

# La Privatización de Empresas y el Rol del Mercado de Valores \*

## INTRODUCCION

En los últimos años el mundo ha sido testigo de diversos procesos de privatización de empresas estatales, que surgieron como una necesidad de cambio en la estructura empresarial. Estos procesos se iniciaron en países de economías más desarrolladas como Inglaterra, España y Francia, extendiéndose luego a países de economías en vías de desarrollo como México, Brasil, Argentina y Chile.

Este artículo trata sobre uno de los aspectos más importantes de los procesos de privatización, tema que ha cobrado singular relevancia en muchos países en vías de desarrollo, trayendo consigo la esperanza de que al transferir propiedades del sector público al sector privado, la gestión empresarial sea más exitosa, generando producción, empleo y mayor bienestar a la sociedad como un todo.

Deseamos destacar la trascendencia que toma la apertura de los capitales de las empresas, por la confianza que inspira todo mercado libre y competitivo, al asignar de manera racional los recursos de capital y de trabajo.

Nos parece oportuno el hacer una reflexión en cuanto al papel del sector público y el rol del sector privado, para contribuir a poner en claro las reglas de juego que se impondrán en los próximos años.

Con la participación de los mecanismos bursátiles, se puede obtener uno de los elementos más delicados del proceso: el "valor" de la empresa, determinado por el "precio de mercado".

El concepto de "privatización" es complejo. No puede definirse sólo como la transferencia de activos del sector público al sector privado, o como una técnica de ajuste del tamaño del sector público.

El concepto puede ser definido de dos maneras: una técnico-económica y otra político-ideológica. La primera supone la transferencia de la producción de bienes y servicios del sector público al sector privado en búsqueda de mayor eficiencia impuesta por la competencia y el claro objetivo de obtener un beneficio económico. El enfoque político-ideológico, supone un rol del Estado que garantice la adecuada prestación de servicios y producción de bienes, para lo cual racionaliza y readecúa las estructuras económicas existentes a una nueva estrategia de desarrollo, basada en una economía con libre iniciativa privada.

Dentro del contexto de la política delineada por la nueva administración del Gobierno Peruano, resulta imprescindible llevar adelante un proceso de reestructuración del Estado, no sólo por razones de déficit fiscal, sino para crear bases sólidas de desarrollo y una apertura hacia el mercado como regulador de los fenómenos económicos a través de sus fuerzas de oferta y demanda.

A la vista de las experiencias de otros países, se constata que casi todos los procesos de privatización prestan especial atención a la "difusión de la propiedad" y a la participación del Mercado de Valores.

En ese sentido, es importante la participación de la Bolsa de Valores de Lima: la difusión de la propiedad garantiza la irreversibilidad del proceso, lo que está en relación directa con un mayor valor para las acciones de la empresa.

Ambos enfoques implican un proceso de adecuación de la economía hacia la "desregulación", a fin de desactivar la gran cantidad de obstáculos que las políticas estatistas han construido a través del tiempo.

Puede afirmarse que ni la propiedad privada, ni la estatal, son "buenas" o "malas"; ello depende de las

\* Elaborado por la oficina de Asesoría Legal de la Bolsa de Valores de Lima.

reglas de juego que se establezcan. El esquema de propiedad privada es eficiente sólo si opera en un contexto competitivo. Por ello antes de implementar una estrategia de privatizaciones, es necesario liberalizar la economía.

Las ineficiencias de un aparato estatal sobredimensionado han significado, para el país, graves problemas por la generación del déficit fiscal que, a su vez, ha sido causa del proceso hiperinflacionario y ha originado una pésima prestación de servicios básicos, generación artificial de puestos de trabajo, e inclusive serios problemas de corrupción por convertirse las empresas públicas en núcleos de poder en favor de ciertos grupos sociales, económicos y laborales.

La privatización más que un "fin", resulta ser un "medio" para alcanzar una estructura de funcionamiento en la sociedad regida por la libre iniciativa, ubicándose el Estado como un gran supervisor que participa neutralizando distorsiones en los mercados y garantizando la redistribución de la riqueza que se haya podido generar.

También existen opiniones de que "toda actividad" es factible de ser privatizada. Puede haber oposición cuando se trata de las empresas denominadas "estratégicas". Sin embargo, según avance el proceso y de acuerdo a la aceptación pública que se logre, a veces, conviene postergar la enajenación, mientras que en otros casos conviene apresurar la venta.

#### **DEFINICION DE LOS OBJETIVOS**

Los objetivos que orientan los procesos de privatización de empresas del sector público, pueden enumerarse como siguen:

- a) Disminuir el déficit fiscal.
- b) Mejorar la eficiencia de la unidad empresarial.
- c) Por ideología.
- d) Redistribuir la propiedad y el ingreso.
- e) Desarrollar el mercado de capitales.
- f) Aumentar la competencia.
- g) Aumentar la inversión.
- h) Expandir y modernizar empresas mediante aumentos de capital.
- i) Otros.

