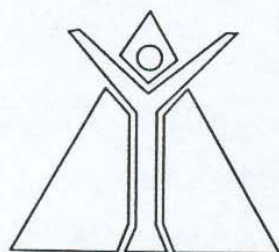


CRITERIOS PARA EVALUAR UN PROCESO DE PRIVATIZACIONES

E 18



SEPTIEMBRE 1991

INSTITUTO LIBERTAD Y DESARROLLO

CRITERIOS PARA EVALUAR UN PROCESO DE PRIVATIZACIONES

El presente estudio evalúa el proceso de privatizaciones llevado a cabo en Chile durante la segunda mitad de la década de los '80. El énfasis del trabajo se sitúa en el tema de los precios de venta, sus condiciones y los efectos que las privatizaciones tienen en cualquier economía.

En tanto la principal crítica que se hizo al proceso realizado en el país se basa en las conclusiones que entrega el concepto contable de valor libro, el primer capítulo de este trabajo analiza la diferencia entre el valor económico y el valor contable de una empresa. Se demuestra que el verdadero valor de una unidad económica no está dado por el valor libro, por lo cual éste no es el parámetro a considerar cuando se evalúa un proceso de privatizaciones.

A continuación se analizan las condiciones en que se efectuaron las privatizaciones, destacando el efecto que tuvieron sobre el valor comercial de las empresas públicas los malos resultados que mostraron hasta antes de la década de los '80.

Finalmente, el análisis se centra en torno a las ventajas que acarreó para el Fisco y para el país como un todo, el programa de privatización de empresas públicas.

I. INTRODUCCION

El presente trabajo evalúa el proceso de privatizaciones realizado en el país en la segunda mitad de la década de 1980. El énfasis del trabajo se realiza en el tema de los precios de venta, las condiciones de ellas y los efectos que las privatizaciones tienen en una economía.

El primer capítulo se elabora en torno a la diferencia entre el valor económico y el valor contable de una empresa. Ello por cuanto la crítica central al proceso de privatizaciones realizado en el país se basa en las conclusiones que entrega el concepto contable de valor libro. El trabajo muestra por qué el verdadero valor de una empresa no está dado por el valor libro y por lo tanto, éste no es el parámetro a considerar cuando se evalúa un proceso de privatizaciones. En el caso de nuestro país, el concepto de valor libro es aún más irrelevante, ya que debido a los significativos cambios que ha experimentado la economía chilena en las últimas décadas, cualquier criterio basado en antecedentes históricos -como es el caso del valor libro- pierde significación. Sólo a manera de ejemplo, se presentan antecedentes numéricos que son muy ilustrativos-. Así, por ejemplo, al observar lo que sucede en el mundo se puede constatar que en 1990 la relación valor bolsa/valor libro de las empresas que se transaron en Nueva Zelanda fue de 0,93 y en España fue de 0,84 lo cual no significa que los vendedores tuvieron pérdidas. En Chile históricamente, la inflación, las exenciones tributarias para las empresas estatales y los mecanismos tarifarios indujeron a que el valor libro de las empresas estatales estuviera más alejado del verdadero valor de ellas.

Posteriormente se aborda el tema de las condiciones en que se llevaron a cabo las privatizaciones. Se menciona el efecto que en el valor comercial tienen los malos resultados que las empresas públicas mostraron hasta antes de la década del 80. Asimismo, se analiza la privatización realizada en la segunda mitad de la década pasada. Al respecto, se muestra cómo el mayor porcentaje de acciones se vendió en la segunda mitad del período (70%) que fue cuando las condiciones de precio eran más favorables.

Finalmente, se aborda el tema de las privatizaciones desde el ángulo

del interés fiscal y el del país. En esta sección se señala que para analizar el efecto de las privatizaciones en el Fisco hay que incluir los ingresos por venta, más el incremento en la recaudación tributaria, restando los dividendos que se dejan de percibir. Así, por ejemplo, sólo por concepto de mayores recursos tributarios el Fisco percibirá el equivalente a un 4% del PGB. Los estudios muestran que en el total el patrimonio fiscal subió gracias a las privatizaciones. Ahora bien, además, el país como un todo percibe otros beneficios producto de la privatización. EL empleo de las empresas vendidas al sector privado aumentó en 5.800 personas; la inversión también creció; el número de accionistas subió en 200.000. etc.

1.- Valor Económico y Valor Contable

La decisión que prima en la adquisición de una empresa está vinculada con la capacidad de ésta para generar, en el lapso de su vida útil, un flujo de ingresos netos mayor que el destinado a su adquisición. Es por esta razón que las metodologías de valoración adecuadas para medir este diferencial necesariamente deben centrar la atención en el potencial de ingresos susceptibles de ser logrados por la empresa cuya decisión de compra es materia de estudio.

Erróneamente se piensa que el valor de adquisición de una empresa debe estar dado por su valor libro (o contable), el que generalmente se obtiene a través de los valores históricos a los cuales fueron adquiridos los activos y pasivos, actualizado por algún indicador de evolución de precios.

Existen numerosas razones ampliamente conocidas en el ámbito de los negocios, esferas académicas y por las personas familiarizadas con conceptos económicos, que indican que el valor contable de una empresa no constituye un método de valoración correcto.

