa y a su valoración por el mercado después de la privatización, examinando cuidadosamente la documentación propor-

cionada y recabando información adicional relativa a las distintas áreas de gestión.

A través del proceso de *due diligence* se tratará de contrastar la situación y perspectivas de la empresa, identificando sus fortalezas y sus debilidades, así como las oportunidades de negocio no explotadas y los riesgos o contingencias que pudieran amenazarla en el futuro. Entre otros factores, es habitual prestar una especial atención a los siguientes:

Situación legal

- Cambios en el marco regulador aplicable.
- Existencia y duración de licencias o concesiones gubernamentales.
- Necesidad de autorizaciones de tarifas y flexibilidad en la política de precios.
- Posibles litigios con incidencia en la situación patrimonial o financiera de la empresa.
- En el caso de inversiones en el exterior, posibilidad de limitaciones legales a la participación de no residentes en el capital social.

Recursos humanos

- Composición y cualificación de la plantilla.
- Negociación colectiva y clima laboral.
- Flexibilidad para contratación y despidos.
- Calidad y cohesión del equipo directivo.
- Salarios y prestaciones complementarias a cargo de la empresa.
- Situación actuarial del fondo de pensiones y adecuación de las dotaciones realizadas.

Situación fiscal

- Régimen fiscal aplicable a la empresa y a la transacción.
- Diferencias entre el resultado contable y el fiscal.
- Posibilidad de amortizaciones aceleradas e impuestos diferidos.
- Deducciones fiscales por inversiones y otros conceptos.
- Naturaleza de los gastos no deducibles.
- Bases imponibles negativas de ejercicios anteriores pendientes de compensación.

Productos y mercados

- Líneas de negocio y cuotas de mercado.
- Tendencias de la demanda.
- Principales clientes y proveedores.
- Análisis de la competencia.

- Planes de marketing.

Operaciones y tecnología

- Calidad y antigüedad de la planta y los equipos.
- Grado de utilización de la capacidad.
- Problemas de obsolescencia tecnológica.
- Planes de Investigación y Desarrollo.
- Logística y gestión de almacenes.
- Planes de inversión.

Finanzas

- Análisis de los estados financieros históricos y consistencia de los principios contables aplicados.
- Métodos de valoración de existencias e inmovilizado y adecuación de la política de amortizaciones.
- Existencia de intereses activados y gastos diferidos.
- Provisionamiento de insolvencias y otros riesgos.
- Solvencia de la estructura financiera, capacidad de endeudamiento y flexibilidad de acceso a fuentes de financiación.
- Condiciones y garantías de las operaciones financieras realizadas.
- Calificación crediticia de la empresa a corto y largo plazo (*rating*).
- Posibles operaciones *swap* de tipo de interés y de tipo de cambio.
- Desviaciones en la ejecución de los Presupuestos Anuales.
- Evaluación del Plan de Empresa a Medio y Largo Plazo.

Como resultado del análisis mediante el proceso de *due diligence* de la situación actual de la empresa y de sus perspectivas de futuro, el potencial inversor deberá haber identificado con claridad aquellos factores de riesgo y posibles contingencias de naturaleza operativa o financiera que pudieran afectar a la marcha de la empresa una vez adquirida.

2. Sinergias y buenos deseos

Asimismo, el análisis realizado permitirá sustentar una opinión fundada sobre las *ventajas competitivas* que para el comprador podría representar el control de la empresa, posibilitando la detección de las *sinergias* que pudieran existir entre las dos compañías.

Conviene ser particularmente cuidadoso a la hora de considerar la existencia de sinergias, ya que de ellas dependerá en gran parte la capacidad del comprador para crear valor añadido en la empresa, dando sentido económico al pago de una prima por el control de la misma. En demasiadas ocasiones, las supuestas sinergias no son otra cosa que buenos deseos en la mente del comprador, que difícilmente llegarán a plasmarse en la realidad por la incidencia de factores que no se tomaron en consideración.

En este sentido, es importante realizar un esfuerzo por cuantificar el impacto de las potenciales sinergias, especificando sus repercusiones sobre los parámetros operativos y financieros de la empresa. Pueden producirse *sinergias de tipo comercial* por complementariedad de la gama de productos o de los mercados geográficos, por compartir canales de distribución, etc., que afecten al comportamiento de las ventas y a la rotación del activo; *sinergias operativas*, por el logro de economías de escala y mejoras de gestión, con la consiguiente reducción de costes unitarios y mejora de los márgenes de explotación; y *sinergias financieras* que posibiliten una mayor capacidad de endeudamiento y un menor coste en la captación de los recursos después de la adquisición. También se deberá estudiar la posibilidad de *sinergias de carácter fiscal*, como resultado, entre otros factores, de la existencia de pérdidas fiscales compensables en ejercicios futuros, o de la posibilidad de actualización de balances con motivo de la adquisición.

El análisis de sinergias deberá considerar el horizonte temporal de realización de las mismas, así como los recursos adicionales humanos y materiales que se podrían necesitar para su consecución. Finalmente, habrá de tener en cuenta si las sinergias detectadas son *exclusivas para el comprador o compartidas con terceros* que pudieran competir en la licitación. La determinación del precio de oferta máximo aceptable para la empresa compradora y la cuantía de la prima de control vendrán en gran medida condicionadas por la existencia de *sinergias exclusivas* que no puedan ser aprovechadas por otros grupos interesados en la privatización.

3. Métodos de valoración: una panorámica

Una vez realizado el análisis previo de la empresa y consideradas las posibles ventajas competitivas que para el comprador representaría el control de sus operaciones tras la privatización,

**CUADRO 1
METODOS DE VALORACION**

Método básico		Técnicas complementarias		
Análisis previo de la empresa	Descuento de flujos de caja	Análisis de compañías comparables	Análisis de transacciones comparables	Valor de liquidación
<ul style="list-style-type: none"> • Situación actual y perspectivas <ul style="list-style-type: none"> - legal - fiscal - recursos humanos - mercados y productos - finanzas • Amenazas y riesgos • Sinergias y oportunidades 	<ul style="list-style-type: none"> • Decidir supuestos • Proyectar <i>free cash flow</i> esperados • Estimar coste de capital • Estimar valor residual • Descontar a valor actual • Deducir valor de la deuda • Análisis de sensibilidad <ul style="list-style-type: none"> - crecimiento ventas - margen operativo - inversiones - tipos de interés - etc. • Rango probable de valores 	<ul style="list-style-type: none"> • Seleccionar compañías comparables en bolsa <ul style="list-style-type: none"> - sector - tamaño - rentabilidad - crecimiento - estructura financiera - criterios contables - etc. • Decidir múltiplos adecuados <ul style="list-style-type: none"> - PER - precio-<i>cash flow</i> - precio-ventas - etc. • Permite estimar el valor de una participación minoritaria 	<ul style="list-style-type: none"> • Seleccionar adquisiciones de empresas comparables <ul style="list-style-type: none"> - sector - tamaño - rentabilidad - crecimiento - estructura financiera - criterios contables - etc. • Decidir múltiplos adecuados <ul style="list-style-type: none"> - PER - precio-<i>cash flow</i> - precio-ventas - etc. • Permite estimar el valor de una participación de control 	<ul style="list-style-type: none"> • Cálculo: <ul style="list-style-type: none"> - valor de venta de los activos - menos valor de los pasivos - menos posibles impuestos • Normalmente muy inferior al valor de la empresa en funcionamiento • Aplicable si se prevé la segregación de activos <ul style="list-style-type: none"> - terrenos - edificios - inmovilizado financiero - etc.

hace falta emplear un conjunto de técnicas cuantitativas que permitan estimar la banda de precios en que, con un razonable grado de confianza, se situaría el valor de la misma en un mercado eficiente y que dispusiese de toda la información relevante.

Debido a las obvias dificultades que la frecuente carencia de cotizaciones bursátiles y las incertidumbres del proceso de privatización representan, es conveniente la utilización de varios métodos de valoración, teniendo siempre en cuenta las ventajas e inconvenientes de cada uno de ellos. Entre los más frecuentes destacan los siguientes (cuadro 1):

- Descuento de flujos de caja de libre disposición (*Free Cash Flow*).
- Análisis de múltiplos de compañías similares.
- Análisis de múltiplos de transacciones similares.
- Valor de liquidación de los activos.

A continuación ofrecemos una breve panorámica de dichos métodos de valoración.

3.1. Descuento de flujos de caja de libre disposición («Free Cash Flow»)

Se trata, sin duda, del método más utilizado para la valoración de fusiones y adquisiciones de

empresas, por su capacidad analítica y rigor, si bien su aplicación no está exenta de dificultades. Sus principales ventajas son posibilitar el examen de los factores que crean o destruyen valor para la empresa y reconocer de forma explícita el diferente valor temporal del flujo de fondos de la empresa.

Desde este enfoque, el valor de la empresa en el mercado, a largo plazo, no depende de sus resultados contables sino que se corresponde con la actualización de los flujos de caja netos de los que la empresa puede disponer para retribuir a los capitales propios y ajenos, una vez pagados los impuestos y financiadas las inversiones de explotación que la empresa requiere para mantenerse en el negocio. Este método requiere la estimación de los *cash flow* esperados de libre disposición por parte de la empresa (*Free Cash Flow*), con independencia de la forma en que ésta se financie, debiendo proceder a ajustar el resultado de explotación antes de gastos financieros y después de impuestos, deduciendo aquellas partidas de ingresos que no hayan supuesto entradas de fondos y sumando las partidas de gastos que no impliquen salidas de caja. El flujo de fondos de la empresa se debe expresar en términos netos, tras atender las inversiones en capital fijo y circulante de explotación que se precisan, y su actualización se lleva

**CUADRO 2
CALCULO DE «FREE CASH FLOW»**

Si suponemos la ausencia de resultados extraordinarios, el flujo de caja libre de un año cualquiera se puede definir como:

- + Beneficio neto
- + Amortizaciones y otros ajustes
- + (Gastos financieros) (1 – tipo impositivo efectivo)

- = Cash Flow de Explotación
- Inversión en Inmovilizado
- Inversión en Capital Circulante

- = Free Cash Flow (FCF)

**CUADRO 3
VALORACION POR «FREE CASH FLOW»
DESCONTADO**

El valor total de la empresa vendrá dado por el valor actual de los flujos de caja netos (FCF) que generan sus activos de explotación:

$$\text{Valor actual de los Free Cash Flow esperados} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1 + CMPC)^t} + \frac{\text{Valor residual}_{\text{año } n}}{(1 + CMPC)^n}$$

Siendo:

- n = número de años con previsiones explícitas
- CMPC = Coste Medio Ponderado del Capital
- Valor residual_{año n} = Valor de los Free Cash Flow esperados después del período con previsiones explícitas

a cabo utilizando como tasa de descuento un estimador del coste de oportunidad del capital empleado por la compañía (cuadros 2 y 3).

No existe una regla sencilla para estimar la tasa de descuento de los cash flow netos esperados. En la práctica, se considera adecuado utilizar como tasa de descuento el tipo correspondiente al coste medio ponderado del capital de la empresa. Para su cálculo hay que definir la combinación de deuda y recursos propios que se juzga apropiada para optimizar la situación fiscal de la empresa tras su adquisición, tomando en cuenta las características del sector en que desarrolla su actividad. A continuación hace falta analizar el coste efectivo después de impuestos de los fondos ajenos, así como estimar el coste del capital propio, incorporando a la tasa de rendimiento interno de la Deuda Pública

**CUADRO 4
ESTIMACION DEL COSTE MEDIO PONDERADO
DEL CAPITAL**

$$CMPC = K_D (1 - t) \frac{D}{D + RP} + K_{RP} \frac{RP}{D + RP}$$

Siendo:

CMPC = Coste Medio Ponderado del Capital

K_D = Coste de la deuda (antes de impuestos)

t = tipo impositivo efectivo

$\frac{D}{D + RP}$ = Ponderación de la Deuda en la estructura financiera objetivo

K_{RP} = Coste de los Recursos Propios

$\frac{RP}{D + RP}$ = Ponderación de los Recursos Propios en la estructura financiera objetivo

**CUADRO 5
ESTIMACION DEL COSTE
DE LOS RECURSOS PROPIOS**

Si siguiendo el Modelo de Equilibrio de Activos Financieros (*Capital Asset Pricing Model*), el Coste de los Recursos Propios será:

$$K_{RP} = R_f + \beta (R_M - R_f)$$

Siendo:

R_f = Rentabilidad del Título libre de riesgo (Deuda Pública a Largo Plazo)

β = Riesgo sistemático o no diversificable de las acciones de la empresa (coeficiente BETA)

R_M = Rentabilidad media del mercado de renta variable a largo plazo

R_M - R_f = Prima de Riesgo del mercado de acciones

a largo plazo una prima que compense a los inversores por el riesgo sistemático o no diversificable de las acciones de la compañía (cuadros 4 y 5).

El método de valoración por *Free Cash Flow* incorpora un criterio de mercado, el coste de oportunidad del capital que los inversores exigen para proyectos de riesgo similar, obligando a considerar el impacto a largo plazo de las decisiones empresariales sobre la capitalización bursátil de la sociedad y la riqueza de sus accionistas.

Desde esta perspectiva, el valor de la empresa se considera en función de dos aspectos fundamentales: la contribución positiva o negativa, de cada una de las estrategias de inversión o de financiación al flujo de fondos de la empresa y su incidencia sobre el coste medio ponderado del capital de la compañía. En definitiva, se trata de esti-

mar la repercusión de estrategias empresariales alternativas sobre el valor de mercado de la sociedad, determinado básicamente por su evolución en términos de flujos de caja esperados y por los niveles de riesgo operativo y financiero que impliquen cada uno de los proyectos. Un proyecto de inversión puede aumentar la cifra de ingresos e incluso el beneficio contable de la sociedad, pero sólo aumentará su valor de mercado a largo plazo si los inversores y accionistas perciben que la tasa de rendimiento interno de las inversiones es superior al coste de oportunidad del capital invertido en negocios de riesgo equivalente. En caso contrario, es previsible que el valor de mercado de la compañía se sitúe permanentemente por debajo del valor contable ajustado por la inflación que correspondería a la sociedad. Si el mercado percibe que las decisiones de inversión o financiación reducen los flujos de caja netos esperados o elevan el riesgo de la empresa, sea por tipo de negocio o por estructura financiera, el resultado previsible será una repercusión negativa en el valor de mercado de la compañía, ante el desplazamiento de los inversores hacia activos financieros alternativos que les ofrezcan combinaciones más atractivas de rentabilidad y riesgo.

El método de descuento de flujos de caja libres permite estimar el valor que el mercado otorgará a la empresa en función de la retribución de los capitales empleados en la explotación y de su coste, estableciendo la siguiente relación:

Valor de mercado de los activos de Explotación =
Valor actual de los *Free Cash Flow* esperados =
Valor de Mercado de la Deuda + Valor de Mercado de los Recursos Propios.

Una vez obtenido así el valor de los activos de explotación, para llegar al valor de los recursos propios hace falta deducir una estimación del valor de mercado correspondiente a la deuda financiera de la empresa y, en su caso, ajustar también por el importe de los pasivos fuera de balance que pudieran existir (déficits actuariales del plan de pensiones, etc.):

Valor de Mercado de los Recursos Propios = Valor Actual de los *Free Cash Flow* esperados - Valor de Mercado de la Deuda.

Para una correcta aplicación de este método se requiere proyectar los *Free Cash Flows* de la compañía a partir de unas hipótesis realistas sobre el comportamiento de las variables operativas o financieras en un horizonte temporal adecuado, alcanzándose al final del mismo un estado de madurez del proyecto empresarial.

También de gran importancia es la estimación del valor de los flujos de caja esperados más allá

CUADRO 6 ESTIMACION DEL VALOR RESIDUAL

$$\text{Valor residual}_{\text{ano } n} = \frac{(\text{Free Cash Flow}_{\text{ano } n}) (1 + g)}{\text{CMPC} - g}$$

Siendo:

CMPC = Coste Medio Ponderado del capital

g = Tasa esperada de crecimiento perpetuo del *Free Cash Flow* (habitualmente estimada como la suma de la tasa de crecimiento real de la economía a largo plazo más la tasa de inflación esperada)

del período para el que se realizan provisiones explícitas, siendo habitual para ello capitalizar un nivel normalizado de *Free Cash Flow*, correspondiente a un punto medio del ciclo económico (cuadro 6).

La utilización del método de valoración por *Free Cash Flow* descontado no debe ser nunca mecánica, siendo esencial por tanto realizar un *análisis de sensibilidad* de los resultados que refleje los elementos de riesgo e incertidumbre que están implícitos en la mayoría de las decisiones empresariales.

Considerar la probabilidad de comportamientos distintos en las variables clave, señalando su impacto sobre la valoración, permitirá alcanzar una mejor comprensión de los riesgos del proyecto. La utilización de escenarios alternativos contribuirá también a identificar los rangos de valores más probables, enriqueciendo la toma de decisiones que finalmente se reflejará en el precio de oferta por la compañía.

3.2. Análisis de múltiplos de compañías similares

Esa técnica de valoración resulta atractiva por su aparente sencillez y facilidad de aplicación. Parte del supuesto de que los mercados de valores son, de alguna forma, eficientes y reflejan en sus precios toda la información disponible sobre las compañías. Por tanto, la mayor parte del trabajo de valoración ya ha sido efectuada por el mercado y el problema es seleccionar un grupo de compañías comparables a la que se pretende valorar y que, además, coticen en Bolsa. Una vez identificadas se procede a calcular los múltiplos que el mercado paga por algunos de los parámetros más relevantes de dichas compañías. Entre los múltiplos más empleados se hallan los siguientes:

$$\text{PER} = \frac{\text{Cotización}}{\text{Beneficio por acción}}$$

$$\begin{aligned} \text{Precio} - \text{Cash Flow} &= \frac{\text{Cotización}}{\text{Cash flow por acción}} \\ \text{Precio} - \text{Valor contable} &= \frac{\text{Cotización}}{\text{Valor contable por acción}} \\ \text{Precio} - \text{Ventas} &= \frac{\text{Capitalización bursátil}}{\text{Ventas}} \end{aligned}$$

En algunos sectores específicos se pueden emplear también múltiplos que relacionan la cotización bursátil con parámetros físicos como el número de barriles de petróleo que contienen los yacimientos de una compañía petrolífera o el número de líneas telefónicas en servicio de una compañía de telecomunicaciones.

La ventaja principal de este método es posibilitar la comparación con compañías del mismo sector o industria, teniendo como referencia el precio que el mercado paga por cada unidad monetaria de beneficios, *cash flow*, ventas, etc. Se obtiene así una estimación de lo que el mercado estaría dispuesto a pagar por su *participación minoritaria* en la empresa que se ofrece a la venta. Lógicamente, si la oferta se presenta por un paquete de control, hará falta estimar también la prima requerida sobre el valor obtenido mediante el análisis de múltiplos de compañías comparables.

Desgraciadamente, este método presenta importantes inconvenientes, siendo quizás el principal la dificultad de encontrar compañías con un elevado grado de semejanza que permita trasladar los múltiplos que el mercado paga por cada una de ellas. Así, dentro de un mismo país y sector es fácil encontrar significativas divergencias en el PER de las empresas, situación que se complica aún más en el caso de una privatización en la que participan empresas de varios países. Como ejemplo, cabe mencionar el caso de la compañía japonesa de telecomunicaciones NTT, que a finales de 1990 cotizaba con un PER de 55,8, mientras que el PER medio del sector a nivel mundial era del 12,5.

Las diferencias en los principios contables aplicados, con la consiguiente dispersión en la calidad del activo y beneficio, suelen ser un factor fundamental que obliga a la cautela en el empleo de múltiplos como método de valoración. Además, en contraposición al método de descuento de flujos de caja, los múltiplos no consideran el valor del dinero en el tiempo, ni la variabilidad de los *cash flow* esperados.

Por último, la fluctuación de las cotizaciones —y de los múltiplos que las mismas implican— dificulta también el empleo de esta técnica de valoración, siendo necesario tener en cuenta la incidencia de factores cíclicos o coyunturales en los precios observados, así como las distintas expectativas sobre el comportamiento futuro de las compañías objeto de comparación.

3.3. Análisis de múltiplos de transacciones similares

De manera análoga al método descrito en el apartado anterior, el análisis de los precios a los que se hayan cerrado operaciones de compra-venta de empresas pertenecientes a la misma industria puede proporcionar información sobre el rango de valores en que se moverá la privatización. Lógicamente, los múltiplos correspondientes a adquisiciones de compañías comparables incorporan ya las primas pagadas por el control de las mismas.

Con frecuencia, los múltiplos así obtenidos presentan una fuerte dispersión, por lo que deben emplearse con cuidado. Además de las dificultades derivadas de las diferencias en los criterios contables, la estructura financiera o las perspectivas de negocio, cada una de las transacciones habrá tenido lugar en condiciones singulares, por lo que su extrapolación resultará generalmente problemática. Sin embargo, la estimación de los múltiplos pagados por compañías comparables puede ser útil para intuir, en una primera aproximación, un rango de valores aceptable para las partes interesadas en la privatización.

3.4. Valor de liquidación de los activos

Pueden plantearse situaciones en las que resulta interesante considerar el valor que el comprador obtendría vendiendo los activos de la empresa, liquidando las deudas con terceros y pagando los impuestos que pudieran existir. Si la privatización permite la segregación y venta de activos, es posible que el *valor de liquidación* de algunos de ellos (solares, edificios, participaciones financieras, etc.) sea importante, e incluso superior al que representa su mantenimiento en la compañía. Sin embargo, normalmente el valor de liquidación será muy inferior al que tendrá la empresa en pleno funcionamiento, lo que limita su empleo práctico en los procesos de privatización.

4. Estrategia del precio de oferta

Pese a la dimensión cuantitativa de las técnicas expuestas, la valoración de una empresa tiene más de arte que de ciencia exacta. Incluso el método que, a nuestro juicio, presenta más ventajas, al basarse en los flujos netos de caja como fuente del valor de la empresa, podrá arrojar tantos valores como hipótesis sobre el comportamiento de las variables básicas se deseen utilizar. Ello hace tanto

más necesario identificar mediante el análisis de sensibilidad aquellos supuestos con mayor impacto en la valoración, verificando su grado de realismo en función de las tendencias observadas hasta el presente.

En una privatización, tanto el Gobierno y sus asesores como los potenciales inversores tendrán diferentes percepciones sobre el rango de valores adecuados a las características de la empresa. Cada uno de los compradores que aspiran al control de la gestión fundará su valoración en un Plan de Empresa diferenciado, con distintos supuestos operativos y financieros. La toma en consideración de las posibles sinergias tampoco será coincidente, provocando discrepancias en el *precio máximo aceptable* para cada uno de los compradores, determinado por el valor actual de los *cash flow* netos esperados una vez tomado el control de la empresa y aprovechadas todas las sinergias que para el comprador pudieran existir. También surgirán diferencias en el valor que la empresa represente para distintos inversores como consecuencia de las tasas de descuento aplicables al proyecto, pudiendo existir disparidades marcadas en las primas por riesgo aplicadas por los compradores extranjeros y los grupos locales.

En la estrategia de fijación del precio de oferta es conveniente no sólo definir cuál es el precio máximo aceptable para el comprador, sino tratar de estimar el valor de la empresa para los competidores que concurren a la licitación, tomando en cuenta las ventajas competitivas que para ellos representaría el control de la empresa. Si existe un grupo comprador con sinergias únicas, no aprovechables por sus competidores, ello le otorgará una clara ventaja a la hora de pujar por la compañía. También es importante el hecho de que el Gobierno explicita un *precio mínimo* o suelo para la presentación de ofertas, que normalmente representará el punto de vista del vendedor sobre lo que sería una oferta razonable por el control de la empresa.