El éxito de los programas de privatización depende de la adecuada identificación de los objetivos reales, lo que suele representar una de las primeras dificultades para llevar adelante el proceso con decisión y entereza.

#### **EL PROCESO DE PRIVATIZACION**

Depende de la realidad de cada país, y de los objetivos trazados, la determinación de una estrategia general de privatización. Pero, básicamente se tendrán que observar las siguientes etapas:

### **I. El Anuncio de la Privatización**

Por lo general hay dos posibilidades bien definidas: el anuncio de un amplio programa (por ejemplo, coincidente con un cambio de conducción política y económica); y, los anuncios caso por caso.

La primera modalidad, hace mucho más transparente el proceso y tiene la desventaja de permitir a la "oposición", que se organice y pueda obstaculizar las primeras decisiones.

Antes de anunciar la privatización de una empresa se debe contar con una clara definición de aspectos para su ejecución, por ejemplo: objetivos, cronograma y programación ("timing"), modos de financiamiento, tratamiento a inversionistas extranjeros, situación de accionistas minoritarios, valoración, "prospecto de venta", detalles de preparación de la empresa (legal, la inscripción en Bolsa, etc.), así como un análisis de la situación financiera, tributaria y legal.

### **II. La Organización Ejecutiva**

Puede optarse por nombrar un "comité permanente de privatización", conformado por técnicos de primer nivel, con acceso directo a los más altos niveles de decisión política.

Resulta conveniente "privatizar la privatización" evitando crear organismos estatales a encargarse del proceso. A veces es más efectivo que el Comité forme un "staff", tanto de consultores, bancos de inversión y valuadores.

También se puede encargar la privatización a cada ministerio, o crear un "holding" bajo la forma de Sociedad Anónima que detente la propiedad de otras empresas de las que se deberá ir desprendiendo. Asimismo, se puede crear una unidad "ad hoc" al interior de la empresa a privatizarse.

### **III. Selección de Empresas**

Dentro de la estrategia de privatización, resulta conveniente seleccionar empresas que no generen resistencia, sea por la evidencia de la incompatibilidad de su giro con el interés público, como por su dimensión y saneamiento económico-financiero y legal. Debe tenerse en cuenta la capacidad de absorción que pueda tener la inversión privada tanto nacional como extranjera, así como el nivel de desarrollo del mercado de capitales.

En algunos casos, se suele dejar a un segundo momento la privatización de empresas que detentan "monopolios naturales" (servicio de agua y electricidad, por ejemplo), para tener el tiempo suficiente para su saneamiento y para preparar la nueva regulación de su actividad.

#### IV. Guías de Procedimientos de Privatización

Si bien resulta complicado estandarizar los procedimientos de privatizaciones que se pueden aplicar conjunta o aisladamente a cada empresa, vale la pena hacer el esfuerzo de determinar una "Guía General de Privatización" que asegure estándares mínimos a lograr.

Estas Guías además permiten participar en igualdad de condiciones a los interesados y un manejo adecuado del procedimiento de venta, permitiendo una mayor recaudación para el Estado.

Elas deben atender aspectos como: el rol de los diversos organismos que participan, los métodos de privatización permitidos, la reglamentación de las subastas bursátiles, pautas para otorgar créditos, pautas para la preparación de empresas a vender y otros aspectos similares (dicha preparación considera su evaluación legal, administrativa, laboral, financiera, etc.) así como calificaciones mínimas para inversionistas nacionales y extranjeros.

Adicionalmente debe contener: la definición del rol de los Asesores e Intermediarios bursátiles, criterios para prever niveles de concentración de la propiedad, posibilidades de otorgamiento de créditos con garantías y el tratamiento de incentivos especiales.

#### EL MERCADO DE VALORES

Uno de los objetivos principales que anima un proceso privatizador es la difusión de la propiedad, vendiendo las acciones de empresas estatales a un gran número de personas, siendo uno de los aspectos más delicados de la venta, el precio al que se debe realizar.

En ambos aspectos, cumple un rol fundamental el Mercado de Valores en general, y el Mercado Bursátil en particular. Agregando el factor "transparencia" al proceso, surge la necesidad de utilizar los mecanismos de mercado de las Bolsas para concretar privatizaciones, más aún si se quiere "competir" en el mercado internacional de inversiones.

La transparencia en la negociación, las reglas a las que ésta debe sujetarse, y la concentración de la totalidad de oferta y demanda existente, además de la objetividad con que se lleva el proceso, permiten afirmar ese principio.