Sin duda destacan entre ellas la exclusión que hace la metodología contable de las perspectivas económicas de una empresa, aspecto esencial y determinante en el área empresarial. El método señalado no captura el flujo de utilidades (o pérdidas) que las empresas pueden generar a futuro, ni su respectiva probabilidad de ocurrencia, en consecuencia, no es posible evaluar si la adquisición de éstas resulta o no conveniente.

Es así como considerando exclusivamente la valoración contable no se podría, por ejemplo, preferir la adquisición de una empresa cuyo giro sea la reproducción de música en cassettes, en relación a otra que esté orientada a la producción de discos, toda vez que eventualmente los valores contables

de activos y pasivos de ambas empresas pueden ser similares en algún momento del tiempo; ello debido a que el método contable no registra el evento de que la primera empresa actualmente enfrenta una demanda en declinación, a diferencia de la otra cuya demanda está en una fase ascendente ¹.

Demás está decir, que si el método contable no discrimina entre empresas con o sin perspectivas económicas, tampoco diferencia entre las que tienen un mayor o menor riesgo, derivado de sus características operativas y financieras.

Además, éste método no permite optar entre empresas que a pesar de ser comparables en términos de riesgo y de monto absoluto de ingresos generados resultan más atractivos en virtud de que producen flujos de ingresos netos con mayor antelación a otras, lo cual implica que éstos a su vez están en condiciones de generar nuevos retornos en ésta u otra actividad.

Lo anterior ilustra por qué el valor libro no es un método útil en la adopción y priorización de decisiones de compra de unidades cuya naturaleza es la generación de resultados a futuro.

La concepción de que una empresa debe venderse necesariamente a un valor igual o superior a su valor libro, surge del supuesto de que éste representa el verdadero valor de mercado de sus activos y pasivos.

Aún cuando teóricamente las metodologías contables intentan reflejar los auténticos valores de mercado, en la realidad es muy difícil que ello se logre debido a la práctica común de usar como indicadores de valor de mercado, el precio al cual los bienes fueron adquiridos, reajustado según el Índice General de Precios al Consumidor (IPC); y ello, entre otras razones, por las dificultades que en muchos casos existen, para obtener el valor de mercado de bienes que ya no se transan por estar tecnológicamente obsoletos, por no tener usos alternativos en otras industrias. etc.

Es de conocimiento general que todo proceso inflacionario, aparte de generar alzas en el nivel de precios, produce cambios en los precios relativos de cada uno de los bienes. En consecuencia, desde el momento en que los activos de una empresa se reajustan conforme a la evolución de un índice de

¹. Los conocedores de la evolución de la industria salitrera del país, recordarán, que por varias décadas no hubo ningún inversionista dispuesto a pagar el valor libro (y ningún otro) por las plantas salitreras después de la introducción a los mercados del salitre sintético. Ello obviamente debido a que las perspectivas económicas para el salitre natural no eran promisorias

precios al consumidor se están incorporando importantes distorsiones, ya que no necesariamente el precio de cada una de las maquinarias, equipos, terrenos, etc. asociados a las distintas industrias sube necesariamente en el mismo monto que lo hicieron los bienes de consumo considerados en el cálculo del indicador señalado.

En economías que han experimentado importantes cambios, como la chilena, en términos de apertura comercial y de adaptación a nuevas tecnologías, el grado de distorsión mencionado es aún mayor, toda vez que la baja de aranceles, la eliminación de restricciones a las importaciones, y el establecimiento de un tipo de cambio real, permitió un descenso relativo en el precio de los bienes importados.

De lo anterior, surgen dos conclusiones importantes. La primera de ellas es que los valores económicos y contables no son comparables por ser conceptos diferentes. La segunda se refiere a que el valor libro de una empresa no necesariamente es un adecuado indicador del valor de mercado del conjunto de activos y pasivos de ésta, debido a las deficiencias que las prácticas contables tienen en la cuantificación de los valores reales de una parte apreciable de los activos fijos e intangibles.

Aparte de que no existen razones conceptuales para esperar una coincidencia entre los valores libro y económicos, existe suficiente evidencia a nivel mundial que ratifica este hecho.

Es así como para el mes de septiembre del año 1990, se observa que la relación valor bolsa/valor libro de las empresas que transan públicamente sus acciones en Nueva Zelandia, Finlandia y España fue de 0,93; 0,70 y 0,84; respectivamente; esto de ninguna manera puede interpretarse como que los inversionistas que colocan tales títulos accionarios estén experimentando pérdidas económicas en sus transacciones. Por otra parte, para esta misma fecha, se observa que en Estados Unidos, esta relación alcanza a 1,77 y en Malasia y Singapur a 1,52. De esto tampoco puede inferirse que los vendedores de estos títulos por este solo hecho, estén experimentando ganancias económicas extraordinarias.

Lógicamente, tampoco puede concluirse que los compradores de acciones en España, Finlandia y Nueva Zelandia están experimentando mayores ganancias económicas en relación a los compradores de Estados Unidos, Malasia y Singapur.

Conceptualmente, cabe indicar que a pesar de que los cuocientes

entre valores bolsa y valores libro para estos países pueden diferir, las tasas de rentabilidad de ellos pueden ser semejantes; análogamente, iguales cuocientes no necesariamente implican iguales tasas de rentabilidad.

Como se dijera anteriormente, los valores económicos de las empresas están en función directa de las perspectivas y potencialidades de su negocio. De hecho, cuando las proyecciones económicas de una actividad no son favorables, el valor bursátil es el indicador que incorpora con mayor rapidez este hecho.