Las condiciones de una privatización se asemejan a las de un juego competitivo, en el que el desarrollo de una estrategia ganadora requiere anticipar la respuesta de los otros jugadores. Mediante el empleo de distintos métodos de valoración, cada comprador intentará formarse una idea del valor que la empresa puede representar para él y para sus rivales, además de para el Gobierno que la saca a la venta. Pero la toma de decisiones se llevará a cabo siempre con un cierto grado de incertidumbre, y estará influenciada por factores difícilmente cuantificables, como la actitud psicológica de los compradores: casi ningún precio

resultará demasiado alto para un optimista, ni demasiado bajo para un pesimista. Resulta explicable, por tanto, la frecuencia con que compradores y vendedores solicitan de los bancos que les asesoran que emitan una *fairness opinion* sobre la operación, manifestando expresamente que el precio pagado es «justo desde el punto de vista financiero» (*fair from a financial point of view*) y no lesiona los intereses de los accionistas ni, en el caso de una privatización, de los contribuyentes.

Son los intereses encontrados que se dan cita en las privatizaciones y en las adquisiciones de empresas los que, en definitiva, suelen hacer aconsejable para las partes el disponer de una *fairness opinion* frente a posibles reclamaciones, porque, para decirlo con palabras de Tomás de Aquino, «el justo precio de las cosas no está determinado con exactitud, sino que consiste en una cierta estimación» (2). □

NOTAS

- (1) Tomado de Grampp, W. D.: «Los elementos liberales en el mercantilismo inglés», publicado en *El pensamiento económico de Aristóteles a Marshall*, Editorial Tecnos, 1971, pág. 94.
- (2) Tomás de Aquino: «Summa Theologica», 2a 2ae, cuestión 77, tomado de Dempsey, B. W., «El justo precio en una economía funcional», publicado en *El pensamiento económico de Aristóteles a Marshall*, Editorial Tecnos, 1971, pág. 70.

BIBLIOGRAFIA

- Bibler, R. S.: *The Arthur Young Management Guide to Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, Nueva York, 1989.
- Coopers & Lybrand: *Business Acquisitions and Leveraged Buyouts*, Coopers & Lybrand, Nueva York, 1989.
- Copeland, T.; Koller, T., y Maurin, J.: *Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company Inc., John Wiley & Sons, Nueva York, 1990.
- Finnerty, J. D.: *Corporate Financial Analysis*, McGraw-Hill, Nueva York, 1986.
- Rappaport, A.: *Creating Shareholder Value*, The Free Press, Nueva York, 1986.
- Stewart, G. B.: *Stern Stewart Corporate Finance Handbook*, Stern Stewart Management Services, Nueva York, 1986.
- Weston, J. F.; Ching, K. S., y Hoag, S. E.: *Mergers, Restructuring and Corporate Control*, Prentice Hall International Editions, New Jersey, 1990.

Aspectos legales de las privatizaciones

Introducción

En los últimos años de la década de los ochenta y de manera generalizada en los inicios del decenio que acabamos de estrenar, se ha extendido un fenómeno económico que marca la necesidad de aplicar una técnica jurídica acorde con este nuevo entorno: la privatización de empresas. Si bien se trata de una panorámica, voy a centrarme en las adquisiciones de empresas públicas derivadas de un proceso de privatización, y más específicamente en los acuerdos entre accionistas, todo ello desde la óptica de la protección jurídica del potencial adquirente. El movimiento privatizador de empresas del sector público obedece, en ocasiones, a una necesidad de captar recursos por parte de una economía debilitada, en otras, a la necesidad de fomentar la competitividad de las empresas públicas o bien a la necesidad de adecuarse a un nuevo sistema político. Existen otras motivaciones, pero estos tres grupos básicos pueden sintetizar la actual situación mundial; y así en el primero citado, nos encontramos con los países del tercer mundo o en vías de desarrollo, en el segundo con países de economía consolidada y en el tercero con los países del entorno soviético, que se encuentran en procesos de cambio político. En este último caso, los motivos de una privatización no son sólo políticos y claramente son conducentes a una captación de recursos para el levantamiento de sus economías.

Desde la óptica del potencial inversor, según se trate de un entorno u otro, la protección jurídica que precisará estará relacionada directamente con el marco jurídico y la estabilidad del país objeto de su inversión.

Entorno jurídico. El marco legal

La privatización de empresas prestadoras de un servicio público se encuentra generalmente dentro de un marco legal que no se adecua a una situación de propiedad particular, ya que estas empresas tradicionalmente se encuentran en manos del sector público. Los servicios de telecomunicación, banca, electricidad y transporte, núcleo de las recientes privatizaciones, están reglamentados como entidades de derecho público en los países que deciden acometer su privatización. El marco legal es un asunto de extrema delicadeza para el potencial inversor en un país extranjero, especialmente en países política y económicamente poco estables. En este punto, se hace imprescindible contar con un asesoramiento jurídico local que es-

Luis López van-Dam de Lorenzo
Telefónica Internacional

estudie la viabilidad jurídica de la inversión, en términos tales como: garantías de la misma frente a una expropiación o confiscación, garantías de prestación de sus servicios, existencia o no de competencia, transferibilidad de los dividendos generados y repatriación de los capitales invertidos.

Frecuentemente, el gobierno que inicia un proceso de privatización de empresas de su propiedad emprende simultáneamente la tarea de modificación legislativa orientada a la nueva situación. El análisis de la nueva legislación permitirá al inversor evaluar el riesgo político-jurídico de su inversión y, si se trata de un proyecto legislativo, en ocasiones se podrá influir en su definición, realizando las propuestas o comentarios que se estimen convenientes. Estas propuestas pueden ser eventualmente incorporadas, considerando que el interés de la privatización es mutuo, siendo en ocasiones un proceso negociado.

Dependiendo de la legislación de cada país y del procedimiento de venta establecido, podemos encontrarnos ante la venta de una empresa en su totalidad, ya sea mediante la venta de sus activos o la de sus acciones. Esta venta puede ser parcial cuando la legislación sobre inversiones extranjeras no permita la participación mayoritaria de un accionista extranjero en una sociedad, o bien por tratarse de un sector protegido. En ocasiones se buscan fórmulas mixtas en las que la empresa privatizada se vende en su totalidad pero el comprador debe ser un consorcio que incluya socios locales de forma mayoritaria o en un porcentaje predeterminado. Los supuestos de venta parcial pueden conllevar la asociación del inversor extranjero con un organismo público dependiente del gobierno local.

La adquisición de una empresa, quedando en situación de socio minoritario, es la que suscita la necesidad de un más afinado análisis jurídico y del establecimiento de un mecanismo de protección de minorías.

Cualquier mecanismo de protección debe ser acometido antes de la toma efectiva de la participación en la empresa de que se trate. De manera genérica, los aspectos esenciales a considerar son:

- Existencia de una normativa legal que proteja la propiedad de los extranjeros.
- Un marco legal estable que garantice la prestación del servicio o actividad en régimen de exclusividad, cuando así se establezca en el proceso de privatización, o que sienta las bases de una competencia equitativa.
- Cuando se trate de prestar un servicio en régimen concesional, la concesión deberá establecer, entre otras, la duración, prórroga y causas de

caducidad, así como la definición clara de los servicios y materias concesionadas.

- Garantías legales frente a la reversión y expropiación de los capitales y bienes invertidos.
- Existencia de un marco regulatorio que garantice los mecanismos de fijación de las tarifas, cuando se trate de servicios sujetos a las mismas.

Sin perjuicio de los mecanismos de protección jurídica que se persigan, y que en el supuesto de no ser obtenidos de manera satisfactoria influirán en la evaluación económica de la potencial inversión, o incluso en su no consideración, no se puede olvidar que los sectores privatizados son especialmente sensibles a los cambios legislativos. Sectores como las telecomunicaciones son considerados como materia de soberanía nacional y tienen la condición de servicio público, lo cual conlleva una especial cautela de la administración del estado que acomete su privatización. Esta cautela puede representar una dificultad adicional a la hora de encontrar un entorno legal satisfactorio para el inversor y obligará a una delicada búsqueda de soluciones alternativas a la modificación del marco legal. Tales alternativas pueden ser la obtención de acuerdos contractuales entre el comprador y vendedor, en los que se establezcan garantías para el comprador en los términos antes mencionados. Este tipo de acuerdos precisará de un riguroso análisis por parte del asesor jurídico local para la determinación de su validez y exigibilidad frente a la administración pública vendedora.

Procedimiento de privatización. Diligencias previas

Los procesos de privatización acometidos en los últimos años por los diferentes países coinciden generalmente en la fórmula concursal o de licitación. Estos concursos o licitaciones suelen venir precedidos por un proceso de preselección o precalificación de las empresas participantes. El objetivo de esta preselección es limitar la participación a empresas con una determinada solvencia económica y que cumplan con unos requisitos que las capacite para la gestión de la empresa a privatizar.

Conviene ser cuidadoso a la hora de cumplir la documentación y formalidades requeridas para la precalificación. El asesor jurídico local deberá supervisar la elaboración de toda la documentación exigida, de forma que ésta cumpla con los requisitos de validez en el país de que se trate. Puede establecerse con carácter general la regla de que cualquier documento público o privado

otorgado en España deberá ser legitimado notarialmente y legalizado ante el consulado del país de que se trate en España, para su validez y utilización en otro país. Habitualmente la documentación así legalizada exigirá de un trámite adicional en el país de destino, normalmente ante el Ministerio de Asuntos Exteriores.

El procedimiento de privatización estará regulado en unas bases o pliego de condiciones en donde se recogerán tanto el calendario como los requisitos a cumplimentar para la presentación de una oferta de adquisición. En la adquisición de empresas, y durante el proceso de elaboración de las ofertas, el potencial inversor deberá realizar un análisis riguroso de la empresa o empresas objeto de su interés. Este proceso de diligencias previas (*Due diligence*) constituye una auditoría legal de la empresa en todos sus aspectos. El proceso de diligencias previas deberá comprender la recopilación y estudio de las materias que a continuación se relacionan y que, generalmente, el propio vendedor recopila y pone a disposición de los inversores en un local habilitado a tal efecto (*Data room*). Las materias esenciales sobre las que se debe centrar el estudio son las siguientes:

- Propiedades y bienes arrendados: existencia de cargas y gravámenes.
- Acuerdos corporativos: juntas de accionistas y consejos de administración.
- Sociedades filiales y participadas.
- Contratos en vigor: proveedores y otros acuerdos comerciales.
- Préstamos y créditos: cuantificación y exigibilidad.
- Licencias y concesiones: vigencia.
- Propiedad intelectual: patentes y marcas.
- Empleados: convenios colectivos, contratos, estudio actuarial.
- Estructura organizativa.
- Pleitos pendientes: cuantificación y situación de los procesos.
- Balances y cuentas de resultados consolidados y auditados.
- Situación fiscal.

El proceso de diligencias previas exige habitualmente la participación de un grupo coordinado de abogados que recopila y analiza toda la documentación disponible, realizando posteriormente un informe en el que se contienen las debilidades detectadas. Todas las cuestiones pendientes deben ser solicitadas al vendedor o al agente intermediario que generalmente el vendedor designa para la privatización.

Especial atención debe centrarse en aquellos apartados que puedan ser susceptibles de modifi-

cación por el hecho de producirse un cambio de propietario, o por pasar a ser éste una entidad privada. En este último caso, habrá que estudiar la situación de los préstamos y créditos que pudieran incluir cláusulas de vencimiento anticipado por el cambio de propiedad del prestatario. Tanto en este supuesto como en cualquier otro de esta naturaleza que aparezca durante las diligencias previas, se deberá condicionar la oferta de adquisición a la solventación por parte del vendedor de tales contingencias. Si el procedimiento no permite la existencia de ofertas condicionadas, los problemas detectados deberán ser solucionados por el vendedor antes de la fecha de presentación de ofertas o, en todo caso, antes de la fecha de toma efectiva de la participación en la empresa privatizada.

De manera paralela al proceso de elaboración de las ofertas y de diligencias previas, y siempre que existan otros socios, nos encontraremos en otro proceso igualmente esencial desde el punto de vista jurídico: la negociación y redacción de un acuerdo de accionistas.

Acuerdos de accionistas

En multitud de ocasiones, muchas de ellas por imposición del propio vendedor, el adquirente está compuesto por una pluralidad de empresas, bien extranjeras, o bien de carácter mixto, extranjero y local. Desde el punto de vista estrictamente jurídico, a la hora de regular un acuerdo de accionistas no existe diferenciación objetiva entre un socio local y uno extranjero, salvo que la legislación local del país así lo establezca. Sin embargo, el socio local generalmente tiene una cierta posición de ventaja, no sólo por un posible mayor conocimiento del entorno, sino porque la presión que puede ejercer frente a un socio extranjero es también mayor en el día a día de la gestión empresarial. No me refiero a una posición de ventaja a la hora de negociar el acuerdo, sino en el propio ejercicio del mismo una vez establecido.

Como ya he mencionado, un inversor puede verse en la necesidad, impuesta por el propio proceso de privatización o por necesidades estratégicas o financieras, de asociarse con terceros para la adquisición de la empresa. Esta asociación lo es en ocasiones con un organismo público, quien puede permanecer como accionista de la empresa.

La negociación de un acuerdo de accionistas cuando uno de los socios es un organismo público no siempre es factible, siendo necesario en este

caso regular la gestión de la sociedad en los estatutos sociales, en la medida en que la ley lo permita.

Antes de entrar en el contenido concreto de los acuerdos entre socios, conviene insistir en la necesidad de contar con el asesoramiento jurídico local en materia de sociedades, a los efectos de conocer los límites y contenido de los acuerdos e incluso si los mismos son válidos y exigibles frente a los socios y oponibles frente a terceros. Este punto es crucial, pues un acuerdo aparentemente ventajoso para un inversor extranjero puede resultar nulo según la ley aplicable, provocando una situación de desequilibrio no prevista inicialmente.

Como paso previo al acuerdo de accionistas, y con el objetivo de asegurar la asociación de las partes en negociación, resulta aconsejable la existencia de un acuerdo de participación, mediante el cual las partes asumirán un compromiso de asociación y se podrán sentar las bases de la misma, tales como: porcentajes de participación, aportaciones, cobertura de gastos hasta la formación de la sociedad, confidencialidad y, de manera genérica, el reparto de funciones de cada participante.

La legislación propia de cada país determinará la validez de los pactos privados entre los socios, así como la necesidad de que éstos sean o no públicos. Con carácter general, puede decirse que los pactos que incluyan a una parte de los socios y no a todos sólo obligan a las partes suscribientes y no al resto de los accionistas frente a éstos. En ocasiones estos pactos son nulos si no están suscritos por la totalidad de los accionistas de la sociedad.

Resulta más apropiado, en la mayor parte de los supuestos, el tratar de incluir dentro de los estatutos sociales de la compañía adquirida todos aquellos aspectos que las partes quieran incorporar como pactos entre accionistas. Habrá que considerar siempre las restricciones legales al efecto y valorar el hecho de que generalmente los acuerdos de accionistas no requieren de inscripción en un registro público. En el caso de que las partes deseen mantener sus pactos confidencialmente, éstos no podrán recogerse en los estatutos que en cualquier legislación tienen carácter público y deben ser inscritos en un registro. La falta de publicidad o inscripción de los acuerdos privados hace que éstos no sean oponibles frente a terceros.

Este último aspecto habrá que preverlo en el clausulado del acuerdo de accionistas, obligando a que la parte que transfiera su participación social deberá manifestar al adquirente la existencia de tal acuerdo y hacer que el nuevo propietario se ad-

hiera al mismo. Otra posible fórmula, y más recomendable ambas, consiste en reflejar la vinculación de las acciones de la sociedad al acuerdo de accionistas, incluyendo una leyenda a tal efecto en los títulos de las acciones.

Desde el punto de vista del inversor, cuando la participación en el capital social es mayoritaria en términos absolutos, la protección de sus intereses estará, casi con seguridad, protegida por el propio ordenamiento jurídico, ya que la mayor parte de las legislaciones concede el control societario a la mayoría del capital. En este caso el inversor tendrá garantizada la mayoría tanto en los órganos de representación (asambleas de accionistas) como en los órganos de administración de la sociedad. Las decisiones serán adoptadas entonces por mayoría simple, asegurando el control de la gestión y administración social.

La situación es evidentemente más compleja en los supuestos de participación minoritaria, aunque no necesariamente en proporción directa al grado de minoría que un inversor posea en la sociedad. Asimismo, la posición jurídica de un socio minoritario varía cuando se trata de una sociedad con el capital atomizado y en el que el resto de los accionistas sean igualmente minoritarios. Bajo este punto de vista, se puede hablar del accionista minoritario que cuenta con una mayoría relativa y en la práctica suficiente para controlar la sociedad. Este suele ser el caso de empresas que cotizan en bolsas de valores y que cuentan con un capital social diluido entre multitud de pequeñas participaciones.

La dilución del capital puede ser en ocasiones una garantía de control social; sin embargo, dicha garantía nunca es absoluta y siempre puede existir una concentración de voto por parte de grupos minoritarios o bien una adquisición en bloque de acciones que pondría en peligro el control ejercitado por el antes citado accionista minoritario.

Ante un proceso de privatización en el que surja un supuesto como el que acabo de exponer, y en cualquier adquisición parcial de empresas en la que el paquete de acciones a la venta sea minoritario, el inversor que pretenda mantener una posición de control de la sociedad deberá arbitrar un mecanismo jurídico que le permita tal finalidad.

Cualquier mecanismo jurídico pasará por la inclusión de unos derechos específicos para un determinado accionista. Una fórmula frecuentemente empleada es el establecimiento de series de acciones, confiriendo diferentes facultades a cada una de éstas. De esta forma, se puede lograr el control de una sociedad concentrando los derechos de voto en una serie minoritaria de acciones. Muchas legislaciones exigen que los accionistas a los que

se restrinja el derecho de voto deberán tener un tratamiento de preferencia respecto al cobro de los dividendos.

El acuerdo de accionistas puede incluir todos aquellos pactos no contrarios a derecho que las partes convengan para el ejercicio de sus facultades en los diferentes órganos de la sociedad. Respecto de este punto, existen tres apartados básicos:

- Asambleas de accionistas.
- Organos colegiados de administración.
- Cargos de gestión o gerenciales.

El accionista ejerce sus derechos como tal a través de las *asambleas de accionistas*. La adopción de clases diferenciadas de acciones permitirá limitar la toma de decisiones sobre determinados asuntos en favor de una serie o series específicas. El inversor minoritario deberá tratar de establecer dicha diferenciación o bien estipular un quórum de asistencia y votación que exija de su voto favorable para la adopción de acuerdos.

Resulta de especial importancia la protección del socio minoritario, respecto de las modificaciones estatutarias. Igual importancia reviste la protección del socio minoritario respecto de la designación, remoción y facultades de los órganos colegiados de administración por parte de la asamblea de accionistas.

Los *órganos colegiados de administración* de una sociedad representan en las sociedades mixtas o con diferentes participaciones el verdadero núcleo de control y gestión social. La adopción de acuerdos con el consejo de administración debe ser objeto de una consideración específica. Lo más apropiado para un accionista no mayoritario será relacionar en los estatutos sociales o en el acuerdo de accionistas los diferentes acuerdos que requerirán de mayorías especiales para su aprobación. Igual importancia revestirá la política de delegación de facultades por parte del consejo de administración. De poco serviría regular la adopción de acuerdos por parte del consejo de administración mediante la fijación de un voto mayoritario de dos tercios, si se permite que por mayoría simple pueda delegar sus facultades.

El último apartado, *los cargos de gestión* o cargos gerenciales de la empresa, es un aspecto que no siempre se contempla en un acuerdo de accionistas. En ocasiones se regula como materia de decisión del consejo de administración sin entrar en un mayor detalle de definición. Dependiendo del tipo de sociedad, puede resultar conveniente el estipular de antemano el organigrama básico de la empresa y el predeterminar las funciones de los cargos gerenciales de mayor relevancia. Así-

GRAFICO 1

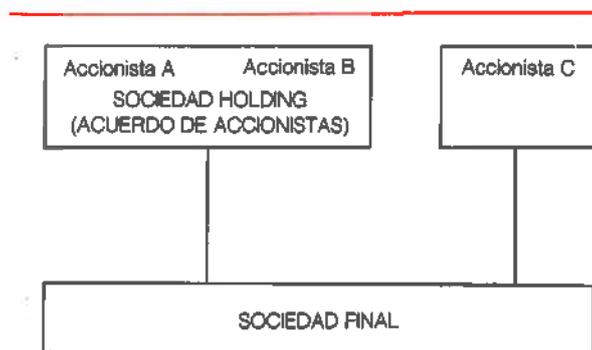
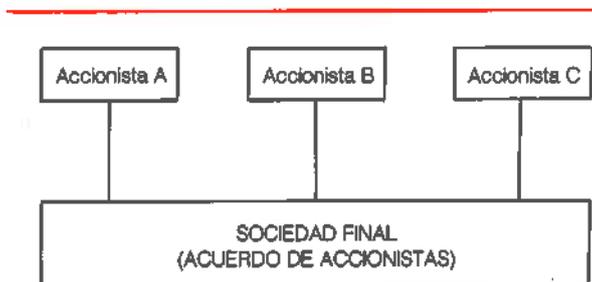


GRAFICO 2



mismo, las partes podrán pactar la designación de los diferentes cargos y reservarlos para una determinada serie de accionistas. En tal caso, igual procedimiento podrá seguirse para la destitución o renovación de aquéllos.

La asesoría jurídica deberá contemplar en la redacción del contrato social el que la adopción de los acuerdos para los que se establezcan mayorías especiales lo requiera así tanto para una primera como para ulteriores convocatorias. No obstante, y para evitar un posible bloqueo de la sociedad, se puede rebajar la mayoría requerida a partir de una segunda o tercera convocatoria. Ello puede conllevar, sin embargo, un riesgo para el socio minoritario, ya que al mayoritario le bastará con esperar el transcurso de las convocatorias necesarias para poder ejercitar su mayoría.

En estrecha relación con este punto, se debe prestar una adecuada atención a los requisitos formales de la convocatoria de las asambleas de accionistas y los consejos de administración. Ello tiene especial trascendencia para el accionista extranjero que podría, involuntariamente, facilitar con

su ausencia la adopción de un acuerdo contrario a sus intereses.

Dependiendo del tipo de adquisición y de la naturaleza de los socios (extranjeros, locales, gubernamentales), se empleará una estructura jurídica diferente. Pueden existir infinidad de combinaciones posibles, muchas de ellas dependiendo del sistema fiscal que resulte más conveniente para cada accionista, pero, a modo de ejemplo, se podrían considerar los dos gráficos que reflejamos.

En el gráfico 1, dos accionistas constituyen una sociedad conjunta y es ésta la que participa en el capital de la sociedad final junto con el accionista C. En este ejemplo, y en el supuesto de que las tres participaciones sean minoritarias, si el accionista A controla la sociedad *holding*, podrá a su vez tener el control de la sociedad final, en la que la sociedad *holding* es socio mayoritario respecto del accionista C. El control de la sociedad *holding* se establece sobre la base de un acuerdo de accionistas en el que no participa el accionista C.

El gráfico 2 contempla la participación directa, o mediante *holding* individuales, de los tres accionistas en la sociedad final. El acuerdo de accionistas engloba a todas las partes y podría establecer tres series diferenciadas de acciones, una por cada uno de los accionistas participantes.

Finalmente, creo que serán las leyes matemáticas, en mayor medida que el derecho, las que limiten las posibilidades de combinación accionarial o de adopción de pactos y convenios entre los accionistas. Cada proyecto requerirá de un esquema jurídico propio que, cuanto más adecuado resulte a los intereses del inversor, revertirá en una mayor capacidad de decisión y control sobre la gestión de la inversión efectuada. □

ESCUELA EUROPEA DE NEGOCIOS
 En colaboración con
 Universidades e Instituciones de
 Alemania, España, Francia, Italia
 y Reino Unido

Comunicación 92

AHORA, EUROPA

92

ESCUELA EUROPEA DE NEGOCIOS
 prepara a profesionales y líderes superiores
 para competir en inmejorables condiciones ante
 el reto que nos supone el Mercado Único
 Europeo y la Libre Circulación de profesionales
 en los países de la CEE.