El Mercado Bursátil cumple su papel formador de precios, mediante diversos métodos, que van desde la venta ordinaria en el mercado, el Remate Público de grandes paquetes, la colocación continua, etc.

Una venta abierta plenamente a todo tipo de inversionista -Oferta Pública- se concreta de manera natural en este mercado; al igual que una venta

directa a cierto tipo de inversionistas previamente calificados puede concretarse, mediante una "competencia" de precio de manera transparente, con los mecanismos que suelen ofrecer las Bolsas.

Para poder contar con una efectiva participación del Mercado de Valores es necesario implementar políticas que permitan su crecimiento y desarrollo, como:

- modernización del mercado de valores
- medidas que incentiven la demanda de títulos, por ejemplo, creación de Fondos de Pensiones.
- desarrollo de la Banca de Inversión, que ha de contar con áreas especializadas en servicios de privatizaciones. La presencia de estas instituciones tiene el efecto adicional de propiciar un contacto más fluido con potenciales inversionistas internacionales.
- eventualmente, un régimen temporal especial que haga atractiva la "apertura del capital" de las empresas.

#### MÉTODOS DE PRIVATIZACIÓN

Existen diversas modalidades de ejecutar transferencias de empresas al sector privado. Ellas dependen de los objetivos que se pretenden alcanzar, tanto a nivel general del proceso, como en el caso particular de una empresa; así como de la peculiaridades de la empresa a privatizar. Así, no se puede afirmar que determinado método es más efectivo que otro; sino por el contrario, gran parte del éxito de un proceso privatizador depende de la adecuada elección del método o combinación de métodos.

Los métodos más usuales han sido: oferta pública (doméstica o internacional), venta por bloques, venta a los empleados, donaciones, conversión de deuda por inversión, venta de participaciones indirectas, entre otros.

No puede afirmarse que un método eficiente en un tipo de realidad lo sea necesariamente en otra. Es preferible usar un método que despierte una reacción lo menos contraria posible en la opinión pública, aunque no parezca ser el más apropiado para la recaudación fiscal.

Cuando se genera un fuerte rechazo, se afecta el precio de venta, por el peligro de futuras re-estatizaciones. Puede ser el caso de ventas de grandes paquetes a inversionistas extranjeros o grupos económicos (en mercados de capitales de escaso desarrollo como el peruano, las ventas externas suelen ser una buena alternativa para procesos de gran envergadura).

#### LA VALORIZACIÓN DE LA EMPRESA

En la privatización, el tema de la valorización reviste fundamental importancia, por las implicancias

derivadas del precio al que finalmente se vende una acción.

Como en todo mercado, cada inversionista tiene una idea del valor de la empresa. En ello participan diversidad de elementos tanto de orden económico-financiero, como factores colaterales en función al perfil de cada inversionista.

La tasa de descuento que utilizará cada inversionista puede ser diferente, siendo difícil la determinación de una tasa de descuento para el Estado.

La valoración permite al órgano privatizador contar con una referencia inicial que también neutralice intereses políticos de la oposición. En este tema hay opiniones de que la valorización por parte del Estado no es necesaria, pues será el mercado quien finalmente brinde la "auténtica valoración".

Se suele contar con, por lo menos, tres valuaciones referenciales efectuadas por diversos organismos (por ejemplo: el Estado, la propia empresa, y un organismo técnico).

Entre los métodos para valorizar empresas se encuentran los siguientes:

- **De Costo de Reposición.**- Determina el valor de reponer una empresa desde el punto de vista de los

activos (se puede calcular la "reproducción" y la "reposición").

- **La Comparación con el Mercado.**- Determina el valor de una empresa mediante el análisis comparativo de empresas "similares" evaluando precios, ventas, costos, tecnologías, etc., ajustando las diferencias. Se consideran premios por participación mayoritaria o "prima de control" en otras compañías, o "castigos" por participaciones minoritarias.

- **De Ingresos Descontados.**- Se estiman los flujos de caja de los beneficios esperados a un valor presente dada una "tasa de descuento" determinada, considerando un escenario de supuestos. Esto resulta aplicable para empresas que mantienen un nivel importante de actividad.

Es importante considerar la "dimensión política del avalúo". Así, el proceso debe ser transparente y gozar de credibilidad. En muchos casos, es conveniente "sanear" la empresa antes de efectuar el avalúo para la venta. Así, resulta beneficioso asumir un costo adicional presente que será recuperado por una mejor valorización.

Finalmente, hay que considerar que en todo proceso de privatización, lo más importante no es el precio que se obtenga en la transacción de venta; sino el retorno que obtiene la economía como un todo en el mediano y largo plazo.