Ciertamente, que en países con niveles de precios más estables, y con mercados más desarrollados y más competitivos, existe una mayor probabilidad de que el valor contable de los activos se aproxime más al verdadero valor de venta de los mismos. Teóricamente, en tal contexto se espera que las empresas no debieran venderse a menos que su valor contable, ya que de lo contrario se estaría experimentando una pérdida frente a la alternativa de vender cada uno de los bienes en forma separada. Sin embargo, también en mercados con estas características las ventas de títulos accionarios se han llevado a cabo a precios inferiores a sus valores libros, de lo cual se concluye que estos indicadores no son los que guían el proceso de venta y compra de una empresa.

El cuadro N° 1 avala esta afirmación. En él se observa que aún en el caso de empresas con valoraciones contables más próximas al precio de mercado (como son las que efectúan sus colocaciones en las principales bolsas del mundo) también sus transacciones se han efectuado a montos inferiores a los contables.

CUADRO N° 1
EVOLUCION DE PRECIOS DE BOLSA Y PRECIOS LIBRO DE
EMPRESAS QUE TRANSAN SUS ACCIONES EN
ESTADOS UNIDOS Y CANADA

EMPRESAS	1980	1981	1982	1983	1984
DI GIORGIO CORP. NISE					
Rubro: Alimentos y materiales de construcción					
-Ventas anuales: MMUS\$1046					
-Valor Bolsa					
- alto	15,1	14,6	12,4	15,9	19,6
- bajo	7,0	8,6	7,9	10,4	13,5
-Valor Libro	17,00	17,89	17,92	18,33	17,29

EMPRESA	1980	1981	1982	1983	1984
UNITED BRONDS NYSE					
Rubro: Frutas					
-Vtas anuales: MMUS\$ 3.503					
-Valor Bolsa					
- alto	5,6	5,8	3,9	9,0	7,3
- bajo	3,3	3,1	2,2	2,6	3,4
-Valor Libro	15,83	16,97	5,09	6,90	7,21
HITACHI LTDA. A DR NYSE					
Rubro: Productos electrónicos 48.496					
-Vtas. anuales: MMUS\$48.496					
-Valor Bolsa					
- alto	14,3	16,9	39,9	35,9	41,3
- bajo	9,9	9,0	15,0	20,5	31,5
-Valor Libro	14,86	17,60	17,48	19,28	22,87
CDN IMPERIAL					
Rubro: Servicios Financieros					
-Crédito 1988: MMUS\$67.287					
-Valor Bolsa					
- alto	15.0	16.0	16.5	19.9	15.8
- bajo	11.0	12.9	8.1	14.5	11.1
-Valor Libro	14.70	16.66	21.91	21.97	22.08
MACMILLAN BLOEDEL TSE					
Rubro: Papel e Industrias Forestales					
-Vtas. anuales: MMUS\$3.274					
-Valor Bolsa:					
- alto	11.6	14.3	7.1	9.2	10.5
- bajo	6.5	5.4	4.4	6.7	7.0
-Valor Libro	9.61	9.17	7.83	7.66	6.92
HORMEL (GEO) ASE					
Rubro: Alimentos					
-Vtas. anuales: MMUS\$2.293					
-Valor Bolsa:					
- alto	5.0	4.9	7.5	8.8	8.4
- bajo	3.3	3.6	4.0	6.0	6.3
-Valor Libro	5.42	5.90	6.39	6.87	7.37
CAMBELL SOUP NYSE					
Rubro: Alimentos en conserva					
-Vtas. anuales: MMUS\$4.896					
-Valor Bolsa					
- alto	8.9	8.28.5	12.4	16.0	
- bajo	6.9	6.36.6	7.0	7.0	
-Valor Libro	7.28	7.76 8.19	8.91	9.76	

EMPRESA	1980	1981	1982	1983	1984
BORDEN, INC NYSE					
Rubro: Alimentos					
-Vtas. anuales: MMUS\$7.244					
-Valor Bolsa:					
-alto	4,6	5,0	8,8	10,2	10,8
-bajo	3,3	4,2	4,5	7,5	8,3
-Valor libro	6,93	7,50	7,83	8,27	8,76

FUENTE: THE VALUE LINE INVESTMENT SURVEY. VALUE LINE, INC.
AGOSTO 1989.

Sin duda que las metodologías de valoración contables usadas por las empresas de nuestro país, como ya se mencionara, se han visto seriamente influenciadas por los acontecimientos económicos ocurridos en las últimas décadas.

A este respecto destacan especialmente las altas tasas de inflación registradas en la década de los setenta (194% promedio-año); la creación del área de propiedad social en el gobierno de Salvador Allende que deterioró ostensiblemente la gestión de las empresas; la exención tributaria de las empresas del Estado, que no generó incentivos para ajustar adecuadamente el valor de los activos; y la escasez de divisas que impidió una renovación tecnológica en las empresas nacionales.

A lo anterior, se agrega que el mercado de capitales de la época incentivó a las empresas para que efectuasen una adecuada valoración de activos. En general, el sistema bancario tenía un deficiente mecanismo de control en materia de declaraciones patrimoniales de los deudores y el sistema que controlaba a las empresas que emitían valores públicos tenía precarios sistemas de control de valoración de activos.