M.B.A.

Master Business Administration
 Dirigido a formar y actualizar a titulados y
 profesionales para el desempeño de las áreas
 directivas en las empresas.

VERSION POSTGRADUADO (Dedicación exclusiva)	VERSION EXECUTIVE (Compatible con la actividad profesional)
---	---

M.C.E.

Master en Comercio Exterior
 Dirigido a formar y actualizar a
 titulados y profesionales
 en la interconexión
 internacional de la
 economía empresarial.

VERSION POSTGRADUADO (Dedicación exclusiva)	VERSION EXECUTIVE (Compatible con la actividad profesional)
---	---

Al realizar su M.B.A. o M.C.E. en la Escuela Europea de Negocios, en cualquiera de sus dos versiones, obtendrá una de las formaciones en Alta Dirección Empresarial con mayor prestigio en Europa.

Para una más extensa información, visítanos o llame al teléfono:

91 563 83 92/32

Sede Central: C/ Segura, 13 (El Vizo) 28002 Madrid

ESCUELA EUROPEA DE NEGOCIOS

La ruptura del monopolio. El caso de las telecomunicaciones

1. Cambio tecnológico y bazar de servicios

Cuando se escriben estas líneas, en España todavía no se sabe a ciencia cierta cuál va a ser el alcance que va a tener lo que se empieza a conocer como «el fin del duopolio» que mantenían British Telecom y Mercury sobre las telecomunicaciones inglesas. Ni se sabe, claro es, dada la reciente remodelación del gabinete español, cuáles serán los desenlaces finales de los escarceos que se estaban percibiendo para constituir nuevos operadores de servicios en competencia que empezasen a desdibujar el monopolio de las telecomunicaciones españolas. Se sabe, eso sí, que en ambos casos las aperturas de un sector controlado tradicionalmente son ahora posibles porque el cambio tecnológico y su consecuente traducción económica en costes y oportunidades de negocio han hecho añicos la idea del monopolio natural. Idea que se fundamentaba en las economías de escala y en el pecado que supondría el despilfarrar recursos mediante la mayor o menor proliferación de redes e infraestructuras.

Y si es evidente que ya no cabe justificar los viejos esquemas en que se asentaban las prohibiciones legales para abrir nuevos negocios en un sector donde la dificultad tecnológica, el enorme volumen de inversión y la virtualidad de la red al permitir el acceso a un creciente y masivo número de usuarios venían a desalentar al que quisiera pensar en instrumentar una oferta alternativa, no es menos obvio que hoy los cambios tecnológicos permiten organizar una superposición de redes y ofertas que desdigan los razonamientos tradicionales. Pues ya no son necesarios los hilos que empiezan en un extremo de la red y que tras sucesivas conmutaciones permiten llevar la comunicación a las otras esquinas más distantes de aquélla. Ni es imprescindible que para llevar diversos tipos de comunicación haya que pensar en que tendría que haber canales adicionales y que corriesen paralelamente. Ya que, incluso con las nuevas técnicas, hasta se pueden aprovechar trazados hechos inicialmente para transportar agua, gas o electricidad, o para que por ellos circularan locomotoras y vagones pensados en la centuria anterior.

Y es que las innovaciones habidas en los últimos tiempos han conferido carácter estratégico a capilaridades que no tienen por qué coincidir con las que respondían a la lógica de la demanda telefónica. O han descubierto que tal demanda telefónica puede ser atendida sin que los extremos de la comunicación tengan que ser puntos fijos y unidos mediante un medio palpable y continuo, sino que es posible que los interlocutores se muevan

y que sus terminales les acompañen sin tener que sujetarse a ningún soporte concreto, ya fuese la pared de una habitación o el suelo de un automóvil. Pues eso que se da en llamar el futuro de la telefonía personal no es sino el fin de un modelo donde las redes tenían, inexorablemente, que estar sujetas a la geografía y los domicilios y oficinas de los usuarios.

Pero por si no fuese poco el que quepa pensarse en nuevos competidores potenciales que aprovechen su implantación geográfica o que para prestar los servicios de voz ya no sean necesarios alambres entre los elementos transmisores y receptores, hay que percatarse de que las nuevas oportunidades de negocio no se limitan a la simple comunicación propia de los servicios básicos de voz, sino que abren un sinfín de posibilidades de servicios que trasiegan informaciones diversas y en las que además es sencillo mejorarlas con los valores añadidos de su tratamiento y reelaboración en algún paso intermedio. Posibilidades, por demás, que pueden ser explotadas caso a caso y donde un operador de servicios no tiene por qué dedicarse a ofertar todo el portafolio de productos-servicios en que quepa pensarse. Ni hacerlo, y eso es lo decisivo, apoyándose en unas redes que necesariamente fuesen de su propiedad. Pues lo que realmente hace atractiva su oferta es que él vende una aplicación que se soportará parcialmente, en muchos casos, sobre infraestructuras pensadas para un propósito general y sobre las que él es capaz de instrumentar una utilidad para unos clientes particulares que necesitan algo más que los servicios básicos de la comunicación vocal.

2. Regular para desmonopolizar

Lo anterior significa, por tanto, que las ideas de unicidad de la red y exclusividad subsiguiente con que el operador tradicional justificaba su monopolio se ven desbordadas por las nuevas necesidades de los clientes, las nuevas capacidades técnicas desde las que es posible atenderlas y la rebaja de las barreras técnicas e inversoras anteriores. Por lo que es posible que haya otros nuevos interesados en servir a un mercado que se sigue expandiendo en la horizontalidad de los servicios básicos. Y que se hace mucho más atractivo por sus posibilidades de sofisticación y particularización de demandas y servicios en aquellas áreas donde la sociedad postindustrial y las economías cuaternarias son ya realidades generalizadas.

Ante esta nueva complejidad, donde convergen la creciente mutación tecnológica y los horizontes

que ello abre, con el hecho de que los clientes empiezan a ver tras los servicios de telecomunicación unas veces niveles de comunicabilidad que enriquecen su calidad de vida y otros instrumentos estratégicos para la competitividad empresarial, era obligado que para que las nuevas realidades no fuesen una selva donde la confusión frustrase todas las potencialidades, o una fortaleza inexpugnable donde el detentador del monopolio tradicional sólo dejase acceder a quien le conviniese, se impusieran unas nuevas maneras de regulación del sector. Y que esas nuevas maneras se iniciasen por separar las competencias de dictar las normas y de aplicarlas a la hora de hacer negocio. Ya que sin esa independencia entre el regulador y el operador, la libertad del mercado que se busca, y que es posible alcanzar gracias al abaratamiento de las innovaciones y su aplicabilidad, no sería otra cosa que una figura retórica tan insalvable como las regulaciones anteriores.

La nueva regulación pasa, en consecuencia, por esa separación de quien legisla y de quien explota los servicios y se plasma tanto en la preocupación por la estandarización de los accesos a las redes y las interfuncionalidades, como por la nueva perspectiva de regulación tarifaria. Lo primero busca crear unas reglas del juego tecnológicas que permitan la transparencia y la interconectividad y que faciliten, en definitiva, al usuario moverse por encima de los límites que marca la propiedad de las infraestructuras, o la capacidad legal para gestionar unos y otros servicios. Lo segundo persigue ir transformando un mercado monopolístico, donde las subvenciones cruzadas se justificaban por la pretensión de generalizar un servicio uniforme y universal, para convertirlo en otro mercado donde primero se sepa cuánto cuesta cada modalidad del servicio, para luego empezar a pensar en que habrá algún día donde los precios no se deriven de lo que se dice que cuestan las infraestructuras sino de lo que cada cliente está dispuesto a pagar por ello, a la vista de una oferta múltiple.

Pero ambas políticas —la normalizadora y la nueva regulación tarifaria—, que pretenden, en definitiva, *volar controladamente* el monopolio de oferta que hasta ahora imperaba, pueden verse desbordadas por la dinámica de los mercados y por las posibilidades tecnológicas. Pues en unos casos puede que haya clientes que busquen la exclusividad de acceso de algunas de sus redes particulares, con lo que poco les importaría determinadas interconectividades normalizadas por la autoridad reguladora, y en otros sepan de antemano que ya se buscarán los interfaces adecua-

dos, aunque no se hubiese previsto su normalización, para acceder a mercados ajenos y entrar en geografías antes no previstas en la estrategia comercial de los operadores. Y por si fuera poco las dudas que lo anterior plantea, pronto se empezará a ver que el superponer redes no es algo que tenga que conducir necesariamente a una nueva «Babel» tecnológica, sino que puede abrir nuevos negocios aunque sólo sea por ver cómo se facilitan los accesos y se cobran los flujos de información entre unas y otras.

Algo similar ocurre en el tema tarifario. Pues si bien cualquier planteamiento tarifario que quiera tener visos de viabilidad a medio plazo tiene que encarar el futuro sabiendo que si es obvio que van a variar los clientes y sus demandas, obligado será que los operadores tradicionales lo encaren con realismo, para poder transformar rentablemente el portafolio de productos y servicios que venía siendo usual. Ya que dicho planteamiento debe, en definitiva, permitir la transición desde una situación de monopolio y monoservicio —el teléfono básico— a otra donde los servicios a ofertar ganarán en sofisticación y cercanía a las particularidades de cada cliente. Y que, además, podrán ser ofertados por operadores que ni siquiera tienen por qué preocuparse de construir, mantener y renovar las redes sobre las que los prestarán. Pues el mercado abierto lleva aparejada, de manera más o menos explícita, la oportunidad de compartir y/o alquilar las infraestructuras y exigir que tal apertura de redes se haga a unos precios que no multipliquen artificialmente los costes.

Hasta ahora las subvenciones cruzadas han permitido la extensión del servicio universal. De ahora en adelante ya no será posible emplear tales subvenciones de forma encubierta, sino que las circunstancias exigirán, como primer paso, ajustar las tarifas a los costes. Pero tras ese primer paso las exigencias del juego libre del mercado obligarán a que sean los costes los que se alineen con lo que los clientes y los nuevos competidores determinan como precios razonables para cada caso, utilización y localización del servicio.

De ahí que frente al tradicional desiderátum de *ajustar las tarifas a costes* que se venía invocando en los últimos tiempos, la composición de una oferta que contenga, a la vez, servicios regulados y otros en competencia, con sus ataduras legales y de mercado subsiguientes e incluso contradictorias, obliga a pensar a medio plazo en una nueva estrategia que se guíe por *ajustar los costes a las potenciales tarifas que puedan alcanzarse y a los precios que el mercado esté dispuesto a pagar*. Lo cual supone, obviamente, una revisión

generalizada no sólo de los costes de producción internos, sino también de las capacidades y eficacias gerenciales para sacar el máximo provecho a los recursos y oportunidades disponibles. Y que atañen tanto a la organización de los recursos humanos como a la configuración de redes y a la rapidez con que éstas se actualizan tecnológicamente o se desarrollan y se integran para atender de la manera más rentable las demandas del mercado. Pues los que se quedarán fuera del negocio serán los que confíen en que los clientes les seguirán pagando sus ineficiencias, o les seguirán comprando lo homologado aunque éste sea al precio que cueste tanta perfección.

3. Las exigencias para poder competir

A la vista de todo ello, la cuestión esencial es saber cómo van a comportarse los operadores ya establecidos para pasar de un mercado en monopolio, o a lo más en exclusividad, para hacerlo en un mercado en competencia. Y donde las ofertas multiservicios y a medida de la demanda de cada uno de los distintos segmentos exigirán adecuar los productos y servicios, así como los canales de atención al cliente, a lo que resulte más efectivo y rentable en cada momento.

Ello exigirá una continua renovación y actualización tecnológica de la oferta, o, lo que es lo mismo, una nueva gestión de la innovación y de los procesos de aprovisionamiento y creación de la planta e infraestructuras productivas. Lo cual, dado que convivirán mercados regulados y no regulados, obligará a mejorar la eficiencia de la creación y gestión de redes y servicios que se oferten en los primeros y a incrementar los ingresos y rebajar costes en aquellas ofertas propias de los mercados en competencia. Lo cual es tanto como renovar el catálogo tradicional, ampliarlo con nuevos productos y servicios e instrumentar nuevas acciones de ventas que retengan a los clientes tradicionales e incorporen a todos aquellos que demandan nuevos servicios y facilidades.

Responder a estos retos es tanto como asumir el posicionamiento que se deriva de que los operadores seculares todavía pueden seguir de protagonistas como líderes del sector de telecomunicaciones. Pero para llegar a tal asunción es preciso que cambien radicalmente de mentalidad y que empiecen viendo que es imprescindible hacer una segmentación de mercados apropiada a las nuevas circunstancias y se apresten a preparar un nuevo portafolio de productos-servicios desde el que dar respuesta, de acuerdo con unas priorida-

des dictadas por la rentabilidad, la eficiencia y la calidad, a lo que demanda cada uno de los distintos segmentos del mercado. Obviamente ello exige definir unos nuevos canales de atención al cliente, más ágiles, flexibles y cercanos a cualquiera de aquéllos y mediante los cuales pueda ponerse en su conocimiento una *oferta tan novedosa como diferenciada* que pueda optimizar lo que cada cual pida del sistema de telecomunicaciones.

Las fórmulas o tácticas que tengan que poner en juego para lograrlo pasarán, inevitablemente, por un cambio sustancial en los procedimientos mediante los que se introducen las innovaciones y nuevos desarrollos en las redes y servicios, en las condiciones que con tal cambio será obligado exigir subsiguientemente a los proveedores para poder estar en el mercado, y en la manera en que, en su totalidad, se tendrán que relacionar con el cliente, tanto en el diseño y la venta de su oferta como en el mantenimiento postventa de la misma. Y pasan, con más perentoriedad si cabe, por la apuesta decidida por una *nueva cultura corporativa* orientada al mercado y a la conquista y ampliación de los ámbitos de competencia que la dinámica de aquél abre a diario.

4. La diferenciación como única estrategia

Así, de acuerdo con los objetivos orientados a afianzar la fortaleza de la privilegiada posición anterior que todavía seguirán reteniendo, tendrán que afanarse por demostrar que son capaces de ser también operadores eficientes, aun con la dimensión que tienen, y que además acrecienten su competitividad por la rentabilidad del conjunto de sus actividades y el dominio de cuotas de mercado claramente mayoritarias. Y aplicarse a perfilar una estrategia para estar en el mercado que tendrá que concretarse decididamente en una *estrategia de diferenciación*, para que sea claramente percibida por el conjunto de los usuarios.

Dicha estrategia, que obviamente no cabe fundamentarla ni en un liderazgo de costes-precios en todos los segmentos de demanda, ni en la atención prioritaria o exclusiva a aquellos otros más avanzados, especializados o exigentes, precisa, para ser rentable, tratar de llegar a todo el mercado. Y hacerlo mediante una oferta que resulte atractiva para la mayoría de los potenciales clientes por su globalidad, complementariedad, implantación geográfica, capacidad de evolución tecnológica y funcional. Y, sobre todo, calidad y solvencia de la atención anterior y posterior al contrato inicial. Por lo que habrá de orientarse tanto para alcanzar unos

objetivos de servicio, que atiendan a la extensión y desarrollo de los mismos, como para lograr otros de rentabilidad y viabilidad financiera indiscutibles.

Pero toda estrategia de diferenciación lo es en la medida que llega a ser sentida con claridad por el cliente. Por lo que habrá que conjugar la nueva manera de estar en los mercados con un afianzamiento de la confiabilidad de las marcas establecidas. Dicho afianzamiento sólo será factible alcanzarlo si antes se logra conseguir unos estándares de *calidad de servicio*, capacidad de oferta de los mismos y rapidez de respuesta a la demanda, con niveles de precios en línea con lo que el mercado está dispuesto a pagar. Y un grado de prestaciones tanto en los equipos como en la acción postventa que consoliden de inmediato y palpablemente el liderazgo diferenciado con el que conservar la preeminencia de la época del monopolio.

5. Las tácticas para ganar la distribución

La estrategia a la que se viene aludiendo habrá de fundamentarse, en consecuencia, en cuatro claves que responden a una nueva gestión de las capacidades internas, a una visión y conocimiento del mercado donde primen la óptica de las reglas de la competencia y las tácticas para el posicionamiento y dominio del mismo, y a una reformulación general de la atención al cliente de modo que cada contacto con aquél sea una implementación de la diferenciación que se persigue. Finalmente la cuarta de tales claves tiene que consistir, ineludiblemente, en una nueva gestión de la innovación tecnológica y de la relación con los fabricantes de equipos y proveedores de servicios.

En tal sentido, en materia de *redes y servicios*, la estrategia tendrá que inducir en las organizaciones una mayor perspectiva del mercado y sus demandas, para desde la misma encontrar la fórmula que desarrolle las redes y promueva servicios, de forma que la oferta se ajuste eficaz, ágil y rentablemente a la evolución de aquellas demandas. Ello supone que se acentúe la tensión innovadora para dotar de infraestructuras tecnológicamente capaces y flexibles, de modo que esto permita atender simultáneamente tanto la expansión y difusión de los servicios básicos como la incorporación y comercialización de los más avanzados y estratégicos. Así, las maneras de incorporar las innovaciones tecnológicas a las redes y los servicios deben transformarse, a fin de conseguir que sea la demanda y la vocación de negocio, y no las meras disponibilidades técnicas, las que guíen las accio-

nes de ir introduciendo novedades en la oferta de los operadores tradicionales.

Pero de nada serviría tal cambio de la *mentalidad tecnológica a la vocación comercial* si paralelamente no se opera una transformación en la relación con los suministradores y en los procesos de fijación de precios. Por lo que los precios y volúmenes de suministro se decidirán desde lo que está dispuesto a pagar el cliente final y no desde la mera suma de los componentes y márgenes que se tienen en cuenta para saber cuánto cuesta un equipo en concreto y de ahí colegir a cuánto se debe cobrar el servicio que con él se presta. Pues, en adelante, los servicios dejarán de «prestarse», según le jerga de la cultura del monopolio, para tener que ofertarse y contrastar con el comportamiento de la demanda si estaban o no convenientemente colocados en el mercado.

Es preciso, por tanto, agilizar los procedimientos de pedido, la homologación de equipos y la comercialización de aquéllos. Y hacerlo en una relación interactiva con los diversos suministradores que se elijan para cada ocasión y servicio, para que no se acabe comprando lo que éstos tienen en sus fábricas, sino que aquéllos fabriquen lo que se necesita comprar para estar en el mercado. Y además, al precio con que el mercado va a permitir incrementar competitivamente la rentabilidad de la cadena de valor a la que se engancha cada cliente.

Paralelamente, por ello, la *nueva atención al cliente* habrá de definirse desde el compromiso que conlleva el ser organizaciones así orientadas al mercado y volcadas en conseguir la más rápida y rentable satisfacción de las demandas de aquél, sean del tipo que sean, pero dando prioridad a las que consoliden la competitividad y viabilidad financiera. El desarrollo de organizaciones orientadas, bajo prioridades de calidad y rentabilidad, hacia el cliente debe traducirse en una clara posición de oferta de servicios a medida, donde quepa la flexibilidad y la adecuación de las distintas demandas particularizadas que puedan ir apareciendo, sin por ello renunciar a las respuestas más tradicionales, uniformes y masivamente aceptadas.

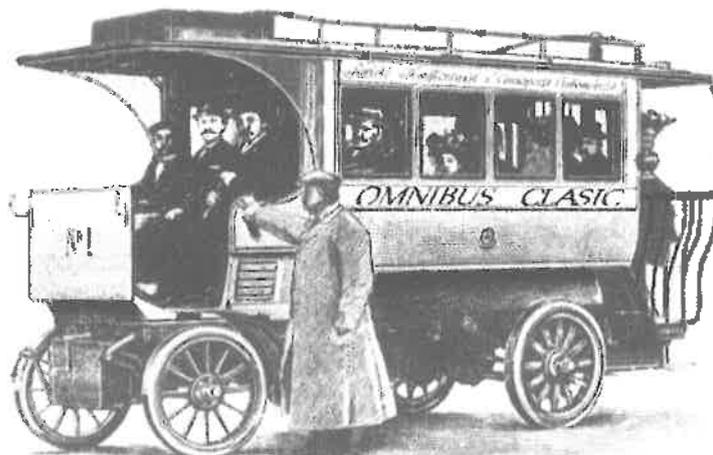
Igualmente, y como consecuencia de estos planteamientos, habrá que formular una nueva caracterización de los puntos de atención y venta para acabar reconociendo que el futuro está en la multiplicación de canales, ya que el cliente no va a venir a las oficinas comerciales del desfasado monopolio, sino que habrá que salir a buscarle por donde transite. Pues de lo que se trata no es de demostrar que se tiene una capacidad tecnológica, sino de estar en los sitios donde el cliente lo percibe. Ya que el reto de la conquista de los nue-

vos mercados y del mantenimiento de los tradicionales es, en definitiva, *una cuestión de dominio no sobre las redes tecnológicas, sino sobre las redes de distribución*, y de capacidad gerencial para saber cómo hacer que sus dinámicas concreten la estrategia empresarial en cada venta.

Demasiados cambios, quizá, para unas organizaciones que hasta hace poco, cuando el mercado se abría suavemente, podían soñar con una «organización dual», donde conviviesen la que seguiría prestando un servicio universal con la que empezaba a competir por los servicios nuevos. Hoy ya no hay tiempo para tales equilibrios. Y si antes se tenía una organización monolítica, centrada en ofrecer lo mejor, al precio que fuese, y para todos por igual, hoy habrá que reinventarse la unicidad de organización, pero para que se preocupe del cliente y de darle lo mejor, al precio que cada cual esté dispuesto a pagar, una vez vista la variedad de ofertas.

Y eso es tanto como recordar que el reto más sustantivo y a la vez más intangible no es ni tecnológico, ni comercial, aun siéndolo. Sino que es un *reto que pasa por la gestión de los recursos humanos, su organización y su liderazgo*. Lo cual, a la postre y casi sorprendentemente, para algunos sentimentales nos resulta mucho más gratificante de lo que nos temíamos cuando se nos empezó a mover el suelo del monopolio. Pues a la larga, en medio de tanta barahúnda tecnológica y de competencias tan salvajes como múltiples, uno vuelve a descubrir que la clave sigue estando en los hombres y mujeres de cada organización y en su ilusión porque sus servicios lleguen al cliente en las mejores condiciones de calidad, precio y solvencia que el más exigente pueda requerir. Y si se sabe transformar la tradicional vocación de servicio en disponibilidad hacia el cliente, aunque no sea posible controlar la voladura del sistema anterior, siempre saldrán ganando los viejos operadores. Ya que donde radica su verdadera ventaja competitiva no es en sus redes. Sino en las personas con que cuentan. □

SI TUVIERA QUE ELEGIR, ¿EN QUÉ OMNIBUS PREFERIRÍA VIAJAR?



PUBLICCO, S.A.

En las últimas elecciones al Parlamento Vasco las encuestas de SIGMA DOS fueron las únicas, por su exactitud, en coincidir plenamente con los resultados oficiales*. Con la misma calidad de resultados, SIGMA DOS realiza su OMNIBUS con un contenido máximo de 18 preguntas y con lanzamientos semanales a nivel nacional o regional.