Sin duda que las expectativas de crecimiento existentes al término de la década de los setenta, fue otro elemento que contribuyó a la sobrevaloración de los activos de la economía que fue especialmente significativa en el rubro de las propiedades urbanas y agrícolas. La crisis económica sufrida con posterioridad a este período obviamente afectó con fuerza los precios de los títulos accionarios, debido a la rapidez con que estas variables incorporan las perspectivas económicas; los indicadores de valores libro (o contable), en cambio, se mantuvieron relativamente constantes por las metodologías utilizadas en estos cálculos.

El Cuadro N° 2 indica la evolución de la relación valor bolsa/valor libro de todas las empresas que transan sus títulos en la Bolsa de Santiago. Se observa que cada uno de los subgrupos experimentó variaciones de importancia y que en todo el período ellas se transaron a valores bursátiles muy inferiores a sus valores libro (la única excepción la constituyen las empresas de los sectores silvoagropecuarios, en el año 1988).

El Cuadro N° 3 incluye las acciones más transadas (IPSA), en la década de los ochenta. En él se excluyen las transacciones efectuadas por la CORFO a raíz del proceso de privatización iniciado a mediados de la década señalada, con el objetivo de conocer cuál fue la relación valor bolsa - valor libro de las transacciones efectuadas sólo entre agentes privados.

CUADRO N°2

RELACION VALOR BOLSA/VALOR LIBRO DE LAS ACCIONES TRANSADAS EN LA BOLSA DE COMERCIO DE SANTIAGO ORDENADAS POR RUBRO DE ACTIVIDAD DE LAS EMPRESAS

AÑO	SilvoAgrop. y Mineras	Indust.	Marít. y Nav.	Servicios Públicos
1983				
JUN	0,69	0,34	0,26	0,66
OCT	0,23	0,36	0,26	0,41
DIC	0,24	0,36	0,26	0,37
1984				
MAR	0,25	0,43	0,31	0,39
JUN	0,25	0,49	0,29	0,39
SEP	0,25	0,45	0,28	0,37
OCT	0,23	0,36	0,23	0,36
1985				
MAR	0,26	0,37	0,27	0,31
JUN	0,30	0,34	0,32	0,27
OCT	0,36	0,40	0,46	0,33
DIC	0,40	0,43	0,46	0,35
1986				
MAR	0,32	0,56	0,54	0,42
JUN	0,51	0,61	0,56	0,35
OCT	0,53	0,63	0,72	0,33
DIC	0,62	0,79	0,79	0,50
1987				
MAR	0,70	0,69	0,75	0,75
JUN	0,77	0,72	0,69	0,59

OCT	0,89	0,76	0,77	0,56	
DIC	0,88	0,78	0,71	0,55	
1988					
MAR	1,08	0,85	0,80	0,52	
JUN	1,09	0,92	0,92	0,79	0,53
OCT	0,98	0,83	0,76	0,45	
DIC	1,07	0,34	0,93	0,48	

FUENTE: Informativo Bursátil Bolsa de Comercio de Santiago.

CUADRO N° 3

EVOLUCION RELACION VALOR LIBRO/VALOR BOLSA
TOTAL EMPRESAS INCLUIDAS EN EL IPSA INCLUIDAS LAS DERIVADAS
DE LAS PRIVATIZACIONES Y REPRIVATIZACIONES

	<u>RELACION</u>
1981	0,95
1982	0,27
1983	0,38
1984	0,19
1985	0,45
1986	0,77
1987	0,98
1988	1,09

FUENTE:Elaborado a partir de Informativos Bursátiles de la Bolsa de Comercio de Santiago.

Las cifras indican que durante el período 1981 a 1988 las transacciones de títulos accionarios entre privados también se hicieron a valores libro inferiores a los bursátiles. Con esto, de acuerdo al erróneo concepto de que los oferentes de acciones efectuarían pérdidas económicas cuando venden sus títulos a valores bursátiles inferiores a los contables, el sector privado al igual que el Estado habría experimentado pérdidas a raíz de las ventas accionarias.

Si se insiste en que el criterio que establece que para medir ganancia (o pérdida) económica hay que considerar la relación valor libro - valor bolsa, se puede concluir que en algunos casos el Estado habría sido mucho más exitoso que el sector privado con su política de venta. Ejemplo de ello lo constituirían las ventas de acciones de empresas del área minera contenidas en el Cuadro N° 4.

CUADRO N° 4
RELACION VALOR BOLSA VALOR LIBRO DE ACCIONES
DE EMPRESAS MINERAS CONTADAS POR PRIVADOS
Y POR EL ESTADO

AÑOS	Acciones vendidas por privados (a)(*)	Acciones vendidas por el Estado (b)	Relación (b) (a)
1984	0,17	-	-
1985	0,12	0,44	3,67
1986	0,03	0,84	28,0
1987	0,05	1,37	27,4

(*) Se refiere a las principales empresas del área transadas entre el sector privado en los años correspondientes. Entre otras empresas incluye a Minera Punta Lobos, Tocopilla, Merceditas, Soprocál, etc. En el caso de las ventas por el Estado se refiere principalmente a Soquimich.

Fuente: Elaborado a partir de Informativos Bursátiles de la Bolsa de Comercio de Santiago.