SIGMA DOS

INFORMACION: SIGMA DOS, S.A. C/ Flora, nº 1 - 2ª planta - 28013 MADRID
 TLFS.: 559 64 10 - FAX : 247 57 15
 Responsable Omnibus: Juan Valenzuela

PARTIDO	SONDEO	
	COPE - SIGMA DOS*	RESULTADOS OFICIALES
	NUMERO DE ENCUESTAS	NUMERO DE ENCUESTAS
PNV	20 - 22	22
PSOE	16 - 17	18
HB	13	13
EA	9	9
EE	6 - 7	6
PP	6	6
UNIDAD ALAVESA	2 - 3	3
CDS	0	0
IU	0	0

* Datos difundidos por COPE a las 20h, el cierre de los colegios electorales.

Tendencias hacia las privatizaciones en el sector de las telecomunicaciones

El esquema clásico del sector de telecomunicaciones como un monopolio público dentro de las fronteras de cada país se ha alterado sensiblemente en los inicios de la pasada década debido a tres factores fuertemente ligados entre sí: 1) la magnitud de los *cambios tecnológicos*; 2) la *sofisticación de la demanda*, y 3) la *intensificación y globalización de la competencia*. Como consecuencia, se observa una fuerte tendencia hacia la *disminución del papel de los organismos reguladores* en los distintos países, que en muchas ocasiones se traduce en una disminución de la participación estatal en las empresas operadoras, dando lugar a las *privatizaciones* recientemente ocurridas en el sector.

A continuación, en este artículo se desarrollan brevemente algunas de las ideas arriba indicadas, a partir de la experiencia de nuestra Firma como participante directo en algunos de estos procesos en países significativos.

Estructura del sector y tendencias observadas

Al estudiar el sector de telecomunicaciones en diversos países se observa la existencia de diferentes estructuras de mercado que van desde monopolios que ofrecen todos los servicios de telecomunicaciones hasta esquemas que tienden a la liberalización total de estos servicios. Presentes en todas estas estructuras, en mayor o menor grado, encontramos organismos reguladores que intentan fiscalizar y controlar las actividades de los participantes del sector. A medida que aumenta el grado de liberalización o competencia, también se observa que tiende a disminuir el grado de regulación necesaria para lograr los objetivos finales de los reguladores. También, otra característica común de las estructuras de mercado observadas es la tendencia a diferenciar los servicios de telecomunicaciones en básicos y de valor añadido.

Estos dos aspectos —grado de competencia y regulación, y diferenciación de servicios— permiten desarrollar un *marco conceptual* que facilita el análisis y la comparación de las estructuras del mercado de telecomunicaciones en los distintos países (gráfico 1). Así, en un extremo de la matriz se tendrían aquellos países en etapa inicial de evolución donde tanto los servicios básicos como los de valor añadido son provistos por un monopolio altamente regulado. En oposición a éstos tendríamos en el extremo opuesto los países de avanzada evolución, donde la oferta de todos los servicios se realiza bajo el esquema de libre competencia.

Marcial Campos Calvo-Sotelo
Antonio Carro Marina
McKinsey & Co.

GRAFICO 1
ESTRUCTURA DEL SECTOR DE TELECOMUNICACIONES



* Mayoría de los países latinoamericanos.
Fuente: Análisis McKinsey.

Este marco también permite caracterizar las estructuras del mercado en cuanto a la naturaleza de los derechos de propiedad, bien sea la tendencia a propiedad de capital público, o a propiedad de capital privado, ya que existe una fuerte correlación entre «desmonopolización», «desregulación» y «grado de privatización».

En conjunto, existe una clara tendencia de evolución hacia la parte superior derecha de la matriz, motivada por los tres factores siguientes:

Impacto de la evolución tecnológica

La evolución tecnológica que está sufriendo el sector tiene un impacto determinante en la gama de servicios que se puede ofrecer a los usuarios y en la estructura de costes de la industria tanto en conmutación como en transmisión. La consecuencia principal de estos cambios estructurales es la caída en las barreras de entrada para la prestación de servicios, principalmente en comunicaciones de larga distancia y en los servicios de valor añadido.

Con ello, los operadores tradicionales se ven enfrentados al doble reto de: 1) tener que hacer frente a fuertes inversiones, necesarias para mantener una red moderna y capacitada para ofrecer los

nuevos servicios, y 2) competir con nuevos proveedores que normalmente no tienen que mantener una costosa infraestructura y que, por otro lado, compiten en aquellos servicios o segmentos más rentables.

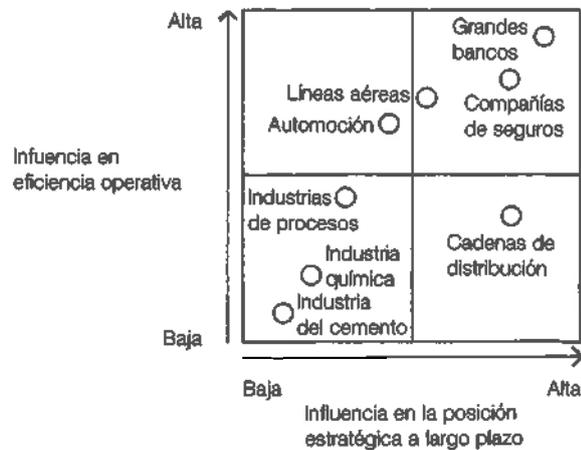
Como ejemplo concreto ilustrativo del enorme impacto que estos cambios tecnológicos van a aportar, la compañía Motorola (EE.UU.) ya tiene muy avanzada la tecnología que permitirá crear una red de telefonía portátil mundial basada en la transmisión de microondas vía satélite a unos costes competitivos.

Impacto de la sofisticación de la demanda

Los usuarios del sector empresarial están siendo cada vez más exigentes en cuanto a sus necesidades de telecomunicaciones. Algunas de las tendencias actuales en la demanda de servicios de telecomunicaciones por este tipo de usuarios son las siguientes:

- Mayor preocupación por el análisis de costos de las opciones disponibles.
- Demanda creciente de servicios integrados (voz, datos, fax, etc., simultáneamente).
- Incremento en el desarrollo de líneas dedicadas (by-pass de la red local).

GRAFICO 2
INFLUENCIA DE LAS TELECOMUNICACIONES EN LA POSICION COMPETITIVA
DE DIVERSAS INDUSTRIAS



Fuente: Harvard Business Review; Análisis McKinsey.

- Mayor demanda de redes y servicios internacionales de alta calidad.

De hecho, como se indica en el gráfico 2, en algunos sectores las telecomunicaciones representan un elemento clave que afecta a la posición competitiva, tanto a nivel de posición estratégica como de eficiencia operativa.

Un ejemplo concreto de estas nuevas necesidades sería el de la compañía Nissan, segundo constructor japonés de automóviles. Esta empresa mantiene una red propia de comunicaciones entre sus más de 3.000 fábricas y puntos de venta por todo el mundo. Como datos de interés, el crecimiento anual de la utilización de esta red es tres veces superior al crecimiento de la facturación de la Compañía, y sus costes de mantenimiento superan los 1.500 millones de pesetas/año.

Intensificación y globalización de la competencia

Como consecuencia de los puntos anteriores, la industria de las telecomunicaciones está viviendo la entrada de nuevos competidores motivada por: 1) el potencial de crecimiento y desarrollo que presenta el sector, 2) la reducción de barreras para entrar que conlleva la nueva tecnología, y 3) en algunos casos, la reducción de las barreras legales

motivada por la presión de los usuarios para obtener nuevos y mejores servicios.

A título de ejemplo, en telefonía de larga distancia tenemos el caso de los Estados Unidos, donde compiten MCI, US Sprint, ATT y varias decenas de pequeños competidores más. En el Reino Unido lo hacen Mercury y British Telecom. Incluso en Chile ha entrado un nuevo competidor en larga distancia: Chilesat. En telefonía local, la competencia la introducen empresas de telefonía celular, empresas de telefonía básica en competencia con operadoras locales establecidas (GTE en algunas ciudades de los Estados Unidos; NTT y NCC en Japón), y usuarios empresariales que instalan o alquilan redes privadas dedicadas. También, la convergencia entre los sectores de telecomunicaciones e informática ha desencadenado la entrada de empresas proveedoras de información al sector de las telecomunicaciones. Por ejemplo, empresas como Reuters, que tradicionalmente sólo ofrecían servicios de información, han comenzado a participar en este mercado, y diversas empresas del área de la computación también han penetrado este sector, como por ejemplo IBM, al proveer servicios tales como el correo electrónico.

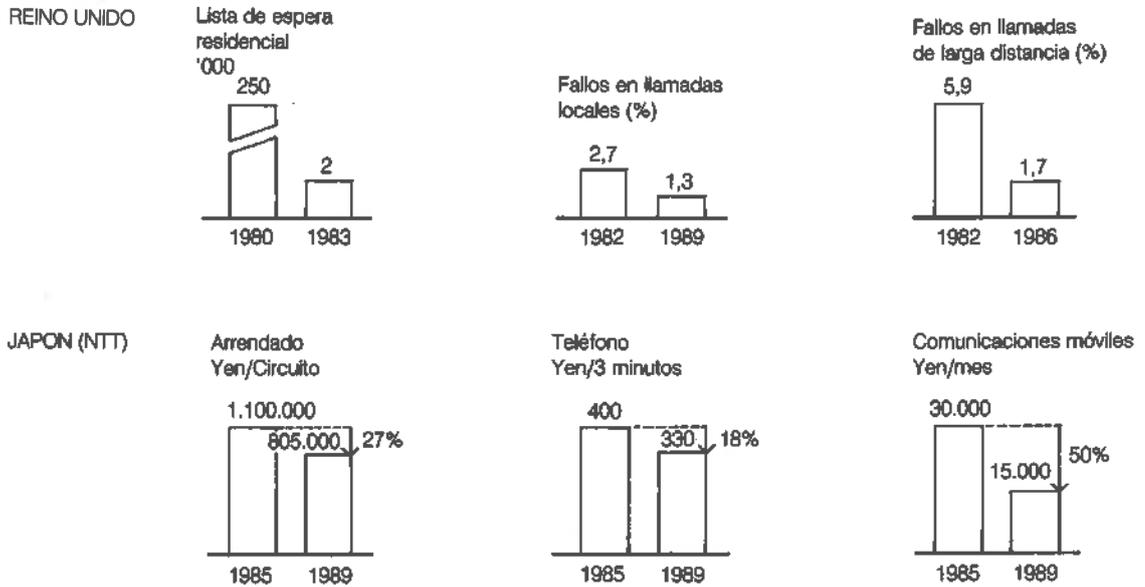
También en muchos casos, estos nuevos competidores son *operadores de otros países que diversifican geográficamente su actividad en una clara tendencia hacia la globalización* (cuadro 1).

**CUADRO 1
INICIATIVAS INTERNACIONALES DE ALGUNAS OPERADORAS AMERICANAS**

Compañía	Servicios básicos					
	Red local	Larga distancia internacional	Gerencia conjunta de cuentas	Mercadeo/manufactura	Consultoría	
Ameritech	Nueva Zelanda		Varios	Varios		
Bell Atlantic	Nueva Zelanda		España		Reino Unido	
Bell South				Internacional	Guatemala Europa	
Nymex			Europa Asia Australia Sur Corea	Francia Italia Singapur	Francia Italia Reino Unido	
Pacific Telesis		Japón		Europa	Europa	
Southwestern Bell				Canadá Reino Unido	Alemania	
US West	Unión Soviética		Suecia			
Compañía	Servicios no básicos					
	Directorios	Telefonía móvil	TV por cable	Servicios de valor añadido	Servicios/venta computadoras	Software
Ameritech	Internacional	Alemania		Internacional Reino Unido Japón		
Bell Atlantic	Nueva Zelanda		Reino Unido	Europa Canadá		
Bell South		Méjico Australia Francia Suiza Argentina Reino Unido		China Francia	Reino Unido Internacional	Italia India
Nymex	Singapur	Reino Unido	Reino Unido	Australia	Internacional	Reino Unido Europa Irlanda
Pacific Telesis		Tailandia Reino Unido Alemania	Reino Unido	Reino Unido Corea		
Southwestern Bell	Australia Suecia Israel		Israel Reino Unido			
US West		Reino Unido Hungría	Reino Unido Hong-Kong Francia	Internacional		

Fuente: Telecom Publishing Group, RBHC Handbook; Análisis McKinsey.

GRAFICO 3
ALGUNOS RESULTADOS DEL PROCESO DE DESREGULACION Y PRIVATIZACION
EN EL REINO UNIDO Y JAPON



Fuente: OFTEL, Information Communications Almanac '90; Análisis McKinsey.

Implicaciones en el papel de los organismos reguladores

Como consecuencia de los tres tipos de cambios observados en el sector, existe una fuerte tendencia hacia la disminución del papel de los organismos reguladores en los distintos países, motivada por la búsqueda de un marco que facilite el desarrollo de este sector estratégico. De hecho, el desarrollo de nuevos servicios y la entrada de nuevos competidores, algunos de estos globales, conducen hacia una progresiva desmonopolización del sector (indicada con el sentido de la flecha en el gráfico 1).

Además, las fuertes inversiones a las que el sector deberá enfrentarse en el futuro y la necesidad de adaptar la gestión de los grandes operadores locales al nuevo entorno competitivo han aconsejado avanzar hacia procesos de privatización de los grandes operadores estatales. Ejemplos concretos de estos procesos son los casos de Japón, Reino Unido, Nueva Zelanda, Méjico, Chile, Argentina y, posiblemente en un futuro muy próximo, algunos países de Europa del Este, como Polonia y Hungría. Finalmente, como se indica en el gráfico 3, el

resultado de estos procesos en los usuarios finales ha sido hasta ahora muy positivo, al menos en los casos en los que ha transcurrido un tiempo suficiente para medir los resultados. □

INDICE

INTRODUCCION 5

ESTUDIOS

Las políticas regionales de la Comunidad Europea: pasado y futuro	17	Roberto Camagni Paul C. Cheshire Juan R. Cuadrado Jean Paul de Gaudemar
Orientación locacional de actividades como instrumento para la Ordenación Territorial	49	Rafael de Heredia Scasso Rafael Díaz Díaz
Política territorial en Polonia. Especial referencia a Varsovia	71	Julitta Grocholska
Modelo digital de análisis territorial (SEPOT)	81	Mauricio Ruiz-Pérez Onofre Rullán Salamanca Antonio Rodríguez-Perea
La región fronteriza de Castilla y León con Portugal: situación y perspectivas	107	José María Mella Márquez María Isabel Heredero de Pablos
Ayudas públicas al desarrollo sectorial y regional en Alemania (R.F.)	123	Günter Strassert
Desarrollo local y acumulación flexible. Enseñanzas teóricas de la historia y la política	135	Antonio Vázquez Barquero
Comarcalización demográfica de Castilla y León	153	Alfredo Hernández Sánchez
Grupos y dinámica del polo espacial de Toulouse	163	Marie-Pierre Bes Jean Pierre Gilly
El control de alquileres en Estados Unidos	183	Kenneth Kalvin Baar
Asturias como región de tradición industrial en declive	201	Paz Benito del Pozo

DOCUMENTACION JURIDICA 219

LIBROS Y REVISTAS

Recensiones	229
Reseñas	247
Sumarios	257
Acuse de recibo	265

MINISTERIO DE OBRAS PUBLICAS Y TRANSPORTES

INSTITUTO DEL TERRITORIO Y URBANISMO
 Paseo de la Castellana, 67. 28071 MADRID-España

Pesetas

	España	Extranjero
Suscripción anual	4.000	5.000
Ejemplar	1.500	2.000

Economistas en el Gobierno(*)

Francisco J. Gil García
Carmelo Lacaci de la Peña

Economistas y miembros de la Junta de Gobierno del Colegio de Madrid

Desde Jovellanos, los economistas venimos insistiendo en que los problemas del país residen en la ignorancia y en la apatía. Últimamente, cuando hacemos este comentario, no es extraño recibir como respuesta un rotundo «ni lo sé ni me importa».

En esto, como en casi todo, tampoco somos diferentes. Y por esa misma razón no debemos esmerarnos en ser absolutamente originales. El juego de palabras lo hemos tomado prestado de Theodore Levitt, un ingenioso profesor de Harvard, quien lo utilizaba hace un par de años para referirse a la realidad norteamericana. Se trata del mismo profesor que en su último libro vuelve a afirmar que el «desafío económico es global», que «la rápida aceleración de baratas y fáciles comunicaciones hace global la competencia y cosmopolita el consumo» y que «el éxito lo alcanzan aquellos que afrontan la tarea con la pasión del científico y la precisión del artista».

Son cualidades que tendrán que demostrar los numerosos economistas que integran el nuevo Gobierno de Felipe González. Diez de sus diecisiete miembros, excluyendo quien lo preside, son economistas. Entre ellos, y además de los titulares de carteras 'clásicas' como Economía e Industria, los responsables de departamentos como Agricultura, Administraciones Públicas, Obras Públicas y Transporte, Trabajo, Sanidad, Defensa..., así como el nuevo vicepresidente, mentor intelectual de algunas de las nuevas figuras ascendentes del Ministerio de Economía y Hacienda.

Cierto es que esta apoteosis se ha producido a costa de otra carrera de tradición en los gobiernos españoles: junto con el presidente, otros seis componentes del Gobierno han cursado Derecho, combinando en dos casos estos estudios con los de Economía. Pero aun entre quienes carecen de la titulación universitaria de economistas hallamos ministros de sólida formación económica: es el caso del titular de Exteriores, exministro de Hacienda, expresidente del INI, expresidente de

banco; es también el caso del responsable de Educación, experto durante largo tiempo en política industrial, pese a su carrera de Ciencias Físicas; es, finalmente, el caso de los dos antiguos dirigentes sindicales integrantes del Gobierno, familiarizados en su condición de tales con las realidades y el lenguaje económico.

Por encima del afán estadístico, disculpable al fin en economistas, se pretende poner de relieve hasta qué punto una concentración de expertos en esta disciplina obedece a algo más que a la mera coincidencia. Por si quedaran dudas bastaría con releer atentamente la intervención de Felipe González en el reciente pleno del Congreso de los Diputados para entender hasta qué punto guarda coherencia con las metas y tareas que se asigna explícitamente el nuevo ejecutivo. Un Gobierno que, hay que esperarlo así, sin arrinconar la afición por la reflexión teórica, sustituirá las disquisiciones sobre las leyes de bronce o de hierro por el trabajo sobre las realidades, menos metálicas pero más apremiantes de la economía de mercado («la base y fundamento de la sociedad democrática», según reciente definición de García Vargas) y especialmente en los retos del mercado único europeo.

Un Gobierno así merece, de entrada, la consideración de la sociedad civil; de los sindicatos y los empresarios. Sin duda. Pero también de médicos, abogados, meteorólogos... e incluso de los economistas. Los integrantes de esta última profesión nos hemos formado en la sospecha respecto de todo tipo de corporaciones gremiales y de sus apoyos mutuos, aunque sólo fuera por respeto filial hacia Adam Smith. Pero compartimos el conveniente de que esta es la hora en que los problemas del país revisten una naturaleza que, sin carecer de dimensiones morales o políticas, es esencialmente económica y debe recibir un tratamiento esencialmente económico.

En un mercado existe únicamente aquello que se percibe. Y cuanto se percibe forma parte inmedia-

tamente de los existente. Poco importa decidir ahora si la arrogancia atribuida a anteriores ejecutivos era real o imaginaria, o si el ambiente de sospecha que se cerría espesamente sobre la política española en el último período contaba con sólidos fundamentos o respondía a campañas orquestadas aviesamente. Lo decisivo es que acaba de volverse una página que permite superar ese clima viciado y situar el debate en un terreno menos estéril.

Puestos a superar vicios y rémoras pasadas y puestos también a hablar de realidades, tampoco estaría de más enterrar los reflejos antisindicales de algunos ilustres colegas, empeñados en ignorar que en los sindicatos existen espléndidos interlocutores económicos altamente cualificados, a quienes no debe ni puede confundirse con cifras trucadas ni con apelaciones continuas al sempiterno «ajuste coyuntural». Los ministros de este Gobierno pertenecen a una generación y cuentan con una experiencia que debería vedarles ese camino.

Ya que hablamos de cifras, bueno será recordar la necesaria mejora del aparato estadístico que reclamaba recientemente Julio Segura. Podemos discrepar sobre la conveniencia y el grado de intensidad que debe revestir la programación económica, pero nadie sensato cuestionará la necesidad de realizar las inversiones precisas para disponer de información económica detallada y fiable. Si la economía no puede reducirse a las finanzas, las estadísticas fiables tienen que ir más allá del ámbito financiero.

Aunque parece inevitable que nos martiricemos colectivamente con la cantinela del 92, tal vez sería mejor que reflexionáramos con la mirada puesta en el fin de siglo y con la mente consciente de la despiadada competencia global que entonces prevalecerá y del acelerado cambio tecnológico creado por la universalización de las instituciones mercantiles. Los tiempos en que las empresas no estaban amenazadas por competidores remotos, podían contar con clientes incondicionales y la innovación era un lujo prescindible, se fueron para no volver, ocurra lo que ocurra en las negociaciones del GATT.

Probablemente no es mucho lo que el sector público puede hacer para resolver este asunto. Con Porter, podemos suponer que las ventajas competitivas de las naciones dependen más del sector privado y de su vocación para aceptar el reto de la competencia internacional que de la regulación pública. Pero el Gobierno puede prestar una contribución invaluable a esta causa restringiendo conscientemente su papel a aquellos ámbitos en

que su presencia es insustituible y haciendo bien aquello que acomete finalmente. Los economistas discreparemos en el grado mayor o menor que debe revestir la intervención pública, pero convendremos fácilmente que esa intervención debe acompañar y no reemplazar la iniciativa de los actores económicos, en que debe garantizar la cohesión social imprescindible para que el progreso se afiance y en que, sobre todo y por encima de todo, debe ser eficiente.

Claro está que nadie, ni la más ciega maquinaria burocrática, hace las cosas mal a propósito. Y que las mejores intenciones se estrellan con la realidad. Pero debería estar igualmente claro que la diferencia estriba precisamente en la calidad de la gestión. Un buen gestor combina la ambición reformadora con el realismo para que los buenos propósitos no se queden en eso; un mal gestor oscila entre un frenesí reformador insensato y el conformismo que acepta la ineficacia como un rasgo inherente a la administración pública.

En lo tocante a facilitar la vida a los actores económicos y a los ciudadanos se podría empezar por aplicar a los impuestos un principio tributario elemental: la certeza. Principio relacionado con el constitucional de seguridad jurídica. Un cínico podría sugerir que los defectos de la vigente normativa fiscal han proporcionado trabajo de asesores fiscales a numerosos economistas... No es así: cuando los impuestos son inciertos no hay asesoramiento posible y, lo que es más grave, los principios de la justicia tributaria son reemplazados por las leyes aleatorias de la tómbola.

Desde hace años nos repetimos que este país debiera convertirse en la California de Europa. Recientemente otros nos dicen que más bien parece transformarse en el desierto de Nevada en el que proliferan la especulación, el juego y las bases militares. Pasar de un territorio a otro depende de muchos detalles: buenas infraestructuras, un impresionante sistema de universidades públicas y privadas..., y lo que podríamos llamar conciencia ciudadana. En cuanto a la especulación, resulta obligado recordar que Milken tenía sus cuarteles en Beverly Hills. En California no todo es deseable, pero, al menos en seguridad y defensa, los economistas de la Rand demostraron en Santa Mónica hace años que para ganar se precisa logística e inteligencia y no sólo capacidad destructiva. California es un estado celoso de su autonomía, especialmente de su autonomía financiera. Algo que conoce a la perfección José Borrell, quien no en balde se graduó en Stanford. A buen seguro allí aprendió que gestionar es elegir.

Ni este ni otro gobierno podrá resolver en años

problemas de siglos. Pero sí puede concentrarse en algunos problemas que son capitales y resolverlos. Obrando así reducirá la resignación y la apatía. Desde esa perspectiva, España puede desempeñar un papel airoso y, en ocasiones, decisivo en la construcción de Europa, como demostró Solchaga en las últimas escaramuzas monetarias.