De las cifras del Cuadro N° 4, se desprende que el Estado habría perdido menos que el sector privado desde el momento que a través de sus ventas bursátiles logró recuperar un porcentaje mayor del valor libro de las acciones sujetas a enajenación. Ello se concluye por el hecho de que cada una de las razones valor bolsa-valor libro de las acciones vinculadas al Estado se aproxima (o supera) más a la unidad que las correspondientes al sector privado.

La última columna muestra la magnitud (medida por el número de veces) favorable a las transacciones hechas por el Estado².

Tratándose de las empresas vinculadas al Estado, existen factores adicionales que han profundizado los problemas de valoración contable.

Como ya se dijera, uno de ellos está relacionado con la exención tributaria que favorecía a las empresas tradicionalmente vinculadas al Estado. Hasta el año 1979 las empresas estatales, por no estar obligadas a tributar, no tenían incentivos para lograr que las estimaciones contables fueran lo más próximas a los valores de mercado. Más aún, las eventuales sobre-estimaciones de los activos eran un aspecto no preocupante, ya que con ello las empresas aparecían con un valor relativo mayor y también con utilidades contables mayores (en virtud de que así se incrementaba la

²Las conclusiones recién expuestas invalidarían las fuertes críticas efectuadas a las privatizaciones del área minera

diferencia entre activos y pasivos exigibles).

Por otra parte, el sistema tarifario legal que regía a todas las empresas de servicios -eléctricos, telefónicos, etc.- fijaba el nivel de las tarifas como un porcentaje del valor de los activos involucrados con las empresas; esto no sólo no incentivaba los ajustes a la baja en el valor de los activos, cuando procedía, sino que también llevaba a la “activación de gastos”, vale decir a considerar como activos ítems propios de gasto, con el objeto de que se autorizaran tarifas más altas.

Los objetivos y principios de manejo que rigieron a las empresas del Estado en la década de los setenta es otro factor que contribuyó a que las empresas incorporaran una serie de activos no asociados con el giro comercial de éstas y con escaso valor comercial no reflejado en los valores libros.

Muchos de estos bienes están vinculados con bienes públicos, recintos de esparcimiento, viviendas para el personal (localizados en las cercanías de los centros de operación) locales comerciales, etc.

2.- Valor Económico y Valor Bursátil de las Empresas

Una de las críticas comunes a todos los procesos privatizadores llevados a cabo por países en desarrollo y desarrollados, es que las enajenaciones han sacrificado recursos fiscales por el hecho de que las ventas se habrían materializado en períodos que económicamente no serían los óptimos, ya que no se estaría en la mejor fase de los ciclos económicos. Es así como no sólo las privatizaciones efectuadas en América Latina han experimentado esta crítica, sin que también los implementados en economías desarrolladas como Inglaterra, España y Japón.

A este respecto, cabe indicar que las oscilaciones propias del acontecer económico, así como también la dificultad para anticipar su evolución con certeza permite concluir que es muy difícil proyectar cuáles serán los momentos óptimos de venta. Frente a esta dificultad nunca podría llevarse a cabo ningún proceso de privatización, ya que el problema no sólo es la anticipación de los ciclos, sino que también el de estimar la duración de éstos.

Otra crítica circunscrita a las privatizaciones efectuadas en los países en desarrollo, está vinculada con el tamaño y poca competitividad de los mercados de capitales. A este respecto el problema que enfrentan los emisores y colocadores de acciones en estos mercados es el riesgo de que los valores bursátiles de las acciones puedan ser inferiores a su valor económico,

producto del reducido número de demandantes existentes.

Ambas críticas son paralizantes para el avance hacia una real economía de mercado y es por ello que lo que corresponde es, a través de las privatizaciones, atenuar los ciclos económicos producto de los beneficios de la economía privada y fortalecer los mercados de valores. Respecto a esto último cabe recordar que una de las principales trabas que en el pasado existió para el desarrollo del mercado bursátil fue el hecho de que el Estado mantuviera en su poder una gran cantidad de títulos de capital sin transarlos en el mercado.

Los conocedores de la actividad empresarial de nuestro país conocen las adversidades internas y externas, que se han debido enfrentar. Las altas tasas de inflación, el bajo nivel de ingreso de la población, la vulnerabilidad de la economía al acontecer internacional, las políticas económicas anti-iniciativa privada implementadas en el pasado, así como la inestabilidad de políticas y estrategias económicas son aspectos que han expuesto a las empresas a grandes pérdidas.

En este contexto, no es extraño que la tasa de descuento relevante para el mercado que es el indicador de las expectativas de un negocio, sea bastante alta en comparación a las tasas de descuento obtenidas en un contexto en que el conjunto de estos aspectos tenga una menor influencia, como es el caso de los países desarrollados.

Sin lugar a dudas, que las crisis económicas de los años 1973, 1975 y 1981 constituyeron un precedente negativo en relación a las expectativas que podían tener los agentes económicos en relación a las empresas en proceso de privatización. Si a esto se suma el precedente de que algunos gobiernos en el pasado no respetaron el derecho de propiedad, fijaron con criterio político tarifas inferiores a las reales, y que propiciaron un sistema económico altamente inestable, era irracional no incluir en las evaluaciones de compra, los respectivos indicadores de riesgo que son los que influyen en el precio al cual se está dispuesto a adquirir un negocio³.