No esperamos que todo eso vaya a ocurrir como consecuencia automática de la nutrida presencia de economistas en el nuevo Gobierno. Al fin y al cabo ya decía Bernard Shaw que «If all the economists were laid end to end, they would not reach a conclusion». Pero podemos soñar que algo parecido sucederá. Y, si no, podemos al menos soñar, como cantaba Lennon, que no somos los únicos en desear que suceda. □

NOTAS

(*) Este artículo ha sido publicado en el diario de información económica *Cinco Días*, el 30 y 31 de mayo de 1991.

COLECCION INFORMES

- NORMAN JOHNSON
EL ESTADO DE BIENESTAR EN TRANSICION. La teoría y la práctica del pluralismo de bienestar
- PERSPECTIVAS DEL EMPLEO 1990.
OCDE
- COMERCIO INTERNACIONAL, EMPLEO Y REAJUSTE ESTRUCTURAL EN ESTADOS UNIDOS Y GRAN BRETAÑA



NOVEDADES

COLECCION ECONOMIA Y SOCIOLOGIA DEL TRABAJO

- ALVARO ESPINA
EMPLEO, DEMOCRACIA Y RELACIONES INDUSTRIALES EN ESPAÑA.
De la industrialización al mercado único
- MARGARET S. GORDON
LA POLITICA DE SEGURIDAD SOCIAL EN LOS PAISES INDUSTRIALIZADOS.
Análisis comparativo



MINISTERIO DE TRABAJO Y SEGURIDAD SOCIAL
Centro de Publicaciones

REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACION A LA VIVIENDA

SUMARIO Nº 14/15

1. La titulación de los préstamos hipotecarios.

La titulación: una introducción.

Mark Stadler y Maarten Stegwee.

La titulación del crédito hipotecario en los Estados Unidos de América.

Richard Eisenberg y Bernard Sharfman.

La introducción de la titulación en el Reino Unido.

Mark Boleat.

Los fondos comunes de créditos franceses.

Richard Weiss.

Financiación tradicional del crédito hipotecario y titulación.

Gustavo Levenfeld.

La calificación de títulos respaldados por activos.

Claudia Reeder y Felipe Rein.

2. Estudios.

Una aproximación a las necesidades de vivienda en España: Proyecciones 1990-2009.

Julio Rodríguez, José Luis Curbelo y Victoria Martín.

3. Informes.

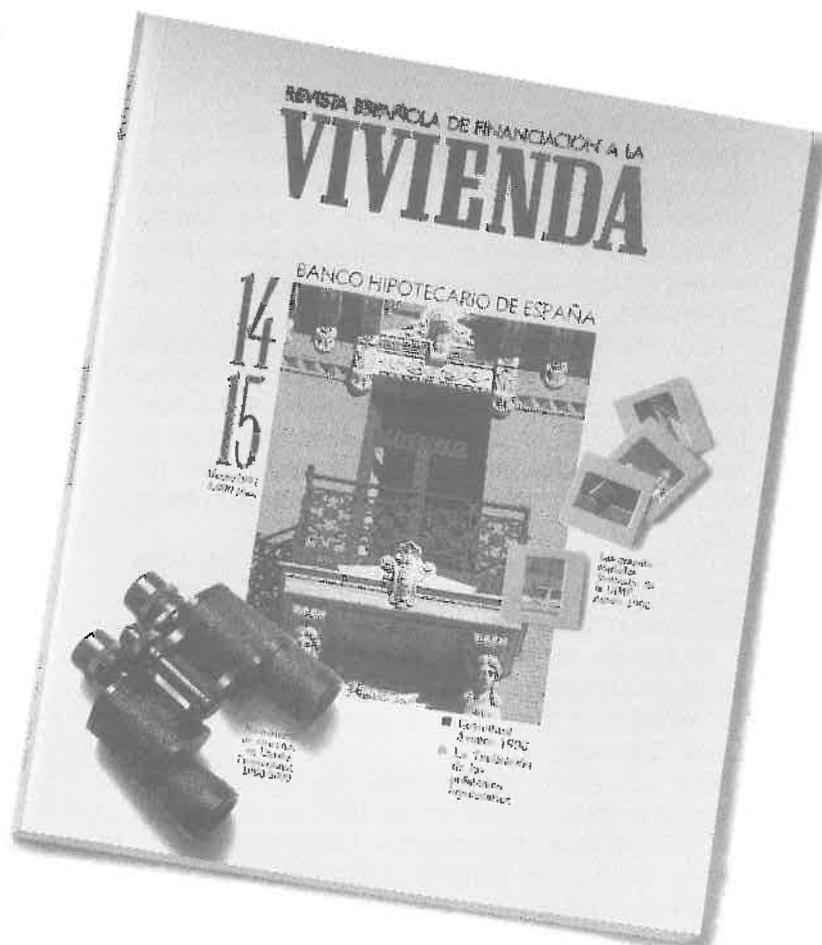
Los problemas de las grandes ciudades. Resumen del seminario de la U.I.M.P. Agosto 1990.

Informe de Coyuntura de la Vivienda. Avance 1990.

Análisis de un proyecto inmobiliario.

4. Indicadores económicos.

5. Apéndices legislativos.



BANCOHIPOTECARIO

EN ESPAÑA

A la venta en todas las oficinas del Banco Hipotecario. P.V.P. 3.000 PTAS.

Para más información, llame al 431 00 44 EXT 2235.

La gestión de la calidad total: un reto con futuro

Emilio Zurutuza

*Vicepresidente 2.º y Consejero Delegado
de Compañía Sevillana de Electricidad, S. A.*

La gestión de la calidad total es un sistema de gestión, un estilo de dirección, que incorpora metodología apropiada para orientar los procesos empresariales hacia la obtención de ventajas competitivas, para incrementar la capacidad de actuación de las empresas en un mercado cada vez más permeable.

Algunos estudiosos del tema fijan la meta de ese desafío en la Europa del 93; otros hablan de supervivencia. Yo, por mi parte, quiero centrar también la cuestión en términos de desarrollo regional, como un fin en sí mismo y como medio para mejorar la posición competitiva de la economía andaluza.

Es de todos conocido que el impulso de la competitividad del sistema genera, asimismo, desarrollo económico y bienestar social.

El interés de Sevillana sobre esta cuestión es claro: el consumo eléctrico es función directa de la actividad económica de la zona en que se distribuye la energía.

Por otra parte, en una empresa privada como Sevillana, que realiza un servicio de interés público, las inversiones precisas para mantener el nivel de calidad del servicio, acorde con los estándares europeos, han de estar suficientemente retribuidas. Por ello, además del tratamiento adecuado por el sistema tarifario, es necesario conseguir la rentabilización directa de esas inversiones, lo que debe lograrse mediante el desarrollo y consolidación de los mercados a que tenemos acceso.

Este par de argumentos son un ejemplo claro de la estrecha relación existente entre la empresa eléctrica y su área de mercado.

Dentro de ese mercado, quisiera recordar el importante papel que corresponde a la pequeña y mediana empresa, y el gran peso que representa en el tejido productivo dentro de todo sistema económico. La propia economía andaluza es función directa de la competitividad de sus PYMES.

Pero, igualmente, es esencial que existan grandes empresas radicadas en nuestra región, ya que éstas son una herramienta fundamental para la creación de nuevas empresas y para la formación de nuevos empresarios con proyección internacional.

Por ello, hay que valorar muy positivamente que nuestra sede social esté en Andalucía, ya que todas las decisiones empresariales se toman sobre el propio terreno, en sintonía con los requerimientos del mercado y con las líneas trazadas al respecto por las instituciones autonómicas.

Se trata de aprovechar al máximo las sinergias del Sur, en donde Sevillana origina además la más importante acumulación de profesionales en Andalucía, con un gran efecto difusor y multiplicador de sus conocimientos.

Tal como hemos reiterado el pasado 23 de marzo, con motivo de la Junta General de Accionistas de nuestra Compañía, en Sevillana estamos decididos a favorecer —con todos los medios disponibles— el desarrollo económico de Andalucía. Pongo por tanto, una vez más, nuestros sistemas, nuestro conocimiento y nuestro lícito interés a disposición de todo el empresariado andaluz.

Obteniendo experiencia a través del intercambio

Lamentablemente, no existe una receta válida para todos los casos. O, dicho de otra forma, afortunadamente son infinitos los caminos que conducen a la excelencia empresarial.

El camino que Sevillana ha elegido, y que pasaré a comentar a continuación, está basado en la experiencia real de grandes empresas de todo el mundo.

Somos miembros cofundadores de la European Foundation for Quality Management, asociación europea promovida por el presidente de la Comisión de las Comunidades, Jacques Delors, y por 14

grupos empresariales entre los más importantes del continente. Su objetivo es incrementar la competitividad de los productos, servicios y sistemas de las empresas de origen europeo, a través del énfasis en la gestión de la calidad total.

En esta misma línea, estamos constituyendo actualmente, junto con otras 21 importantes empresas radicadas en España, una asociación nacional que utilizará las sinergias de todos sus miembros, con el triple y común objetivo de:

- Mejorar, de la manera más eficaz posible, los propios sistemas de gestión, a través del intercambio de conocimientos y experiencias y de la investigación conjunta en esta materia.

- Facilitar el acceso de la pequeña y mediana empresa a estos sistemas de gestión, de vanguardia en el mundo, y que han demostrado su eficacia en las compañías más desarrolladas del planeta.

- Por último, colaborar eficazmente en la gestión de la imagen pública de los productos, servicios, sistemas y empresas de origen español, dentro y fuera de nuestras fronteras.

El objetivo esencial de este ambicioso proyecto es que la etiqueta «made in Spain», en todos los mercados, sea sinónimo de calidad en prestaciones, en adecuación al cliente y en precio. La meta es, por tanto, la competitividad. El medio, el aprovechamiento de las sinergias del país.

Sevillana es una empresa dedicada, fundamentalmente, a la producción y distribución de energía eléctrica. Por tanto, su propia actividad y las características de su negocio y del sector de la economía en el que opera introducen una serie de particularidades, que no son comunes a otras actividades empresariales.

Pero, afortunadamente, se ha dado la circunstancia de que la primera empresa no japonesa que ha obtenido el premio Deming a la excelencia empresarial (el Oscar mundial a la Calidad) ha sido una empresa eléctrica de tamaño y características similares a las de Sevillana: la Florida Power and Light Company. Con esta compañía tenemos establecido un convenio de colaboración, basado en el intercambio de información y experiencias sobre todas las áreas de gestión de nuestras respectivas empresas.

Sinceramente, y a la vista de los valiosos resultados que está produciendo nuestra actividad en el análisis de la experiencia ajena, nos inclinamos a recomendar este camino.

En su tránsito hacia la excelencia empresarial, los japoneses disponían de los procesos, pero necesitaban las ideas. Nosotros disponemos de las ideas, pero necesitamos los procesos que nos

permitan ponerlas en práctica con óptimos resultados. En la medida en la que no existe un procedimiento estándar para la consecución de la excelencia empresarial, la mayor información, fundamentada en la experiencia real, conduce inexorablemente a conseguir la mejor solución posible a la medida de cada caso particular.

Mediante el análisis de las experiencias de otras grandes empresas americanas y europeas, hemos llegado a la conclusión elemental de que al menos el 90 % de los defectos de competitividad se deben al diseño de los procesos de gestión.

Bajo ese epígrafe de «procesos de gestión» deben incluirse todos aquellos procesos empresariales que conforman un producto o un servicio para el usuario final. Lo más difícil es identificar, para cada proceso, sus fases y características, los recursos que intervienen, y en qué momento han de hacerlo, para que el resultado final sea el más favorable posible.

Volveré a insistir sobre este punto al final de este artículo.

Sevillana 2000: principios fundamentales

En este proceso hacia la excelencia empresarial, en Sevillana estamos poniendo en práctica un programa, al que denominamos familiarmente «Sevillana 2000». Por este camino estamos construyendo una estructura para el futuro, totalmente nueva, comenzando por sus cimientos.

Los cimientos que hemos elegido, como base de esta proyección empresarial, están formados por cuatro principios fundamentales del concepto calidad total aplicados al «management»:

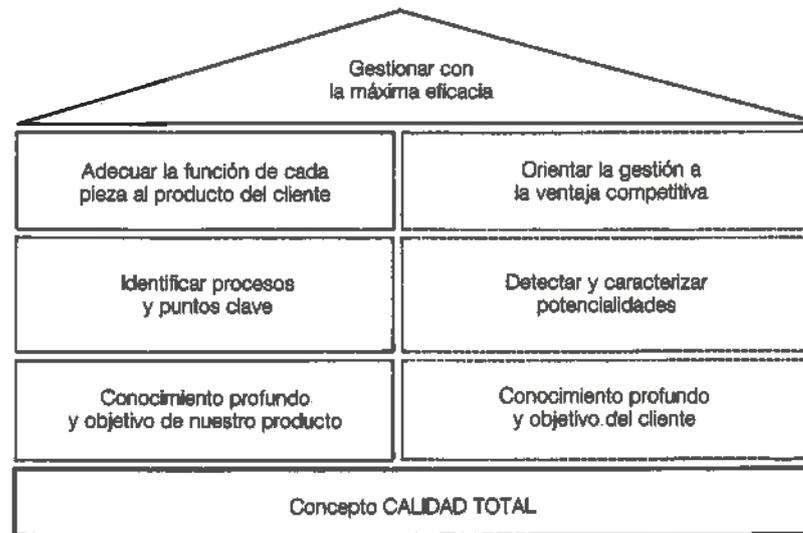
1.º) *Filosofía de marketing*: Extendida a todas las áreas de actividad de la Compañía. Desde luego, todas las relaciones de la Compañía con el exterior, las interdepartamentales en la propia empresa, e incluso las funcionales dentro de cada uno de sus departamentos, adquieren el carácter de relación proveedor-cliente.

Pero no sólo eso: todo lo que es objeto de intercambio ha de ser «vendido», de forma que tanto el «proveedor» como el «cliente» obtengan «beneficio» y, por tanto, satisfacción en esas operaciones.

2.º) *Gestión basada en datos*: Estamos involucrados en un proceso de objetivación y cuantificación de todo lo que hacemos y de cuanto nos rodea. Se trata, por tanto, de obtener mayor información y de la forma más adecuada para adoptar decisiones.

3.º) *Consenso*: Hablando de la toma de decisiones, y con la información ya cuantificada en la

GRAFICO 1
SEVILLANA 2000



medida de lo posible, el consenso se muestra como la vía más eficaz para tomar la mejor decisión a todos los niveles. No solamente en el entorno de la Alta Dirección —donde esto viene siendo ya una práctica habitual—, sino muy especialmente a nivel de mandos intermedios.

El consenso es, además, el camino más rápido y seguro para la correcta implantación de la decisión tomada.

4.º) *Mejora continuada* en el sentido estricto de la expresión: Su puesta en práctica ha de efectuarse mediante la implantación del ciclo Plan-do-check-ACT en todos los procesos de gestión, es decir, planificar cada operación, realizarla y contrastar el plan, la realización y el resultado. Con estos datos se vuelve a planificar, para «contrastar», «actualizar» y «actuar» en las líneas de los objetivos empresariales marcados.

Estos cuatro principios fundamentales son los que poco a poco, día tras día, están conformando la nueva cultura y sistemática de acción en Sevilla.

Sevillana 2000: etapas del proyecto

En esos cimientos de «Sevillana 2000» se apoyan los dos pilares fundamentales que focalizan nuestro trabajo: el pilar cliente y el pilar proceso (véase gráfico 1).

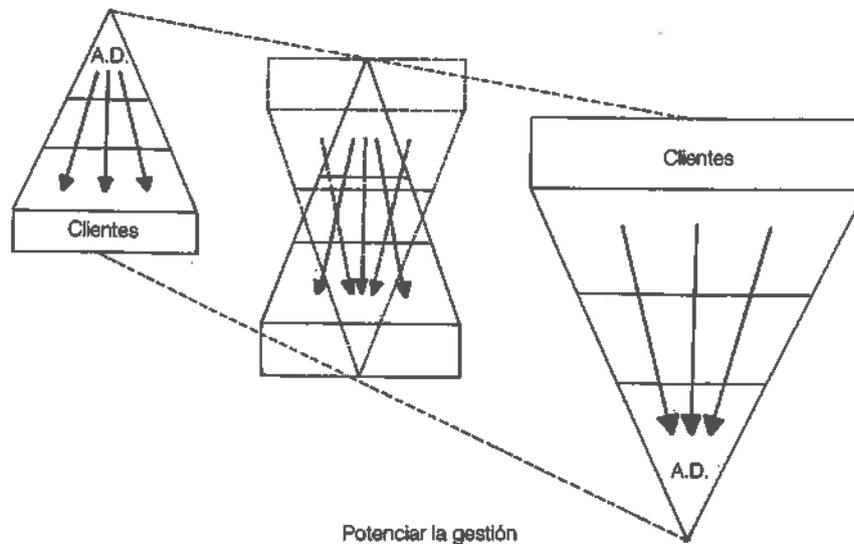
Simultáneamente vamos construyendo los pisos alrededor de estos dos pilares. El primer nivel se alcanza con el conocimiento profundo y objetivo de nuestros clientes (internos y externos) y de los proyectos y servicios que intercambiamos con unos y otros. A su vez se valora —sistemática y continuamente— el grado de adecuación de esos productos y servicios a las necesidades y expectativas de los clientes.

El material para construir este primer piso del edificio lo constituye la toma de datos. Estos datos han de ser objetivos, numéricos y fiables, con el fin de proporcionar información útil para la gestión. Queremos saber *qué* es lo que realmente producimos y *qué* es lo que nuestros clientes quieren que alguien les ofrezca. Después, nos ocuparemos de producirlo, si está dentro de nuestros objetivos.

Una vez llegado a este nivel, se dispone ya de la base para identificar los procesos que conducen a cada producto o servicio y para conocer las potencialidades, presentes y futuras, de nuestros mercados.

La máxima eficacia en la gestión es la que permite obtener la máxima rentabilidad, el aprovechamiento óptimo de las oportunidades de negocio y la mayor solidez y posibilidades de futuro. Continuando con el símil, esto sería el tejado de nuestro edificio. Para llegar a esa máxima eficacia en la gestión sólo nos quedará adecuar cada fase y cada proceso al «producto que quiere el cliente», y orien-

GRAFICO 2
EL CAMBIO CULTURAL



tar toda nuestra gestión a la obtención de ventajas competitivas en cada producto y en cada momento.

Construir este edificio en cada persona de la Compañía va a costar tiempo y esfuerzo. Podría resultar mucho más brillante, cómodo y rápido componer un bonito tejado, aparentemente eficaz, e instalarlo al aire. Durante unos instantes podríamos tener la sensación de que se mantiene.

Pero no es apariencia lo que buscamos. Estamos construyendo para el futuro. Lo estamos haciendo piedra a piedra. Cada una que ponemos es la base en que nos apoyamos para poner la siguiente. Los cimientos y el cemento que utilizamos son lo suficientemente fuertes y compactantes para garantizar la solidez de Sevillana 2000.

Sevillana 2000: el cambio cultural

A lo largo de este artículo estoy refiriéndome a clientes internos y externos, y a conceptos como satisfacción, gestión, consenso, mejora, objetivación, procesos, eficacia y competitividad. Todo ello, en relación a una pirámide ejecutiva, de una organización industrial con casi 100 años de historia, como es el caso de Sevillana de Electricidad.

La pirámide industrial tradicional se caracteriza por su orientación al producto. Los procesos se conciben arriba (en la Alta Dirección), y se ejecu-

tan a lo largo de cada línea de mando, hasta que llegan a su cliente final (véase gráfico 2).

Ahora estamos girando 180° la posición de esta pirámide: el empleado, que era un «ejecutor» de las tareas que habían sido pensadas por un superior, pasa a convertirse en «gestor» de los recursos que la Compañía pone a su disposición para la satisfacción de sus clientes (internos y externos).

Son éstos, sus clientes, los que dan realmente sentido a su trabajo, y los que, en definitiva, han de contar en la definición, diseño y ejecución de los procesos en que participa.

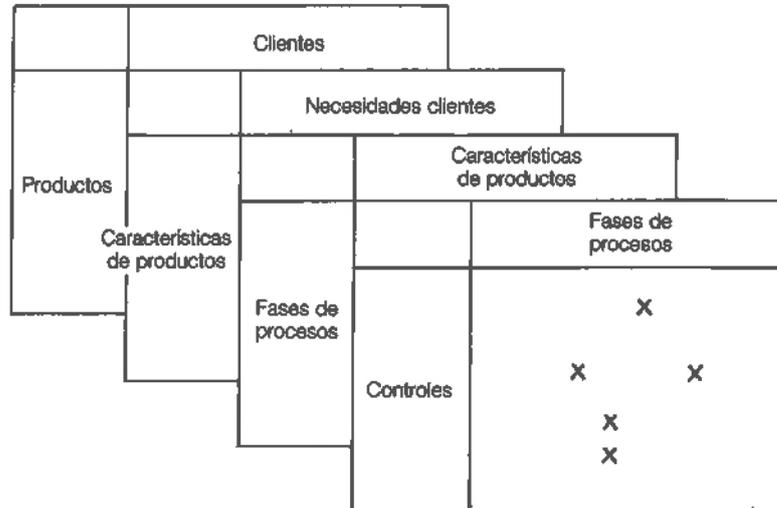
El trabajo de cada ejecutivo de nuestra Compañía debe consistir, por tanto, en facilitar el éxito de sus colaboradores, para que éstos puedan, a su vez, satisfacer las necesidades y expectativas de sus propios clientes.

Este es el cambio cultural que estamos impulsando en Sevillana. Este cambio va a posibilitar que cada punto de contacto entre cliente y proveedor esté dotado de la necesaria capacidad de gestión, para producir satisfacción en todos los «momentos de la verdad» que jalonan el «día a día» de la empresa.

Sevillana 2000: el cambio metodológico

Pero este cambio «con mayúsculas» quedaría sólo en palabras si no estuviese acompañado de una metodología compacta y segura, que facilite el

GRAFICO 3
EL CAMBIO METODOLOGICO



proceso y que, a la vez, lo controle (global y parcialmente) dentro de límites positivos para la correcta evolución de la empresa.

La metodología es, por tanto, la herramienta y el *know-how* que utilizamos en la construcción de nuestro edificio. Ella garantiza que cada nueva piedra se acople sobre las que ya están preparadas para recibirla y que, a su vez, sirva de apoyo para el siguiente paso.

Estamos trabajando simultáneamente en tres ámbitos distintos y, aunque pueda parecer lo contrario, francamente independientes:

- la Corporación, que se define como el conjunto de negocios que proporcionan dividiendo a nuestros accionistas;
- las Areas de Negocio que, dentro de la Corporación, son las que obtienen rendimientos de la gestión de sus recursos en mercados diferentes, incluso dentro de nuestra propia actividad eléctrica, como pueden ser la producción de energía, su venta, o el negocio financiero;
- las Areas de Gestión, que son aquellas zonas de la organización que, en cada Area de Negocio, gozan de cierta autonomía de gestión.

Para todos y cada uno de estos ámbitos hemos diseñado otra herramienta, que denominamos «Sistema de Racionalización de Procesos», y que es pieza fundamental en la metodología de implantación de la gestión de la calidad total en Sevillana.

Esquemáticamente, ese sistema consiste en cuatro documentos que son elaborados, en orden sucesivo, por cada una de las áreas citadas (véase gráfico 3).

En el primero de estos documentos, cada área relaciona los productos y servicios que produce, por una parte, y los clientes o tipos de clientes a que van dirigidos, por otra. En los cruces entre filas y columnas ponemos una marca cuando determinado producto es comprado por determinado cliente. Algo tan simple como esto, resulta mucho más complicado de lo que parece.