Cabe recordar los infructuosos esfuerzos que llevaron a cabo organismos especializados para colocar a nivel internacional acciones de la Com-

³. Otro factor que contribuyó a estimar mayores tasas de riesgo fueron las reiteradas declaraciones públicas a nivel local e internacional, de los sectores opositores al proceso de privatización, en las cuales se señalaba que cuando ellos detentasen el poder político-administrativo del país llevarían a cabo procesos de revisión de los procedimientos de venta y reestatización cuando ello procediera

pañía de Acero del Pacífico en la proximidad de los años ochenta. En los Programas Ministeriales del gobierno de esa época, se concluye por varios años que tal tarea no se llevó a cabo por no haber interesados en esos títulos. Sin lugar a dudas que los acontecimientos de los años setenta fueron determinantes en las apreciaciones de los inversionistas extranjeros, en relación a nuestro país.

Las expectativas adversas no sólo oscilaban en torno a CAP. Debe recordarse que a pesar de la exitosa labor en materia de gestión de empresas públicas efectuada por el gobierno pasado -que revirtió las cuantiosas pérdidas del conjunto del área social- permanecía latente la razonable duda de que ocurría en materia empresarial en presencia de futuros gobiernos con otras prioridades.

En relación a las empresas privatizadas y reprivatizadas existía el recuerdo de pérdidas y de problemas de financiamiento que éstas registraron en el pasado, los cuales se aprecian en el Cuadro N° 5 que muestra los indicadores de rentabilidad y endeudamiento para el período 1970-73:

CUADRO N° 5
INDICADORES PROMEDIOS PERIODO 1970-73

EMPRESA	RENTABILIDAD (*) %	RAZON DE ENDEUDAMIENTO %
CAP	-2,69	2,07
CHILECTRA	-14,7	1,47
CTC	-17,4	2,02
ENDESA	-2,36	0,34
ENTEL	-6,13	0,62
IANSA	-9,33	1,21
LAB. CHILE	0,13	0,63
SOQUIMICH	-47,45	4,12

* No fue posible determinar el grado de subestimación de estas pérdidas que se origina producto de las transferencias corrientes que efectuó el Fisco a sus empresas en tal período.

FUENTE: Estado Empresario y Privatización en Chile. Alé J. y otros

A esto se agregaron posteriormente los efectos adversos que originó la crisis de comienzo de los ochenta que deterioró los buenos resultados al término de la década de los setenta.

Aparte de los indicadores históricos de gestión existía una serie de

aprehensiones adicionales en relación a las expectativas que a esa fecha se tenían de las empresas incluidas en el programa de privatización.

Tratándose de las empresas de servicios monopólicos (energéticos, telecomunicaciones), cuyas condiciones de operación son reguladas por el Estado, el riesgo tarifario constituía un aspecto de gran relevancia; la eventual adopción por parte del gobierno de tarifas con fines extraeconómicos que constituía una fuente importante de riesgo.

La baja inversión y el atraso tecnológico que arrastraban las empresas manejadas por el Estado fue otro aspecto gravitante; SOQUIMICH constituye un claro ejemplo a este respecto.

Grandes empresas como ENDESA, tampoco mostraban un adecuado perfil en virtud del nivel de sus pasivos y de los problemas derivados de sus filiales.

En el caso de Laboratorio Chile, afectaba negativamente en sus proyecciones la abultada deuda que tenía con el Estado y el problema de patentes que se aproximaba.

Olvidar o ignorar estos aspectos lleva a la ligera inferencia de que el valor de venta de las empresas fue inferior a su valor económico. Sin embargo, lógicamente la pregunta relevante es cuál es el valor económico a considerar: ¿el que se estimaba en función de las gestiones estatales ocurridas hasta esa fecha, o el que con posterioridad se logró producto de la administración privada?

En relación a la primera de estas alternativas, y en presencia de expectativas negativas referentes a la estabilidad futura del conjunto de políticas que estaban vigentes a esa fecha y que habían permitido la reactivación la actividad, el valor económico en este contexto habría estado muy por debajo del que se podría derivar de la segunda alternativa ⁴.

La segunda alternativa exigía proyectar una situación sobre la cual no había precedente en el país. Cabe recordar que una de las críticas a las privatizaciones se basaba en que las ventas de empresas no tendrían ninguna

⁴ En el extremo, si las expectativas económicas estaban en función de lo acontecido en la experiencia estatista que el país vivió a principios de la década de los setenta, el valor de venta de las empresas debió haber sido claramente negativo; es decir, el Estado debió pagarles a los empresarios privados por comprar las empresas

justificación, ya que la administración estatal de esos años había demostrado ser tan eficiente como la privada; vale decir se asume que las empresas estaban generando el máximo nivel de utilidad susceptible de ser lograda. Sin embargo, la gestión privada ocurrida post privatización registra incrementos sustanciales de eficiencia, lo que origina un mejoramiento relativo de los indicadores de rentabilidad como se observa en el Cuadro N° 6.

CUADRO N° 6

EVOLUCION DE LA RENTABILIDAD DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS (*)

EMPRESAS	A Ñ O S				
	1986	1987	1988	1989	1990(**)
CHILGENER	6,18	3,13	8,06	8,68	9,03
CHILQUINTA	8,97	9,46	13,71	22,63	16,11
CAP	2,39	4,79	9,66	11,86	4,17
CTC	2,66	12,24	14,04	20,80	9,60
ENDESA	8,84	5,15	14,08	7,83	5,08
ENTEL	54,74	63,77	83,62	83,93	39,68
ENERSIS	10,49	10,81	16,44	27,76	30,13
IANSA	5,36	7,55	59,66	33,84	49,19
LAB. CHILE	14,53	17,61	40,60	30,77	1,56
SOQUIMICH	44,44	52,96	74,79	26,78	5,82

* Utilidad/Patrimonio

** Al mes de septiembre

FUENTE: Superintendencia de Valores y Seguros

De todo lo anterior se desprende que lo realmente importante en relación al valor de venta en un proceso de privatizaciones es si la estrategia seguida fomenta las buenas condiciones de venta. En el caso chileno, las medidas tendientes a que el proceso de privatización resguardara los intereses económicos del Estado fueron numerosas e incluyeron desde el diseño de estrategias de venta, hasta importantes modificaciones legales en áreas que trascendían lo estrictamente empresarial; estas últimas con el objeto de mejorar la competitividad del mercado de capitales y de aumentar su capacidad de adquisición.

Con el propósito de conciliar la capacidad de absorción del mercado bursátil local con una política de enajenación que maximizara el precio de venta de las acciones, se estableció un calendario que distribuyó en el tiempo la venta de las empresas y la de los lotes accionarios que se licitaron en cada oportunidad. Un antecedente que ratifica lo anterior es el hecho de que en el

período 1984-1986 el promedio de las transacciones de empresas privatizadas sobre el total de transacciones en bolsa alcanzó a un 31%, mientras que en el trienio 1987-1989 subió a 70%, es decir, la mayoría de las acciones se vendieron cuando los precios eran atractivos.

El programa de venta propiamente tal fue implementado por entidades especializadas contratadas para tales efectos, y ellas llevaron a cabo las labores de valoración económica de las empresas, de definición de las estrategias de venta y la colocación de los títulos, la que al efectuarse por la vía de remates fue ampliamente difundida con la antelación que exigen las normas legales a este respecto y con todos los procedimientos establecidos por tal normativa⁵.

Aparte del programa de enajenación mismo y en forma complementaria a éste, se adoptaron medidas específicas para aumentar la demanda bursátil, las que implicaron duplicar el nivel de transacciones del mercado accionario local. Sin duda, la más importante de éstas fue la modificación que se hizo a la ley que norma la operación financiera de las Administradoras de Fondos de Pensiones (A.F.P.), en el sentido de facultar la compra de acciones seleccionadas (en términos de su desempeño).

La demanda ejercida por las A.F.P. en favor de las acciones de las empresas privatizadas es significativa. Los registros de la participación patrimonial que tienen el conjunto de estas entidades en las empresas vendidas, al mes de diciembre del año 1989 indican que este oscila entre 9% y 32% como se observa en el Cuadro N° 7.

Por otra parte, las reformas efectuadas a la normativa del mercado de valores en el año 1981, con el propósito de asegurar su mejor funcionamiento, facilitó el desarrollo de las instituciones de intermediación de valores y en virtud de ello, el sector institucional -incluidas las A.F.P.- tienen una alta participación en la propiedad de las empresas citadas, como se observa en la 3a columna del Cuadro N° 7.

Los cambios a la normativa de retiro de indemnización por parte de los trabajadores, que permitió el anticipo de ellas para adquirir acciones de las empresas en proceso de privatización, también generó una fuente adicional de demanda por acciones. A su vez, ello se tradujo en un aumento significativo en el número de accionistas del país, debido al interés que el

⁵ Un estudio realizado acerca de las noticias económicas que mayor cobertura tuvieron en la prensa en el período 1985-1987 muestra que el proceso privatizador ocupó un lugar destacado

mencionado mecanismo produjo entre los trabajadores de las empresas en venta y en los vinculados al sector público.

El número de accionistas se estima subió en 200.000 personas entre el período 1984-1989, lo cual representa en el total de accionistas un 32%.

CUADRO N° 7

EMPRESAS	PARTICIPAC. PATRIM. DE AFP (Dic. 89)	PARTIC. PATRIMONIAL DEL MERCADO INSTIT. (% Dic. 1989)
LAB. CHILE	24,19	74
CTC	9,16	66
ENDESA	19,35	31
ENTEL	23,86	78
SOQUIMICH	25,50	61
CHILQUINTA	13,73	71
ENERSIS	29,90	62
CHILGENER	32,08	74

Fuente: Elaborado de Informes de Superintendencia de Valores y Seguros.

3.- Las ventajas para el país de la privatización de empresas

Cabe considerar que el programa de privatización fue concebido con una serie de objetivos que trascendían al de la simple enajenación de derechos de propiedad. De hecho, fue diseñado de manera que simultáneamente se difundiese la propiedad hasta esa fecha concentrada en el Estado, se mejorase la competitividad de las áreas en las que éstas se desempeñaban y que las finanzas públicas experimentasen una mejoría. Todos estos objetivos tienen en sí un valor económico para la sociedad.

La difusión de la propiedad, que fue lograda a través de una política de venta que permitió el acceso a un gran número de agentes -tales como trabajadores de las empresas, trabajadores del sector público, instituciones varias, incluyendo a las A.F.P. y personas naturales y jurídicas- es un aspecto que debía estar considerado por dos razones importantes. Una de ellas se vincula con el hecho de que la difusión de la propiedad tiene un efecto positivo en materia de distribución del ingreso. A su vez, la desconcentración de la propiedad contribuye al mejor funcionamiento de los mercados, lo que facilita un mejoramiento en la asignación de recursos.