Por ejemplo, podría darse el caso de que descubriéramos que determinado producto o función no tiene clientes. Habrá entonces que investigar el porqué de ese hecho y, si es necesario, hacer desaparecer ese producto o función y dirigir a otro fin más útil los recursos que consume.

Algo de luz sobre esa materia pretende arrojar el documento siguiente, al que llamamos «Tabla de Traducción», y que enfrenta las características de los productos, en el lenguaje de quien los ha producido, con las necesidades o expectativas de sus clientes en su propio lenguaje. Aquí, en cada casilla, pondremos el nivel de relación entre unas y otras.

Creo que es el momento de introducir un ejemplo basado en la realidad de Sevillana.

Una de las áreas de gestión del negocio de la «distribución de energía» de Sevillana es el Depar-

tamento de Málaga. Uno de los productos de este Departamento es la «reparación urgente de averías a domicilio». Uno de los clientes de este producto es la señora que vive en la calle Maestranza, número 3-2º izda. (es un ejemplo, evidentemente).

Esta señora está planchando un sábado a las 10 de la noche y, de repente, se queda sin luz. Inmediatamente piensa en Sevillana (por cierto, no pensaba en nosotros mientras planchaba, veía la TV o disfrutaba de su refresco favorito a la temperatura ideal). El caso es que mira por la ventana y descubre que en la calle sí hay luz. Decide entonces llamar a la Compañía eléctrica que es responsable (y así lo asume al 100 %) de «su» suministro de energía.

Quien responde al otro lado del hilo telefónico, aunque por boca de un empleado, es Sevillana de Electricidad en uno de esos «momentos de la verdad»; por ello, sugiere amablemente a la señora que se acerque a la escalera interior de su edificio y compruebe si allí hay luz. La señora lo hace y confirma a Sevillana que sí, que hay luz en la escalera.

En este momento el empleado tiene razones suficientes para pensar que la avería está localizada en la instalación interior de la vivienda, sobre la que la Compañía no tiene ninguna autoridad. No obstante, es sábado por la noche, el peor momento para nuestro cliente, y Sevillana, personificada en su empleado, decide enviar a un técnico electricista que resuelva la situación.

El técnico en cuestión va cargado de las herramientas que la empresa se ha preocupado de tener a su disposición. Este señor *también es Sevillana* en otro «momento de la verdad».

Pero, cuando llega allí y aplica sus herramientas y conocimientos a la resolución del problema, descubre que la avería está, efectivamente, fuera de sus límites de actuación y que no dispone, por tanto, de autorización para resolverla.

La venta de ese «producto» ha sido un auténtico fracaso en el sentido comercial de la palabra: hemos cumplido holgadamente con nuestro papel, pero la actuación ha costado un dinero a la Compañía y no se ha logrado dar satisfacción al cliente; es más, ha podido producirse una insatisfacción.

Las características del «producto», que estamos comentando, en el lenguaje Compañía, eran:

- mantenimiento de un retén de guardia;
- atención telefónica;
- rapidez de respuesta;
- fiabilidad en la reparación;
- atención personalizada;
- aprovechamiento de ruta;
- mínimo coste de operación, etc.

Las necesidades del cliente eran solamente tres: *tener luz, ya y con amabilidad*. Y una expectativa más: cualquier valor añadido que se pudiera obtener de esta intervención.

Bien, tras todo ello, iremos a la «Tabla de Traducción», en la que marcaremos el grado de relación entre características y necesidades, y pondremos encima de éstas el grado de satisfacción obtenido por el cliente. Así, la «atención personalizada» guarda una fuerte relación con la necesidad de «amabilidad», mientras que el «aprovechamiento de ruta» está relacionado, pero no tan estrechamente, con la necesidad «ya». La expectativa de valor añadido no la satisfacemos en absoluto con el diseño actual de nuestro producto. Además, ciertamente no hemos conseguido producir satisfacción.

Así que vamos a pasar al tercer documento para intentar ver qué falla. En esta fase, se trata sencillamente de identificar cuáles son los procesos que conducen a las características del producto que tienden a satisfacer las necesidades y expectativas del cliente.

La necesidad «tener luz cuando hay una avería interior un sábado a las 10 de la noche» no ha sido satisfecha, porque el proceso que conduce al producto «reparación urgente de averías a domicilio» no está diseñado de acuerdo con los requerimientos del cliente.

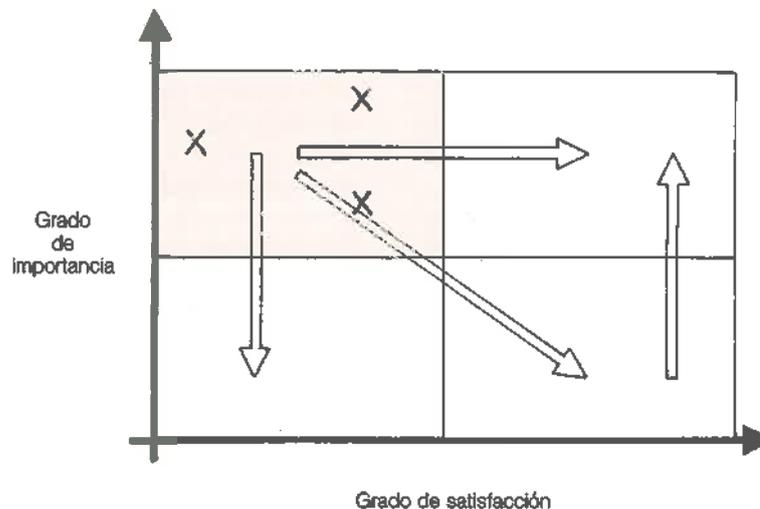
Sí incluye la dotación del retén de guardia y su proceso correspondiente; incluye la formación técnica, humana y comercial de nuestras personas, y también incluye todos los recursos materiales y económicos necesarios para la prestación del servicio, *pero* no ha conseguido la satisfacción del cliente. Además, hemos desperdiciado unas cuantas oportunidades de negocio propiciadas, directa o indirectamente, por el propio producto y por las características de nuestra intervención.

Este es un ejemplo que nos preocupa, y estamos trabajando para encontrar la solución más idónea para este producto en concreto. Estamos en ello, y aunque ahora no es momento de extenderme en más detalles, les anticipo que la solución va a llamarse Nuinelec, que es una filial que se incorpora a nuestra corporación para la diversificación, que encabeza Nuinsa.

Lo importante es que sabemos lo que tenemos que hacer y con qué prioridad.

Estos pequeños documentos proporcionan información objetiva, y con perspectiva suficiente como para saber qué tomillo tengo que apretar, y en qué fase de qué proceso, para producir una mejora, medida y apreciada por nuestros clientes y con el máximo aprovechamiento de nuestros recursos.

GRAFICO 4
LA DINAMICA DEL CAMBIO



El tema no es fácil, porque ese tornillo afecta a varios procesos al mismo tiempo y, quizá, en sentido contrario.

Será otra parte de la metodología la que nos ha de permitir reducir a parámetros las actitudes de la clientela, la que nos ayude a descomponer factorialmente la satisfacción total resultante y a priorizar las acciones sobre las que la Compañía ha de volcar sus recursos.

Siempre nos esforzaremos en actuar sobre aquellas necesidades a las que nuestros clientes (internos y externos) conceden máxima importancia y obtienen mínima satisfacción; e intentaremos también —¿por qué no?— que concedan más importancia a aquello de lo que están ya adecuadamente satisfechos (véase gráfico 4).

Nos queda un último documento que cumplir, el que garantiza que las mejoras producidas hoy perduren para el mañana y sirvan de base para mejoras posteriores. Conocidos los procesos y sus fases clave, sólo habrá de establecer los controles o mecanismos que automaticen su eficacia.

Este Sistema, de sencilla formulación pero de complicada implantación, lo estamos desarrollando a la medida de cada Área de Gestión, de cada Área de Negocio y de la Corporación.

Desde luego es fundamental, absolutamente fundamental, la visión global de cada proceso: si el objetivo es el beneficio mutuo en el intercambio de

productos y servicios, el conjunto de necesidades y expectativas del cliente han de ser:

- por una parte, el dato de partida en el diseño de esos productos y servicios,
- y por otra, esas necesidades y expectativas han de ser asumidas por cada elemento del proceso, centrando en ellas la razón de su función.

Pero también es absolutamente fundamental la aplicabilidad práctica del Sistema a cada realidad particular.

Aquí no se da el «dos más dos igual a cuatro». Y si he dicho antes que no existe el procedimiento estándar de universal aplicación a todo tipo de empresa, esta misma afirmación es directamente trasladable a una sola compañía y a sus distintos departamentos y divisiones.

Efectivamente, cuando una nueva piedra no encaja perfectamente sobre la superficie ya consolidada de las anteriores, no debemos empeñarnos en colocarla tal como describen los manuales. Ni mucho menos la pondremos de cualquier forma, como si el objetivo fuera «poner la piedra».

El objetivo es la pared y, con ella, el piso y, con él, el edificio; esa nueva piedra la limaremos, la recortaremos o la complementaremos, hasta adaptarla a la realidad de su entorno.

Es evidente que el resultado de la aplicación del Sistema a cada área de la Compañía es función de la situación de partida. La evolución sobre esa situación no se logra con voluntariedades, si se

quiere que perdure. En todo salto cualitativo, es necesario aportar metodología, tecnología y recursos, especialmente en los campos de la formación, la comunicación y la motivación.

En materia de formación, tenemos actualmente dos programas en vigor en nuestra Compañía: la «formación-acción» y la «formación-divulgación», prácticamente sinónimos de los conceptos de «entrenamiento» y «educación».

El primero, la «formación-acción», pretende fomentar las aptitudes dirigidas a integrar el proceso de mejora global de la Compañía. Por «mejora» entendemos un mayor aprovechamiento de los recursos y oportunidades de negocio, que conectan con las necesidades y expectativas de nuestros clientes.

Este programa incluye el desarrollo de un sistema, que permitirá detectar objetivamente dónde, cuándo y qué tipo de «formación-acción» es necesario, en función de su adecuación al cliente y de su aportación a la eficacia, tanto de las personas como del departamento y de la Compañía en su conjunto.

El sistema está en fase de desarrollo en colaboración con el Departamento de Organización de Empresas de la Universidad de Sevilla.

El segundo programa, la «formación-divulgación», integra los conceptos de capacitación y comunicación. Su objetivo es la transmisión eficaz de la forma de ser y de la actitud corporativas.

El programa está siendo llevado a la práctica por los propios ejecutivos de nuestra Compañía, a través de reuniones en todos los niveles de cada línea de la organización. En estas reuniones, el responsable que actúa como ponente presenta el tema a tratar con el apoyo de su superior, que puede relacionar las cuestiones planteadas con otro tipo de realidades de la Compañía. El cuerpo de la reunión es el diálogo directo, y el objetivo, *debatir hasta el consenso* el tema de que se trate.

Formación, comunicación y reconocimiento son, pues, herramientas para la motivación.

En materia de comunicación y motivación, la responsabilidad no la tiene asumida un departamento o área concreta de la Compañía, sino todos y cada uno de los responsables de la gestión. Ellos son líderes y, como tales, han de propiciar la identificación de sus colaboradores con el proceso en su conjunto.

El objetivo es el edificio «Sevillana 2000», y para todos, cada piso, cada pared y cada piedra han de ser considerados como su contribución al mismo.

Y aquí tengo que dejar de utilizar el símil de la construcción, porque las piedras son inalterables en su función, y la realidad de la empresa, no.

Aunque aún estamos en una fase de «proyectos piloto» en esta materia, nuestro objetivo es implantar un sistema que, de forma automática, nos ofrezca un Factor-Q o «Factor de Calidad», para cada área de gestión y de negocio, y para la propia Corporación.

La cuenta de resultados es parte fundamental de este Factor-Q. Pero además es preciso considerar otros elementos importantes, como son: la adaptación al mercado, la anticipación oportuna y la mejora continuada que, ahora, configuran nuestra nueva «forma de ser».

Este Factor-Q, aplicado primero a conjuntos de personas y luego a individuos (como meta final), debe marcar una referencia objetiva, uniforme y clara del grado de eficacia de cada función, en su contribución a globalidad de la empresa.

El cambio del futuro: el equipo total

Sevillana está apostando firmemente por los procesos de calidad de gestión en los que se contempla, al mismo tiempo, la triple realidad de los colectivos humanos que hacen de Sevillana un proyecto con futuro:

- El equipo humano de la Compañía que, con su capacidad y entrega, lleva a cabo la actividad de la empresa y que, a través de los procesos de calidad, encuentra una vía más satisfactoria para su plena realización profesional y personal.
- Los accionistas, que nos prestan su confianza y apoyo, y que progresivamente han de ver reflejados, en su rentabilidad, los resultados de nuestro esfuerzo empresarial por la calidad total.
- El cliente, nuestra razón de ser y origen y destinatario esencial de nuestros servicios que —cada día más— responden a los más exigentes parámetros de calidad posibles.

Todos somos parte del equipo que ha de construir Sevillana 2000.

Pero, además, nuestra realidad empresarial es también parte integrante y motor de un entorno natural, con grandes expectativas de futuro, como es el sur de España y de Europa.

Tenemos brillantes factores diferenciales que hacen de Andalucía una región única en el mundo; y tenemos, o debemos tener, a nuestro alcance las más avanzadas tecnologías en materia de procesos y sistemas. Con la conjunción de ambos factores Andalucía es competitiva.

Invito y animo, por tanto, a todo el empresariado a compartir esa prometedora realidad que tenemos al alcance de todos nosotros, que estoy seguro, apostamos por el reto del futuro.

Este reto no es *un* cambio, sino el cambio en el cambio y, por tanto, la gestión *en* el cambio. El conocimiento y control del proceso adquiere entonces carácter de herramienta básica para la adecuación al mercado.

La visión global del proceso como necesidad para esa adecuación me sugiere un término nuevo: el equipo total; clientes, accionistas, colaboradores, las demás empresas, la Administración Pública y toda la sociedad andaluza, somos parte de ese equipo que ha de producir el desarrollo económico y social de nuestra región.

Y la cultura de la Calidad Total me sitúa en una postura personal y corporativa de la Compañía a la que represento: la humildad total como filosofía y como posicionamiento real.

No podría ser de otra forma. Ser líder en un mercado o ser el principal proveedor de un bien o un servicio no debe hacer olvidar jamás que el Cliente es nuestra razón de ser. □

BOLSA TRABAJO
DE

Si está buscando
un economista
nosotros
se lo ponemos fácil

COLEGIO DE ECONOMISTAS DE MADRID

Calle Flora, 1 y 3

Tfnos.: 559 46 02 / 59

ECONOMISTAS

COLEGIO DE MADRID

Revista bimestral de economía editada por el Colegio de Economistas de Madrid

Números publicados:

1. Profesionales ante el cambio.
2. La enseñanza de la economía en España.
3. VII Congreso Mundial de Economía.
4. VII Congreso Mundial de Economía. Un primer balance.
5. Programa Económico (1983-86).
6. Economía de Madrid.
7. Perspectivas de la economía española (1984).
8. Gestión universitaria.
9. Financiación de las Autonomías.
10. La prensa económica en España.
11. España 1984. Un balance (*Extraordinario*).
12. ¿Es posible una política antiinflacionista en España?
13. La auditoría en España.
14. ¿Tenemos el sistema financiero que necesitamos?
15. El Impuesto sobre el Valor Añadido.
16. Internacionalización bancaria.
17. España 1985. Un balance (*Extraordinario*).
18. Economía de los Servicios Sociales.
19. Privatización de la empresa pública.
- Especial: Elecciones 86. Programas económicos.
20. Generación de empleo.
21. Economía española, 1936.
22. Economía de la defensa.
23. España 1986. Un balance (*Extraordinario*).
24. Economía de la población.
25. Nuevas promociones.
26. Diez años de Reforma Fiscal.
27. Economía de Madrid.
28. Dirección Estratégica de la Empresa.
29. España 1987. Un balance (*Extraordinario*).
30. Banca pública.
31. La contabilidad en España.
32. El nuevo mercado de valores.
33. Fondos de pensiones.
34. Comercio exterior.
35. España 1988. Un balance. (*Extraordinario*).
36. Empresas y empresarios.
37. Negociación colectiva.
38. Los derechos de propiedad en el análisis económico.
39. Población, territorio y gastos sociales.
40. La Unión Monetaria Europea.
41. España 1989. Un balance (*Extraordinario*).
42. Economía de las drogodependencias.
43. Sector eléctrico: ¿Regulación o liberalización?
44. Reforma de la Imposición sobre la Renta y el Patrimonio.
- 45-46. La política regional en España.
47. España 1990. Un balance (*Extraordinario*).
48. La crisis del turismo en España.
49. Privatizaciones.

Colegio de Economistas de Madrid
Hermosilla, 49 · 28001 Madrid
Teléfonos: 576 80 64/68

El (des)orden económico internacional y la Guerra del Golfo

Francisco Albuquerque

Economista

1. El olvido del Sur y la conflictualidad del orden internacional

Como bien sabemos, la economía, la política y la ideología guardan entre sí fuertes interrelaciones, siendo el recurso a la guerra la forma más extrema y salvaje de resolución de rivalidades y de demostración de la hegemonía.

Afirmar pues que el conflicto del Golfo Pérsico se inició el 2 de agosto pasado es tanto como olvidar completamente aquella interrelación. Los análisis superficiales que incurren en dicho olvido —ya sean hechos de forma intencional o inconsciente— niegan, por tanto, la historia. Lo grave, sin embargo, es que con ello se niegan también a sí mismos la posibilidad de ofrecer soluciones justas.

No es posible olvidar —en relación con el conflicto del Golfo— la *unilateral decisión histórica respecto a la delimitación fronteriza* impuesta en la zona por las potencias europeas (principalmente por el Reino Unido), con el objetivo fundamental de asegurar las principales fuentes de abastecimiento petrolero, de un lado; y para ofrecer una solución a la reivindicación del estado judío, lo que —por increíble que hoy nos parezca— se realizó mediante la *expulsión del pueblo palestino* de su propio territorio.

Bien pareciera que desde el propio diseño del «nuevo orden» de posguerra se hubiese buscado sembrar las bases de un conflicto permanente. El «*olvido del Sur*» en el establecimiento de tal (des)orden conllevó, y conlleva, a estos trágicos desenlaces, una y otra vez.

Tampoco terminan los conflictos con la reciente derrota militar de Irak, ya que son las *bases estructurales* que perpetúan el *subdesarrollo* y la *desigual y marginal inserción exterior* de las tres cuartas partes de la humanidad desvalida las que cuestionan y cuestionarán permanentemente dicho (des)orden, en tanto no se dé una alternativa justa y solidaria al mismo.

El desigual orden económico y político internacional de posguerra impuesto unilateralmente por las grandes potencias al resto de habitantes y pueblos en el mundo, ha mostrado sobradamente su incapacidad para regular el sistema global. Sin embargo, no parece existir aún la necesaria voluntad política entre las naciones desarrolladas para iniciar una discusión colectiva en la búsqueda de un orden alternativo que asegure el *crecimiento económico*, el *desarrollo humano* y el *desarrollo medioambientalmente sostenible* para toda la humanidad.

Desde los países subdesarrollados más conscientes, así como desde los movimientos e iniciativas de carácter solidario en el mundo desarrollado, e incluso en las resoluciones y orientaciones de gran parte del *Sistema de las Naciones Unidas para el Desarrollo*, no ha cesado de plantearse en todos estos años atrás la necesaria búsqueda de un orden económico alternativo más justo, como única base firme de sustentación para la paz y la seguridad internacional.

Los Principios de la Carta de las Naciones Unidas de 1945 contienen de hecho esta aspiración a nivel declarativo, aunque la respuesta de los gobiernos de los países desarrollados a estas demandas o compromisos sigue siendo *hipócrita y mezquina*, respaldando en la práctica el actual esquema de dominación y estructura de poder a nivel mundial.

La Ayuda Oficial al Desarrollo (AOD) refleja en esta última década un estancamiento e incluso declive en términos reales, que evidencia claramente esta mezquindad de los gobiernos del mundo desarrollado: el total de flujos AOD procedentes de todos los países donantes en el mundo es en 1989 inferior al existente al inicio de la década (véase cuadro 1). Asimismo, el total de flujos netos de capital desde los países desarrollados hacia los subdesarrollados en 1989 es sólo el 57 % del que era en 1981.

CUADRO 1
TOTAL NETO DE RECURSOS
HACIA LOS PAISES SUBDESARROLLADOS
 (A precios y tasa de cambio constantes de 1988)
 (Miles de millones de US \$)

	Recursos totales netos a los PSD	Total flujos AOD
1981	201,9	54,1
1982	174,5	51,0
1983	143,0	51,1
1984	131,7	53,8
1985	128,3	56,8
1986	103,4	54,9
1987	100,3	51,8
1988	105,9	51,6
1989	111,5	53,6

Fuente: CAD/OCDE, Report 1990.

Todo se superpone a una situación en la que gran parte de los países subdesarrollados vienen conociendo el enorme peso del *endeudamiento externo*; la caída persistente de los *precios de los productos primarios* —de los que dependen mayoritariamente para la obtención de divisas—, y una *transferencia neta de recursos de capital* hacia los países desarrollados debida a los pagos de intereses de la deuda, el trasvase de las ganancias obtenidas por las inversiones extranjeras en sus territorios, o la fuga de capitales.

En promedio, se estima que los países subdesarrollados están transfiriendo a los países desarrollados en los momentos actuales en torno al 5 % de su producto interior bruto (PIB), mientras la media de la AOD respecto al PIB en los países de la OCDE sólo es el 0,35 %. Tal como ha ocurrido históricamente, *el trasvase de capitales y de riquezas sigue siendo en el sentido Sur-Norte*.

Como puede apreciarse, la *cooperación para el desarrollo* ha sido absolutamente marginada en las relaciones internacionales durante la pasada década, y de esta forma las posiciones neoliberales y conservadoras predominantes han acabado por acelerar la gestación de los conflictos actuales y potenciales, de los cuales la Guerra del Golfo no es sino un dramático episodio más. En este caso, alentado por el decidido interés de Estados Unidos en subrayar su hegemonía militar y política, tratando de controlar las principales fuentes de abastecimiento y reservas de petróleo a nivel mundial.

Un simple vistazo a las *reservas mundiales de petróleo* en 1989 ayuda a entender bastante bien la intencionalidad del Gobierno estadounidense y sus aliados, ya que mientras las estimaciones sobre la duración de las reservas de petróleo en Es-

tados Unidos, al ritmo de consumo actual, son solamente de 8 años, de 13 años en la URSS, y 16 años en el mundo no perteneciente a la OPEP, las reservas en Kuwait se estiman en 171 años; siendo de 135 años en Arabia Saudí; 166 años en los Emiratos Arabes Unidos, y 107 años en Irak.

Junto a esta razón estratégica ligada al petróleo, hay que insistir en que en los momentos actuales nos encontramos en una larga fase de *reestructuración tecnológica y productiva* que afecta de manera decisiva a las principales bases de reproducción de la acumulación capitalista a nivel mundial, lo cual establece crecientes exigencias de *competitividad en los mercados internacionales* a los diversos agentes empresariales y al conjunto de los Estados nacionales.

En dicha pugna intercapitalista, Estados Unidos viene conociendo desde hace tiempo un claro desplazamiento por parte de Japón y Alemania, economías no comprometidas en igual medida con los gastos en armamento, y en las que han tenido lugar mayores avances tecnológicos en los sectores principales de las *industrias civiles*.

La evolución de los indicadores de competitividad por sectores industriales en Estados Unidos permite también apreciar que el retraso estadounidense es de larga duración y, por consiguiente, anterior al período Reagan, durante el cual se provocó una importante sobrevaluación del dólar, con los consiguientes efectos negativos sobre las exportaciones norteamericanas y alentadores de las importaciones de dicho país.

En tal sentido resulta legítimo preguntarse hasta qué punto la decidida apuesta estadounidense por el conflicto armado en Oriente Medio, renunciando claramente a una negociación diplomática, no ha sido, como en otros precedentes de la historia estadounidense contemporánea, una huida hacia adelante con la intención de provocar un tirón de su propia economía, incapaz ya de enfrentar en «condiciones normales» la pugna intercapitalista con sus competidores en Europa y Asia.

2. El declive económico de Estados Unidos

Durante el período 1973-85 la tasa de crecimiento del producto en Estados Unidos fue únicamente el 58 % de la obtenida durante el período 1960-73. Asimismo, el análisis de los ritmos de crecimiento del producto interior bruto (PIB), la productividad y las exportaciones de Estados Unidos en comparación con los de la RFA y Japón durante los años 1950 a 1987, muestran la pérdida

CUADRO 2
TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB,
PRODUCTIVIDAD Y EXPORTACIONES
 (Tasas promedio anuales)

	EE UU	RFA	Japón
Producto Interior Bruto			
1913-1950	2,8	1,3	1,8
1950-1987	3,2	4,4	7,5
PIB por trabajador/hora			
1913-1950	2,6	1,1	1,3
1950-1987	2,0	4,7	6,2
Exportaciones			
1913-1950	2,2	-2,8	2,0
1950-1987	5,2	9,3	12,4

Fuente: *Economic Report of the President*, Whashington, 1989.

CUADRO 3
INVERSION NETA COMO PORCENTAJE
DEL PIB

	1960-1986	1980-1986
Estados Unidos	6,9	4,8
Japón	18,6	15,6
CEE	12,0	8,4
RFA	12,3	8,3
Reino Unido	10,0	4,6

Fuente: OCDE.

tendencial de liderazgo comercial y económico estadounidense a lo largo de estas cuatro últimas décadas.

Como se aprecia en el cuadro 2, Japón más que duplica el ritmo de crecimiento estadounidense en todas esas variables citadas, durante la segunda mitad de este siglo, mientras la RFA supera también muy claramente el ritmo de crecimiento, productividad y exportaciones estadounidenses, lo que contrasta con el predominio de Estados Unidos durante el período anterior de 1913 a 1950.

En lo que se refiere a la evolución de la *inversión neta*, variable fundamental explicativa de la acumulación y el crecimiento en el largo plazo, podemos apreciar también que Japón y la RFA superan notablemente el promedio de Estados Unidos durante el período 1960-1986, hecho éste que se manifiesta sobre todo en los años ochenta, en los que la inversión neta en Estados Unidos y Reino Unido es sólo poco más de la mitad de la inversión neta en la CEE y menos de la tercera parte de la inversión neta de Japón (véase cuadro 3).

Igual evidencia se deduce de los datos del *ahorro*

interno neto de Estados Unidos en comparación con sus principales competidores del Grupo de los Tres (G-3), pues mientras dicho ahorro interno neto en porcentaje del ingreso interior disponible se encuentra en torno al 17 % en Japón y el 12 % en la RFA, durante el período 1980-1987, en Estados Unidos apenas sobrepasa el 5 % (véase cuadro 4).

Como vemos, la pérdida de liderazgo económico de Estados Unidos tiene una larga secuencia en la posguerra, y ello tiene que ver esencialmente con la *deformación de una estrategia de crecimiento estrechamente vinculada con los gastos militares y la función de dominación a nivel internacional*, lo cual, si bien ha permitido tirones hacia delante de la economía estadounidense en diversos momentos de su historia contemporánea, *no ha supuesto en igual medida en el período más reciente la introducción de innovaciones básicas en el núcleo tecnológico y productivo de la economía civil*, provocándose su declive tendencial como potencia económica dominante.

El ejemplo de la dominación británica en el siglo pasado es bien elocuente en similar sentido: con la más amplia base colonial que jamás existiera bajo una potencia capitalista, Gran Bretaña no se vio impulsada a introducir innovaciones básicas en el aparato productivo interno, lo que constituyó, sin embargo, una exigencia para sus competidores Estados Unidos y Alemania, sin apenas base colonial en aquel momento.

Como es bien conocido, la introducción de innovaciones básicas en los sectores punteros del núcleo tecnológico y productivo de las industrias civiles dio a estas dos jóvenes potencias capitalistas centrales la posibilidad de cuestionar la supremacía británica, que acabó dirimiéndose en las dos guerras mundiales.

3. La necesidad del ajuste estructural interno en Estados Unidos

De todo ello se deduce la *necesidad de un ajuste estructural interno* de la economía de Estados Unidos en los momentos actuales, lo que requiere esencialmente aumentos del ahorro y la inversión internos, e incremento de los niveles de competitividad, que obligan a mejoras en la productividad y la calidad de las actividades productivas.

El ajuste estructural interno en Estados Unidos se refiere a ámbitos cruciales como son la estructura interna de la empresa, los vínculos entre empresa y universidades, el sistema educativo, las políticas públicas de difusión de los avances técnicos al

CUADRO 4
 AHORRO INTERIOR NETO EN EL G-3
 (En porcentaje del ingreso disponible)

	1975	1978	1980	1983	1984	1985	1986	1987
Estados Unidos	9,4	7,3	7,3	5,5	6,3	4,5	4,2	3,3
Japón	22,8	20,8	17,9	16,3	16,0	16,0	16,6	16,8
RFA	15,1	12,0	12,8	10,9	11,4	11,4	12,2	12,4

Fuente: OCDE, *Economic Outlook*, 1988.

conjunto de la economía civil, la investigación para el desarrollo (I+D) en aplicaciones comerciales, etcétera.

En suma, una limitación del excesivo nivel de gasto vinculado a las actividades armamentistas, así como una estrategia de medio y largo plazo a nivel microeconómico, y no únicamente medidas de política coyuntural.

Junto a la necesidad de tal ajuste *interno*, Estados Unidos enfrenta pues la elevada competitividad tecnológica *externa* en la pugna intercapitalista frente a Japón, la RFA, y los nuevos países industrializados (NICs) del sudeste asiático.

El retraso tecnológico en Estados Unidos ha comenzado a detectarse en sectores de tecnología avanzada con aplicaciones principales en las ramas industriales civiles, esto es, *semiconductores, máquinas herramientas automatizadas, producción masiva de productos electrónicos de consumo, instrumentos electrónicos*, etcétera.

La participación de Estados Unidos en el mercado mundial de *semiconductores* cayó del 50 % en 1984 al 37 % en 1988, mientras la participación de Japón subió al 50 % en esos mismos años. En los *productos electrónicos de consumo* que incorporan semiconductores (video, compact disk, cámaras fotográficas, etc.) Estados Unidos ha caído también al 5 % desde 1975, mientras Japón ha pasado del 10 % al 25 %. Del mismo modo, Japón domina el mercado de *máquinas herramientas de control numérico, televisión de alta definición y aplicación de materiales superconductores*.

Los datos del *déficit comercial* estadounidense muestran que éste se multiplicó 15 veces, en valores constantes, entre 1982 y 1987, saltando de 11.500 millones a más de 170.000 millones de dólares. Durante el período 1984-1987 el 73 % de dicho déficit comercial es *déficit en manufacturas*, entre las cuales los *productos de ingeniería* representan el 36 % y los *vehículos de transporte por carretera* el 27 % del déficit comercial total. Asimismo, Japón supone en ese período el 51 % del déficit manufacturero de Estados Unidos.

Cuando se examina el saldo comercial de *bienes de capital*, excluidos los automóviles, se aprecia una significativa reducción del superávit que mantenía Estados Unidos a comienzos de los ochenta, lo que se explica fundamentalmente por el crecimiento de las importaciones, que en sólo 7 años aumentaron 170 % (15 % anual) frente a un crecimiento de las exportaciones del 17 % (2 % anual) en el período de 1980-1987.

El mayor crecimiento de las importaciones se da en maquinaria agrícola, ordenadores, periféricos y partes, semiconductores y equipo de telecomunicaciones, productos en los que no resulta fácil desplazar la competencia de posiciones ya relativamente consolidadas en el mercado interior estadounidense por razones de calidad, asistencia técnica y servicios al cliente.

Todo esto quiere decir, en suma, que Estados Unidos viene perdiendo liderazgo tecnológico y económico en los sectores difusores del modelo de acumulación de posguerra, así como en los sectores de tecnología avanzada con mayores aplicaciones en la economía civil.

Esto es importante, ya que, al subrayarse la existencia de un *retraso tecnológico estadounidense en áreas dinámicas de la economía internacional*, es claro que el desequilibrio comercial no podrá resolverse únicamente con una reducción del valor del dólar y la coordinación de las políticas macroeconómicas dentro del G-3, orientadas a buscar un mayor crecimiento relativo del gasto interno en Japón y la RFA, para así estimular las exportaciones actuales de Estados Unidos.

Tal como señala Rosales en el trabajo citado, si además del contexto macroeconómico opera algún factor de retraso tecnológico en áreas dinámicas, entonces los factores de crecimiento y precios no resolverán por sí solos un desequilibrio que está incorporando la presencia de competidores con alta capacidad de innovación tecnológica (nuevos diseños, nuevos productos, etc.), adecuación estratégica a las condiciones de demanda internacional en mercados caracterizados por la

aparición de nuevos productos (marketing, cadenas de distribución, visión de largo plazo, etc.); y el acortamiento del ciclo comercial del producto.

Es decir, cuando las posiciones comerciales se conquistan a base de cuotas cada vez más significativas de investigación y desarrollo (I+D), y mediante conocimiento incorporado al diseño, producción, marketing y finanzas, la competitividad implica *factores estructurales de ventajas tecnológicas, flexibilidad productiva y calidad de productos*, que no se desmontan fácilmente a partir de cambios en los precios relativos.

Una perspectiva de mediano plazo plantea pues el interrogante sobre la evolución competitiva de la manufactura estadounidense y acerca del patrón de especialización comercial de Estados Unidos, ya que los sectores en los que actualmente posee ventajas competitivas se concentran en la producción primaria y sólo en dos sectores manufactureros, *Aeronáutica y Material Informático*, que son precisamente los más estrechamente vinculados al complejo militar-industrial estadounidense.

4. La demostración de la hegemonía militar y política de Estados Unidos

En la reunión del Grupo de los Siete (G-7) realizada en Houston en julio de 1990, se evidenció que, tras el final del antagonismo Este-Oeste, los Estados Unidos eran solamente uno de los actores principales. En aquella reunión Estados Unidos insistió frente a la Comunidad Europea en la necesaria reducción de los subsidios de la Política Agrícola Comunitaria sin obtener nada más que una declaración de intenciones. Del mismo modo tampoco logró que la RFA y Japón limitasen su apoyo financiero a la URSS y China.

La imagen de una Europa ampliada y mucho más fuerte económica y políticamente debió asustar, sin duda, a la posición norteamericana. Las vinculaciones lógicas que se llevarán a cabo paulatinamente entre la CE y el bloque de Países del Este ofrece, sin duda, un escenario geoeconómico mucho más claro que el que se deriva de la inconcreta «Iniciativa para las Américas» anunciada por Bush en esas fechas, y no sólo casualmente.

Por otra parte, la supremacía financiera creciente de Japón en los mercados internacionales supone igualmente un importante reto a encarar por parte estadounidense.

Y, por si fuera poco, los planteamientos acerca del destino de los «*dividendos de la paz*» resultantes del desmantelamiento de los arsenales militares y nucleares, junto a la posible orientación de

esos recursos hacia la cooperación para el desarrollo, dibujaban un horizonte nada agradable para las industrias ligadas a la producción y comercio armamentistas.

En suma, el intento de recuperación de la hegemonía estadounidense que a inicios de la década anterior puso en pie el presidente Ronald Reagan, parecía condenado al fracaso de no mediar una «acción ejemplar» que mostrase claramente quién manda en este nuevo escenario, tras la distensión Este-Oeste. Semanas después de dicha reunión de la cumbre de Houston, estalla el conflicto del Golfo —con episodios perfectamente anunciados, televisados y censurados— cual capítulos de un dramático culebrón.

El control de los abastecimientos y reservas principales de petróleo en la zona de Oriente Medio, reforzando de paso el potencial político y militar de Israel, cumple a la vez un doble objetivo para Estados Unidos: poder ir con una baza decisiva a las negociaciones frente a sus competidores europeos y japoneses, mucho más necesitados de estos abastecimientos externos de petróleo; y reforzar el radio de actuación de la OTAN y las bases militares de Estados Unidos en un área geoeconómica importante del entorno europeo.

Asimismo, la reorientación de los importantes recursos financieros de Kuwait y Arabia Saudí, junto con las contribuciones que deben efectuar las fuerzas aliadas para pagar los gastos del despliegue bélico estadounidense en la destrucción de Irak, así como una posición hegemónica en las tareas de reconstrucción posbélica en la zona, permitirán a Estados Unidos un sustancial financiamiento externo para aliviar su delicada situación económica interna.

Como he señalado, ello debe ser utilizado para atender a un programa de ajuste estructural interno que permita a Estados Unidos afrontar la competitividad exterior en mejores condiciones que en la actualidad.

Sin embargo, dos grandes peligros, al menos, siguen acechando este (des)orden económico internacional: uno de ellos es la reiterada marginación del mundo subdesarrollado y, por tanto, la certeza de que los conflictos van a seguir desplegándose en cualquier lugar (¿o se va a convocar una Conferencia Internacional para eliminar el subdesarrollo...?).

Otro es la tentación de seguir apostando por parte de Estados Unidos a una estrategia de crecimiento que tiene en el complejo militar-industrial su polo dinámico, a pesar del carácter esencialmente *improductivo* de dichas actividades, es decir, pese a la evidencia de que ya no parece razo-

nable suponer (como fue el caso tras la segunda guerra mundial) que esas sofisticadas innovaciones armamentistas poseen la capacidad de derivar posteriormente hacia aplicaciones civiles. □

NOTA

(1) Este apartado recoge información del libro de Osvaldo Rosales: *La economía de EE UU en los noventa: entre la recesión y la disputa de la hegemonía internacional*, de próxima publicación en España.

Agricultura y Sociedad

Una revista trimestral de ciencias sociales sobre la agricultura la pesca y la alimentación

JULIO **56** **SEPTIEMBRE**
1990

OCTUBRE **57** **DICIEMBRE**
1990

ESTUDIOS

CARLOS GIMENEZ ROMERO
El pensamiento agrario de Joaquín Costa a la luz del debate europeo sobre el campesinado.

ANTONIO QIL OLCINA
Reformismo ilustrado, colonización interior y restablecimiento del fuero alfovesino.

ELOY FERNANDEZ CLEMENTE
La casafianza de la agricultura en la España del siglo XIX

JAN DOUWE VAN DER PLOEG
Sistemas de conocimiento, medifera e interfaz: el caso del cultivo de la papa en el siplano peruano.

EUCENIO MAFFEI y HERMINIO RAMOS DE SOUZA
Modernización y empleo agrícola: la expansión de la agricultura irrigada en Brasil.

LEON ZAMOSC
Luchas campesinas y reforma agraria: un análisis comparado de la sierra ecuatoriana y la costa atlántica colombiana.

NOTAS

CARLOS ROMERO
Nuevas y viejas redcciones sobre la reforma agraria andaluza.

M.ª CARMEN FERNANDEZ HIDALGO y MARIANO GARCIA RUIPEREZ
El comercio irigero y las Juntas Locales (1932-1934). Organización y tipología documental.

BIBLIOGRAFIA

I. Crítica de libros: **TEODOR SHANIN**: «Camisao que llevan a templos... e historiografía con ideología de única opción posible». **JAVIER CALATRAVA**: «El liberalismo económico y el estado del mundo en los umbrales del siglo XXI: reflexiones sobre la última obra de René Duménil». **JUAN MANUEL GARCIA BARTOLOME**: «Los campos a libro abierto». **TOMAS GARCIA AZCARATE**: «La marché des oléagineux en Grèce: enjeux et perspectives». II. Reseña de libros. III. Reseña de revistas.

ESTUDIOS

ANDRÉS PICAZO y ERNEST REIG
Mecanización y sustitución de factores productivos en la agricultura valenciana.

RAMON GARRABOU
Sobre el atraso de la mecanización agraria en España (1850-1933).

DANIELLE PROVANSAL y PEDRO MOLINA
El nuevo paisaje agrario andaluz o los avatares de las nuevas tecnologías.

VICTOR BRETÓN SOLO DE ZALDIVAR
Montañas o la estabilidad de la gran propiedad.

AURORA ARTIAGA REGO
Montes públicos y desamortización en Galicia.

NOTAS

VICTORIANO CALCEDO ORDOÑEZ
El futuro de las cuotas lecheras en la CE y la experiencia de seis años.

ANTONIO CABRAL CHAMORRO
Una aproximación a la crisis de la vid y del vino en el marco de Jerez: el caso de Trebujena.

M.ª JOSE PRADOS VELASCO
Coloquio anual del Programa de Investigación sobre estructuras agrarias y pluralidad familiar en el medio rural europeo.

BIBLIOGRAFIA

ERNEST REIG: «La ganadería en la CEE, España y la Comunidad valenciana: situación general». **ANTONIO ALVAREZ PINILLA**: «Principles of agricultural economics. Markets and Prices in less developed countries». M.ª **TERESA PEREZ PICAZO**: «El agua en zonas áridas: arqueología e historia». **JOSE M.ª GARCIA ALVAREZ-COQUE**: «La modernización de la agricultura española (1956-1986)». **ANTONIO FERNANDEZ GONZALEZ**: «Politiques de l'agriculture et de l'environnement. Possibilités d'intégration. OCDE».

Director: Cristóbal Gómez Benito

Edita: Secretaría General Técnica
Ministerio de Agricultura, pesca y Alimentación

SUSCRIPCION ANUAL PARA 1990

— España	4.000 ptas.
— Estudiantes	3.000 ptas.
— Extranjero	5.000 ptas.
— Número suelto	1.200 ptas.

Solicitudes: A través de librerías especializadas o dirigiéndose al Centro de Publicaciones del Ministerio de Agricultura, Pesca y Alimentación, Paseo de la Infanta Isabel, n.º 1, 28014-MADRID (ESPAÑA).

Una librería para economistas

El pasado 19 de abril se inauguró una librería especializada en Economía y Gestión, establecimiento abierto en la madrileña Plaza de las Salesas, 10 por la firma *Marcial Pons, librero*. En el acto de inauguración intervinieron, además de Carlos Pascual del Pino, en representación de la empresa, Joaquín Estefanía, economista y periodista, Director de «El País», y los profesores Felipe Ruiz Martín y José Luis García Delgado. Un extracto de las palabras pronunciadas por este último son precisamente las que a continuación ofrece ECONOMISTAS, resaltando así el interés que para nuestro colectivo profesional tiene disponer de un local especializado.

«Por dos razones, al menos, para los economistas de Madrid resulta muy satisfactorio la inauguración de esta librería. Primero, como vecinos de esta ruidosa y algo maltratada capital que es Madrid, porque cada nueva librería que se abre es un valioso activo que se añade a lo mejor del patrimonio ciudadano; y cada nueva buena librería, como lo será —lo es ya— ésta, contribuye a ampliar las posibilidades que el recinto urbano brinda a cuantos en él moran. No en balde, en la mejor tradición culta, las buenas librerías han sido siempre componentes destacados a la hora de describir una ciudad y ponderar sus atractivos.

»También, claro está, como estudiosos de los fenómenos sociales y económicos, esta apertura nos permite estar de enhorabuena. Vamos a ser nosotros, los que a ello nos dedicamos en una u otra modalidad profesional, los más beneficiados; la existencia y el buen hacer del librero —con la adecuada exposición de novedades, con la periódica edición de catálogos y con otros cien recursos fruto de una bien decantada profesionalidad— nos permitirá realizar mejor nuestro trabajo, estar más puntualmente informados, mantener más fluidos y permanentes contactos con lo que se hace más allá del respectivo ámbito en el que nos movemos a diario cada uno.

»Motivos para la celebración, pues, no faltan. Esta nueva librería, que prolongará ese ejemplar saber hacer a que ya nos tienen acostumbrados los profesionales de Marcial Pons —un ejemplar saber hacer que combina oficio y medios, artesanía e informática, distinción y cordialidad—; esta nueva librería, repito, nos servirá de apoyo y estímulo para nuestro trabajo y enriquece a nuestra ciudad (ahora quizás más necesitada que otras veces de estas deseables y nobles manifestaciones de la actividad mercantil para contrarrestar tantas otras dudosas surgidas al calor de nuestro particular brasero de las vanidades).

»Ojalá, por eso, hoy no sea el único, sino el primero de muchos días que aquí nos encontremos; muchos días, que nunca serán demasiados para quienes, con Borges, sentimos alguna nostalgia de ese memorable comienzo de su *Biblioteca de Babel* que ahora me permito parafrasear: "El universo (que otros llaman librería)".»



**En memoria de
M.ª Angeles Gil Luezas**
VV.AA.

Editorial AC, Madrid, 1991, 532 págs.

El 10 de noviembre de 1990, pocos días después de sufrir un accidente, moría M.ª Angeles Gil Luezas, directora del Departamento de Economía Financiera y Actuarial de la Universidad Complutense de Madrid. Seis meses después, ha aparecido el volumen dedicado a su memoria: una obra pulcramente editada, que reúne las colaboraciones de cincuenta colegas sobre diversos temas (matemáticos, históricos, financieros, jurídicos... de Economía general y de Economía de empresa); un verdadero alarde editorial y de convocatoria —si se considera el escasísimo tiempo de que se ha dispuesto—, sin duda expresivo del respeto y de la admiración que la homenajeadada supo ganarse entre quienes fueron sus maestros, sus compañeros y sus discípulos. Y, en efecto, M.ª Angeles Gil Luezas ofreció siempre a cuantos compartimos con ella el trabajo universitario una imagen bien estimulante: como docente, realizando su oficio con entrega y con competencia; como autora de obras de probada eficacia didáctica; como organizadora capaz y diligente de empresas departamentales y de Facultad; como persona siempre tolerante, distinguida —una distinción moral que se reflejaba con nitidez también en su porte físico— y cálida. ECONOMISTAS y el Colegio de Economistas de Madrid —al que M.ª Angeles Gil Luezas pertenecía— quieren por ello sumarse con estas breves pero muy sentidas líneas al citado empeño colectivo de mantener vivo el recuerdo de una ejemplar trayectoria profesional y biográfica.

J. L. García Delgado



**El sector eléctrico español
en la Europa de 1993**

VV. AA.

Colección «Economistas. Libros»,
Colegio de Economistas
de Madrid, 1991, 470 págs.

Cuando algún observador pretende analizar, o incluso conocer, con algún grado de suficiencia la realidad del sector eléctrico, a menudo se encuentra con el mismo obstáculo: información escasa y difícil de asimilar.

Este sector disfruta (o sufre) de un entramado regulatorio extremadamente tupido y, sin duda, complejo que orienta (o condiciona) la actuación de las compañías que prestan el servicio público de suministro eléctrico. Múltiples aspectos del sector se mezclan y solapan sin proporcionar una idea clara y ordenada de los puntos más relevantes que el analista debería tener en cuenta.

Desde las empresas y la Administración se emiten abundantes señales, unas más destacables que otras, pero todas igualmente codificadas. Principios tales como la tarifa única, o el mecanismo de redistribución de ingresos vía compensaciones, el papel de la explotación unificada, y el incierto camino hacia la unidad europea son algunos ejemplos de facetas en las que no se acierta a discernir si contribuyen o si, por el contrario, impiden obtener una visión más delimitada del ámbito de acción y responsabilidad de la generación de resultados de las empresas.