Por otra parte y debido a que la gran mayoría de las empresas en

proceso de privatización habían adquirido la categoría de monopolios estatales, fue necesario tomar las medidas que garantizaran que tales empresas actuarían competitivamente, o en su defecto, de acuerdo a las normas inherentes a los regímenes competitivos. Tal exigencia demandó, previo a la venta de empresas, la filialización de éstas (caso de ENDESA); la división por áreas de especialización (caso de CHILECTRA) y la adopción de sistemas tarifarios de acuerdo a los costos marginales de producción (para las empresas de energía eléctrica y de telecomunicaciones). Cabe señalar que gracias a estos esfuerzos para definir regulaciones y sistemas tarifarios para monopolios naturales que fueran eficientes, nuestro país es considerado un ejemplo internacional en la materia.

Sabido es que la estatización o privatización de una unidad productiva genera una serie de efectos adicionales que no son económicamente neutros para un país.

El proceso de privatización fue implementado en función de la convicción de que más allá de la recaudación obtenida al momento de la venta, éste generaría una serie de otros efectos de indudable valor a nivel social y económico. Varios de ellos ya son una realidad, tales como, la mayor eficiencia económica de los procesos, la liberalización de fondos públicos, el aumento del nivel de actividad, el aumento del empleo productivo, etc. En relación al empleo cabe destacar que a fines de 1989 las empresas privatizadas habían incrementado en 5.800 sus puestos de trabajo en relación al año de inicio del proceso, 1985.⁶

En materia financiera, los aspectos a considerar, aparte del precio de adquisición, son varios. Cabe tener presente que la tenencia de empresas estatales compromete recursos del presupuesto corriente del sector público toda vez que es necesario cubrir déficits operativos y constituyen una fuente de recursos cuando éstas generan utilidades. También este compromiso se hace extensivo al presupuesto de capital del sector público cuando las empresas no están en condiciones de acceder a los recursos del mercado de capitales para financiar sus proyectos de inversión, debiendo asegurarse recursos públicos para este efecto. Finalmente con empresas en el área estatal siempre se compromete la capacidad de endeudamiento del sector público, ya que es el Estado quien en última instancia debe responder a las obligaciones de deudas contraídas por las empresas en caso de que éstas lleguen a

⁶. Para ilustrar el significado de estas cifras baste señalar que entre mayo 1990 y mayo 1991 el empleo a nivel nacional creció en 2.300 puestos de trabajo lo que se compara con los aproximadamente 1.400 puestos anuales que crearon las empresas privatizadas.

la insolvencia.

Sabido es que a pesar de los mejoramientos en los resultados de las empresas estatales alcanzado previo al momento de privatización, éstas continuaban restándole al Estado capacidad de endeudamiento para financiar inversiones ineludibles de su rol (sectores sociales, obras de infraestructura, etc.) en un período en que el sistema financiero internacional había restringido el ingreso de capitales a nuestro país y en que el ahorro interno privado era negativo.

Por otra parte, la enajenación de empresas estatales implica transformar activos mayoritariamente fijos por activos líquidos y de prescindir de las utilidades y/o pérdidas asociadas a la gestión de éstas. Adicionalmente los mejoramientos o desmejoramientos en materia de resultados que experimenten las empresas una vez privatizadas implica la captación, por parte del Fisco, de un mayor o mejor flujo por concepto de impuesto a las empresas. En el caso chileno, las utilidades de las empresas privatizadas han crecido gracias al aumento de eficiencia, lo cual ha significado un aumento importante de los ingresos tributarios del Estado.

El pago de impuestos que tienen que efectuar los propietarios de las acciones por concepto de dividendos recibidos, también genera un efecto positivo en los ingresos tributarios percibidos por el Fisco, los que en ausencia de las privatizaciones no se habrían producido. Debido a la progresividad del sistema tributario del país, tales tributos tienen un impacto positivo en materia de distribución del ingreso. Existen estimaciones que señalan que el valor actual de lo que el Fisco recibirá por mayores impuestos de las empresas privatizadas asciende a un 4,4% del PGB y que lo que le ingresó por las ventas alcanza a un 7% del PGB. Si a lo anterior se resta el valor que tenían para el Estado estas empresas producto principalmente de los dividendos que se generaban, lo cual se estima en un 10,3% del producto, se concluye que el proceso de privatizaciones realizado entre 1984 y 1990 fue un buen negocio para el Fisco -el dueño de la CORFO y por lo tanto de las empresas-, ya que le generó un incremento de patrimonio de alrededor de 1,1% del PGB⁷.

Es claro que el presupuesto Fiscal es sólo una parte de los muchos aspectos a considerar por su impacto social. El efecto que las privatizaciones

⁷ Ver Cecilia Cifuentes, "Privatización en Chile", tesis de grado Instituto de Economía Universidad de Chile

generan en materia de empleo, disponibilidad y calidad de los bienes y servicios, costos de producción, etc., son también factores que tienen un valor económico y social significativo. En todos estos aspectos ha existido un avance. Es así como los índices de calidad de servicio en las empresas privatizadas han experimentado una mejoría. El número de trabajadores ocupados también ha aumentado. Lo mismo ocurrió con la tasa de inversión.