A las páginas de prensa han saltado recientemente temas bien distintos, unos de política energética en relación con la diversificación y abastecimiento nacional tales como el contrato de suministro de energía francesa o el gas natural argelino; otros abiertamente polémicos como la moratoria nuclear, ya resuelta a favor de su mantenimiento y en contra del relanzamiento de la obra

en curso paralizada; o la actual reordenación del mapa eléctrico, desde sus varias perspectivas potenciales, sea desmembramiento y fusión de activos de generación frente a los de distribución, sea gestión conjunta de activos nucleares, sea la consumada, aunque reversible constitución de la sociedad de gestión HI holding (Hidrola e Iberduero) con el objetivo último de llegar a una futurible fusión total. Además, siguen ocupando lugar destacado las cuestiones financieras ligadas casi siempre a la deuda, y a las bursátiles como consecuencia lógica de la importante presencia de los títulos eléctricos en los mercados de valores, tanto en términos de volumen de contratación como en tomas de participación, incidencias que hacen especialmente atractivo el sector para la noticia cuando los parámetros y el entorno inciden sobre el sector. Todo ello girando alrededor del núcleo central de la revisión del Plan Energético Nacional, pospuesto en varias ocasiones y con previsible salida a la luz este verano.

Por el sector eléctrico nos interesamos muchos: estudiosos, analistas, inversores, banqueros, proveedores, Administración, profesionales del propio sector, y hasta los mismos usuarios. Unos con una base de conocimientos para valorar y emitir juicios mayor que otros. Es por ello que cualquier esfuerzo por difundir los esquemas de arquitectura y funcionamiento del sector son bienvenidos. Esta es la línea que se propone abordar el libro *El sector eléctrico español en la Europa de 1993* patrocinado por la Fundación Banco Herrero y editado por el Colegio de Economistas de

Madrid, excelentes avales para un contenido de igual talla que consta de las ponencias que dieron cuerpo al seminario que sobre el sector eléctrico se impartió en la UIMP bajo la dirección del catedrático Emilio Ontiveros y la supervisión de Mariano Cabellos, director de asuntos económicos generales de UNESA. Del alto nivel de la publicación y del interés de los artículos allí contenidos dan cuenta los nombres de los expertos que firman los treinta y dos artículos de que consta la obra. Participantes de reconocido prestigio, conocedores de la problemática del sector, llegan de una variedad de centros opináticos para imprimir un sello garante de sobrada calidad. En el libro se encuentra representada la Administración en pleno, desde el Ministro de Industria (Comercio y Turismo) a la Directora General de la Energía, pasando por el Secretario General de la Energía y Recursos Minerales; igualmente están presentes las empresas eléctricas españolas a través de sus altos mandatarios y consejeros, así como las diversas instituciones que rodean al sector; a lo que se añade el punto de vista comunitario gracias a las intervenciones del Director de Política Energética de la Comisión de las Comunidades Europeas y de altos cargos de la compañía francesa EDF y de la belga UEGB. En cuanto al contenido, el libro cubre un amplio espectro de la problemática del sector. A la nota sobre la edición de Luis Fernández de la Buelga, Director de la Fundación Banco Herrero, le siguen ocho secciones bajo los títulos: I. El sector eléctrico español, II. Regulación versus liberalización del sector, III. Mercado único europeo y

sistema eléctrico en el año 2000, IV. Criterios y normas contables sectoriales, V. Estructura financiera y comportamiento bursátil, VI. Relaciones banca-industria eléctrica y nuevas alternativas de financiación sectorial, VII. Energía y medio ambiente y VIII. Estructura empresarial del sector en los años 90. ¿Un nuevo mapa eléctrico?

La primera sección, «El sector eléctrico español», queda encabezada por la ponencia del Ministro de Industria, donde se apuntan algunas reflexiones sobre la política energética, el esquema regulado de funcionamiento del sector, las necesidades de equipamiento, el mapa eléctrico y el mercado interior europeo. Le siguen dos artículos que describen el régimen jurídico del sector y el sistema tarifario, la evolución de las magnitudes técnico-industriales de oferta y demanda, y un diagnóstico económico-financiero. En la sección segunda, «Regulación versus liberalización del sector», se reúnen cuatro artículos que se enmarcan en la disyuntiva bipolar entre regulación y liberalización, con especial referencia al caso inglés y a los procesos desreguladores en la industria europea y americana, con posiciones intermedias muy variadas en relación al grado de intervencionismo que debe presidir la actividad eléctrica. Para obtener una visión completa se ofrece un catálogo de ventajas e inconvenientes de la regulación y se contempla la implantación en España de modelos alternativos de regulación sectorial en un mercado liberalizado, reconociendo los problemas del engranaje y adaptación de las directivas

comunitarias al ordenamiento español.

Se abre la tercera sección, «Mercado único europeo y sistema eléctrico en el año 2000», con un enfoque gubernamental sobre la necesidad de adoptar un modelo de sector energético comunitario al que se debería de tender a medio plazo. Más tarde se realiza un ejercicio de proyección a futuro esbozando un posible plan de integración en dos etapas (mercado de excedentes y explotación unificada) en sus vertientes financiera y de gestión para un hipotético sistema eléctrico europeo interconectado. En los cuatro artículos siguientes, se exponen los rasgos distintivos de la industria eléctrica, dando a conocer cómo se está orientando la construcción del mercado interior de la energía desde la Comisión Europea y haciendo especial hincapié en las barreras a la integración y en la falta de un modelo definido que facilite la armonización.

El siguiente bloque temático está dedicado a los «Criterios y normas contables sectoriales» y arranca planteando interrogantes y puntos de interés para el debate que a continuación se abre. Los artículos están referidos a los principios contables aplicables a las empresas sujetas a regulación económica y a la influencia que ejerce el sistema tarifario español en las prácticas contables de las empresas eléctricas diferenciando antes y después del «marco legal estable».

«Estructura financiera y comportamiento bursátil» es el título de la quinta sección, en la que se evalúa la posición del sector en el mercado de capitales y se

demuestra cómo el equilibrio financiero todavía no se ha consolidado definitivamente. Las mismas finanzas son observadas bajo una propuesta de redistribución de las fuentes de renta, concluyendo la viabilidad global del sector y su capacidad para afrontar el nuevo ciclo inversor. A continuación se muestra la favorable evolución de algunos indicadores financieros, comparando la estructura financiera sectorial con la de otros países europeos. Se concluye con un análisis pormenorizado y panorámico del comportamiento bursátil de los títulos eléctricos durante la última década.

Una nueva sección, titulada «Relaciones banca-industria eléctrica y nuevas alternativas de financiación sectorial», presenta una perspectiva bancaria de la problemática eléctrica, haciendo mención a los nuevos productos financieros, a los modelos de interacción entre la banca y la industria, y a la importancia de la gestión de tesorería en la formación de los resultados de las compañías eléctricas.

En respuesta a la creciente demanda social de protección y mejora del medio rural, la sección séptima, «Energía y medio ambiente», se ocupa de analizar la incidencia de la producción energética en el deterioro de la calidad medioambiental, identificando la normativa de regulación y control existente y los compromisos inmediatos para reducir el impacto ambiental en un contexto de ahorro energético y de desarrollo de tecnologías alternativas, limpias y más eficaces.

Finalmente, la sección octava, «Estructura empresarial del sector en los años 90. ¿Un nuevo mapa

eléctrico?», brinda la posibilidad de conocer la posición de las compañías eléctricas, sus argumentos y sugerencias de cara a la reordenación del sector en nuestro país, donde será preciso atender a la mayor competitividad derivada del establecimiento del mercado único, a la seguridad y calidad del servicio de suministro y a los objetivos medioambientales.

Fernando Maestre Miranda

The Modern Spanish Economy. Transformation and Integration into Europe

Keith Salmon

Pinter Publishers 1991

El libro recientemente publicado por el profesor Keith Salmon (*The Modern Spanish Economy. Transformation and Integration into Europe*. Pinter Publishers 1991) tiene, en mi opinión, una virtud fundamental: la de integrar el análisis de los problemas estructurales de la economía española con el estudio de su evolución reciente y de las perspectivas e incertidumbres que se le abren dado el proceso de creación del Mercado Único Europeo. El trabajo se lleva a cabo desde una perspectiva global, ya que se consideran tanto los aspectos estrictamente económicos como los de carácter político, social y empresarial. En este sentido, estamos ante un libro que ofrece una visión de la economía española alternativa a las fuentes clásicas de consulta. Se trata de una aproximación de tipo sectorial, ampliamente documentada con las más recientes referencias estadísticas y bibliográficas. El trabajo se centra fundamentalmente en el análisis de los grandes cambios que han tenido lugar tras los procesos de reestructuración del sistema productivo y de transformación política y económica en parte forzados por la integración en Europa.

En el primer capítulo se realiza una breve revisión de los principales acontecimientos políticos y económicos de los últimos años. Se destaca la permanencia de algunas consecuencias de antiguas prácticas autárquicas y proteccionistas, como son la atomización y la fragmentación de la producción, así como la rigidez de ciertas estructuras sociales ante los procesos de cambio. A pesar de ello, la

reestructuración ha tenido lugar en un contexto de liberalización, creciente flexibilidad e internacionalización. Se incluyen referencias al tema de recursos humanos, formación y desempleo, pero la cuestión dominante es la internacionalización, con la integración de las empresas españolas en el espacio corporativo de las compañías multinacionales y las recientes inversiones de las empresas españolas en el exterior. En el capítulo segundo se examina el proceso de reestructuración del sector público. Particular atención se dedica a la evolución de la empresa pública, contemplándose su reestructuración en subholdings, las fusiones, las inversiones selectivas y los procesos de desinversión, desregulación y, especialmente, privatización. Precisamente en lo referente a la privatización se ofrece un análisis actualizado y objetivo, ya que se presenta una información estadística difícil de encontrar en otras publicaciones. El grueso de la publicación se centra en el estudio de la reestructuración experimentada por los distintos sectores. En el caso del sector agrario se destacan las notables consecuencias sobre el empleo de la adaptación radical a la PAC, mientras que en la minería el cuadro dominante es la permanencia del declive. En el caso de la energía se destaca la profunda reorganización del sector y el marcado desplazamiento desde el petróleo hacia el gas natural y la energía nuclear, aunque todavía el futuro de esta última está por resolver. Persisten importantes incógnitas en relación con la competitividad manufacturera del país, a pesar del

éxito en la captación de nuevas inversiones (montaje de automóviles y químicas, por ejemplo). Dentro del análisis presentado de la situación de la industria española, cabe señalar que el sector de la construcción no recibe un tratamiento suficiente, especialmente si tenemos en cuenta su carácter de sector refugio de la mano de obra excedente de la agricultura, así como su papel de actividad «locomotora» en la segunda parte de la década de los ochenta. Por lo que respecta a los servicios, se señala que son la actividad que ocupa un mayor porcentaje de la población activa española, por lo que la necesidad de reestructuraciones adicionales, si se pretende ser competitivos en el contexto del Mercado Único Europeo, es un factor clave al que se le debería prestar atención suficiente. El turismo, dada su importancia en la economía española, es considerado un capítulo aparte. A diferencia del resto de la economía, en el turismo siempre existió una fuerte presencia de capital internacional. El resultado ha sido un mercado dominado por grandes compañías extranjeras y bajos precios. Al hilo de este análisis, el autor formula una reflexión final bastante preocupante sobre el futuro de la economía española: el riesgo de que lo ocurrido al sector turismo, que ha quedado dominado por grandes compañías extranjeras y caracterizado por bajos precios y escasa calidad, sea el camino a seguir en el futuro por el resto del sistema productivo español. Riesgo al que las autoridades económicas no se han mostrado muy sensibles en el pasado inmediato, pues en caso contrario hubieran mostrado un

mayor interés por el sector real de la economía y por los aspectos «micro», en la línea del enfoque seguido en este libro.

Francisco Mochón



Mercados financieros: evolución y tendencias

Carlos Contreras (dir.)

Corporación Financiera Caja de Madrid,
Madrid, 1991, 250 págs.

El ejercicio de 1990 y el primer semestre de 1991 se han configurado como un período particularmente apasionante dentro de la reciente historia financiera. No obstante, el balance del año 1990 no podría ser más decepcionante, si tenemos en cuenta las expectativas que había generado. La euforia por la caída de los regímenes del Este y el «dividendo de la paz» se había convertido siete meses más tarde en una sacudida de los mercados bursátiles, la subida vertiginosa de los precios del petróleo, la amenaza de guerra y el comienzo de la recesión norteamericana. Así, en medio de las tensiones provocadas por la crisis bélica, los tres colosos de la economía mundial experimentaban dificultades crecientes.

El rápido final de la Guerra del Golfo puso de manifiesto los problemas que ya existían larvados a final de la década de los 80.

Los acontecimientos que han tenido lugar en los mercados financieros en este período han reflejado la creciente volatilidad en la formación de expectativas y el estadio alcanzado en el proceso de internacionalización financiera. Entre los principales hechos ocurridos en el último ejercicio destacaron:

- el agravamiento de la crisis del sistema bancario estadounidense;
- la interrupción en la continua expansión que venían registrando los flujos de nueva financiación en los mercados primarios de capitales;
- el tercer «crack» importante en los mercados bursátiles internacionales desde 1987;
- el final de una época caracterizada por la proliferación de compras superapalancadas; y,

- el proceso de feroz competencia en los mercados derivados (futuros y opciones). En el apartado económico nacional, el efecto psicológico de la crisis de oferta contribuyó a moderar el ritmo de crecimiento económico, todavía situado en niveles elevados a pesar de la aplicación de un intenso control monetario reflejado en las restricciones crediticias y altos tipos de interés.

Entre las perspectivas de la economía española, los retos pendientes de la integración europea y la convergencia hacia los estándares comunitarios configuran un panorama lleno de incertidumbres. En este marco, se analiza la sostenibilidad futura de nuestro déficit exterior en el marco de la actual bonanza de la balanza de capitales y la acumulación de reservas de divisas.

Las incidencias del proceso de reformas del sistema fiscal español plantean interrogantes sobre uno de los principales retos de la política económica de los noventa; el ahorro. A su vez, la creciente inestabilidad de la demanda de liquidez, en consonancia con la evolución de los agregados monetarios en otros países, así como el proceso de Unión Monetaria Europea, obligan a una reformulación de la política monetaria.

En el ámbito financiero se analizan las repercusiones internacionales sobre los mercados bursátiles nacionales así como el comportamiento de los mercados de renta fija privada, deuda pública y los nuevos productos surgidos en los mercados derivados.

El desarrollo de algunos de estos temas y otros más aparecen

analizados en este segundo informe anual, elaborado por la Corporación Financiera Caja de Madrid, dirigido a profesionales y estudiantes que buscan la interpretación de lo que ocurre en nuestro país en el marco de la economía mundial.



Presentación y análisis de los estados contables

Tomás Miguel Pizarro Montero
y José Luis Alonso López
Ediciones Ciencias Sociales,
Madrid, 1991, 605 págs

Los estudiantes de Económicas están de suerte porque ha salido un manual para preparar la asignatura de «Análisis Contable», adaptado al nuevo Plan General de Contabilidad de 1990.

Los profesores Pizarro Montero y Alonso López han reunido 20 ejercicios para enseñar la preparación, presentación y análisis de los estados contables, de una parte, y la aplicación de la contabilidad de excedentes como instrumento de gestión, de otra parte.

El manual se inicia con la elaboración de los estados exigidos por la nueva legislación societaria: el Balance, la Cuenta de Pérdidas y Ganancias y la Memoria. En el capítulo segundo se aborda la confección del Estado de Origen y Aplicación de Fondos, o Cuadro de Financiación en la terminología del reciente Plan General de Contabilidad, que de acuerdo con el artículo 200 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas habrá de figurar en la Memoria.

El estado de flujos de tesorería y los estados contables consolidados son las cuestiones examinadas en los capítulos tercero y cuarto. El capítulo siguiente detalla la determinación del Cash-flow o diferencia entre los flujos de entrada de efectivo y los flujos de salida de caja, así como la previsión de las necesidades de liquidez o confección del presupuesto de tesorería.

Después de haber explicado la forma correcta de realizar los estados contables, los autores del manual se centran en su análisis. Comenzando con el análisis de la estructura patrimonial de la empresa, se describen posteriormente los ratios

de financiación a corto plazo, para continuar con el análisis económico y el estudio de las rentabilidades, sin olvidar el cálculo del coste de capital, la autofinanciación y la amortización. El análisis por descomposición o técnica estadística utilizada para conocer en profundidad las integrantes y cambios que ha experimentado la empresa como ente en continua evolución, forma parte del conjunto de instrumentos que nos brindan los profesores Pizarro y Alonso para analizar la información aportada por la contabilidad, finalizando con la conveniente comparación entre la rentabilidad económica y la financiera.

La contabilidad de Excedentes o «surplus» constituye un valioso complemento de la contabilidad tradicional que mide y valora la eficacia de los factores de producción. En el manual de referencia se expone desde el fundamento metodológico de la contabilidad de excedentes, a los resultados que se obtienen, apuntándose también las dificultades en su aplicación metodológica.

En el apéndice del libro se explica la importancia de la Central de Balances del Banco de España en la realización y difusión de estudios económicos y financieros, comentándose su operativa y el acceso de los usuarios a la información obtenida por la Central, así como su relación con las centrales de balances de la CEE y los organismos internacionales. Una enumeración de las publicaciones de la Central de Balances pone fin al apéndice dedicado a esta entidad.

C.H.G.



Cómo negociar con ventaja

Bill Scott

Colección Exitó, Editorial Paraninfo,
Madrid 1991, 205 págs.

Dentro de la «Colección Exitó», que recientemente ha lanzado la editorial Paraninfo dedicada al amplio y difícil mundo empresarial, acaba de aparecer un sugerente y actual título: «Cómo negociar con ventaja». Posiblemente se haya preguntado en alguna ocasión si esos hábiles negociadores a los que admira, critica o simplemente observa, poseen esas cualidades de forma innata o si, por el contrario, han sido entrenados en esas difíciles destrezas de la negociación. Después de leer este libro, el lector experto en los temas de negociación encontrará estructurado su trabajo diario de una forma clara y concisa; mientras que al otro tipo de lector, inexperto en estas materias, le ayudará a comprender y adquirir las pautas que se establecen en toda negociación.

El libro es eminentemente práctico, la información recopilada en estas páginas es el resultado de la experiencia de más de cuatrocientos profesionales, expertos en negociación y pertenecientes a una amplia variedad de áreas comerciales.

El libro está dividido en tres partes y desglosado en capítulos que se cierran con un breve resumen guía de las ideas expuestas. En los primeros siete capítulos, «Hacia el acuerdo», se van presentando las técnicas creativas y de comunicación efectiva, que culminan con un objetivo común: el consenso entre ambas partes.

En el segundo bloque, «A nuestro favor», ya no nos interesa cómo llegar a un consenso, sino la forma de partir de una posición provechosa, ganar la batalla de los negocios.



El arte de cerrar un trato

James J. Pickens

Ediciones Grijalbo S.A.,
Barcelona, 1990, 394 págs

En estos capítulos se muestra cómo obtener esa ventaja que deseamos, pero teniendo siempre en cuenta que la otra parte también debe obtener satisfacción mediante algunas concesiones.

En la tercera y última parte, «Hacia la maestría», lo principal ya no es la estrategia desplegada en cada tipo de negociación, sino las técnicas concretas que facilitan el trabajo en equipo; del mismo modo, un buen negociador no sólo debe usar acertadamente este abanico de estrategias dentro de su entorno; por el contrario, debe ampliar su campo de conocimientos, primero, y luego, de acción a otros países y culturas con los cuales tal vez tenga que establecer relaciones en un futuro no muy lejano.

En estos capítulos finales, el autor nos presenta diferentes estilos de negociadores dependiendo de su país de origen; el influyente y habilidoso americano; el cualificado alemán; la firmeza del francés, etc., destacando sus virtudes y características principales en el desarrollo de los procesos negociadores.

Cuando el lector finalice la lectura de este libro, habrá comprendido y aprendido cómo negociar sacando siempre un beneficio; porque, como dice el refrán, «el que da primero, da dos veces».

L. M. M.

James J. Pickens, empresario inmobiliario, presidente de la Duron Corporation, transcribe en el libro *El arte de cerrar un trato* su experiencia en el área de ventas, así como las enseñanzas y consejos de su buen amigo Sam Johnson, con el fin de ayudar a los profesionales dedicados a esta actividad a aumentar sus ventas definitivas.

La obra de Pickens está considerada como la «biblia del vendedor», lo que garantiza su calidad y prueba la efectividad de su contenido.

A lo largo de sus 11 capítulos se muestran las mejores tácticas, técnicas y trucos para concluir con éxito las operaciones de venta, profundizándose también en el conocimiento del comportamiento humano, como formación básica que todo buen vendedor debe poseer. Comenzando con las clases de vendedores: «liebre», «tortuga», «positivo», «negativo», «alegre», «mago», «juerguista», «psicológico/metódico», «ostentoso» y «universitario», se aborda posteriormente las actitudes del vendedor, siendo la figura del cliente la protagonista de los capítulos tercero y cuarto, perfilándose en el primero su tipología según los criterios de: nivel de dificultad para rematar un trato, edad, etnia y profesión, y ahondándose en sus actitudes hacia el vendedor y hacia el mismo en el segundo.

La guerra psicológica utilizada por el vendedor para cerrar una venta es el asunto central del capítulo quinto, y la estrategia que debe seguir el vendedor respectivamente durante el primer contacto con el cliente, la presentación del producto y el remate de un trato, los temas de los cuatro capítulos siguientes.

Y para concluir el libro, Pickens describe las 25 mejores técnicas para vender, y responde a las 15 objeciones más usuales del cliente.

C.H.G.



La ruta de la energía

Josep Puig
Joaquim Corominas
Editorial Anthropos,
Barcelona, 1990, 475 págs.

La energía ha salido de las aulas y de los círculos de especialistas y técnicos, para tener un tratamiento cotidiano por la opinión pública. Cada vez más, los temas relacionados con la energía tienen eco en amplios sectores de la población, al ser vistos como condicionantes del modelo de sociedad del futuro.

La ruta de la energía presenta una aproximación a la realidad energética, con un enfoque crítico y desde diversas perspectivas interrelacionadas. La obra trata cada una de las fuentes de energía dentro del contexto general de las mismas y de las implicaciones que comporta su utilización. Se abordan, pues, los aspectos económicos, históricos, sociales, geopolíticos y, fundamentalmente medioambientales, de los sistemas de aprovechamiento energético. Asimismo, se exponen los problemas y las equivalencias e interacciones de las distintas partes que forman la compleja estructura energética industrial.

Han pasado más de tres lustros desde que se aprobó en el Parlamento del Estado español el Plan Energético Nacional (PEN) de 1975, que constituyó el primer intento importante de planificar el desarrollo de este sector estratégico. Han transcurrido, también, más de quince años de las múltiples críticas de base ecologista que, en muchos casos, han resultado más acertadas que las previsiones y discursos oficialistas de gobiernos y compañías eléctricas.

Este libro sobre la cuestión energética cobra especial interés en estos momentos en los que tenemos en puertas la presentación por el

Gobierno del nuevo PEN y su posterior discusión en la sociedad. Los autores han concebido el libro como un complemento para expertos en la materia, y como referencia obligada para la mayoría de los lectores interesados en el tema. Se ha preferido reproducir extractos de publicaciones aparecidos en la prensa a partir de 1973, que contienen información, críticas y alternativas y suponen párrafos ya históricos, antes de exponer datos o propuestas como si fueran elaborados por los propios autores. Puig y Corominas son ingenieros industriales, profesores de recursos energéticos en la Universidad Autónoma de Barcelona y organizadores de las «Conferencias catalanas para un futuro no nuclear».

L.M.S.S.

Colaboran en esta Sección:

*Carmen Higuera Gila
Lourdes Maestre Miranda
Luis Miguel Sánchez Seseña*