

LA BOLSA DE VALORES EN LA PRIVATIZACION

Hernán Beltz Peralta
Presidente de la Bolsa de Bogotá

Justificación macroeconómica de la privatización

El gobierno ha tenido razón en promover la privatización puesto que tanto la experiencia internacional como la nuestra enseñan que el peso excesivo adquirido por el aparato económico del Estado, al abrigo de las doctrinas keynesianas de intervencionismo, terminó afectando de manera negativa la eficiencia del aparato productivo y pesando adversamente sobre la dinámica global del crecimiento.

Con ello no estoy afirmando que la intervención económica del Estado tenga, per se, un carácter negativo en todo tiempo y lugar. Soy consciente de que en el caso de los países europeos, por ejemplo, el creciente papel jugado por el Estado en la postguerra contribuyó de manera significativa al esfuerzo de reconstrucción, a tiempo que condujo a alcanzar y mantener niveles muy satisfactorios de empleo de los factores productivos durante un largo período.

Pero uno de los factores que hizo posible tal fenómeno se relaciona con el perfil que para entonces presentaba la acumulación de capital a nivel mundial. En efecto, exceptuando el caso de la economía americana, a pesar de la destrucción ocasionada por la guerra los países europeos poseían una serie de atributos que los colocaban en una posición de virtual liderazgo frente a la mayoría de las otras economías. Su fuerza de trabajo, calificada o no, contaba con una larga experiencia en los procesos industriales con un formidable *know how*, y cosa similar ocurría con sus clases dirigentes.

Estos factores, aunados a la generosa política que entonces promovieron los americanos, condujeron a que la reconstrucción se operara de manera milagrosamente rápida y a que bien pronto Europa Occidental y los Estados Unidos aparecieran liderando la economía mundial. Tal liderazgo daba ciertos derechos a los países desarrollados, entre ellos, el de que sus estados y, en particular sus empresas públicas, pudieran mostrarse relativamente laxos respecto a las condiciones de eficiencia de sus inversiones, preocupándose antes que nada por el nivel de empleo. Bien pronto, empero, surgieron competidores que debiendo, ellos si, responder por la calidad de sus inversiones, superaron en ciertos ramos a los productos europeos y americanos. Ante las pérdidas que comenzaron a afectar los balances de las empresas estatales los dirigentes de los países desarrollados recu-

rrieron al consabido mecanismo fiscal que, sin resolver los problemas de productividad, profundizó los desequilibrios macroeconómicos.

Pero si el recurso a los impuestos y a los déficits fiscales no atacó la cuestión de fondo, si terminó por agravarla. En efecto, el abuso de esos instrumentos afectó negativamente a las empresas del sector privado que, obligadas por su propia naturaleza a presentar buenos resultados, se esforzaban por ser competitivas; ese esfuerzo se veía frustrado por los crecientes niveles de tributación, por la inflación y por el excesivo espacio ocupado por el Estado en el campo de la inversión (el conocido efecto de *crowding out*). No queriendo verse relegados a un segundo plano en el escenario internacional, y conscientes de que la pérdida de competitividad y los desequilibrios macroeconómicos eran responsables del creciente desempleo, los países desarrollados redescubrieron esa verdad de que, para ser eficiente, una empresa debe enfrentarse y responder a los imperativos del mercado.

Pero esos imperativos son de hierro y difícilmente podían ser asumidos por entidades cuya naturaleza misma permitía enjugar con recursos del presupuesto los yerros cometidos. A los ojos de los dirigentes políticos y económicos del mundo Occidental surgió entonces, con la fuerza de las evidencias, la necesidad de transformar la naturaleza de las empresas para que éstas tuvieran no sólo la capacidad sino también la obligación y la costumbre de actuar en concordancia con los requerimientos de la competencia.

Las virtudes intrínsecas de la privatización

Fue entonces cuando se emprendieron los procesos de privatización, algunos más ambiciosos que otros, que sacudieron a la mayor parte de los países de Occidente. Con ellos las economías desarrolladas han reencontrado el sendero del crecimiento y de la competitividad. Han conseguido no sólo reabsorber en buena parte los déficits fiscales acumulados gracias a los ingresos provenientes de la realización de los activos del Estado, sino también aliviar las presiones fiscales que suponía la financiación de estructuras productivas crecientemente ineficientes. Y han logrado también reorientar el gasto público hacia sectores que, dada la evolución actual de los procesos productivos y las imprescindibles exigencias de la justicia y del orden social son estratégicos como, por ejemplo, la formación y calificación de la fuerza de trabajo, el gasto en salud y en seguridad.

¿Qué decir del peso adquirido por el Estado en las economías subdesarrolladas? Repito que tengo conciencia de que en determinado momento histórico la participación del Estado en la propiedad de empresas productivas revistió un carácter necesario y útil. En efecto, y en esa ocasión por los derechos que concede la pobreza, la existencia de un agente económico capaz de ignorar en sus decisiones de inversión las leyes del mercado resultaba estratégica. Ello porque el carácter incipiente del desarrollo económico alcanzado por nuestros países y la consecuente inexistencia de economías de escala y de aglomeración hacían imposible la rentabilización de proyectos a todas luces imprescindibles para el desarrollo.

Pero evidentemente, una vez alcanzado un cierto nivel de industrialización, la permanencia del Estado y de su capacidad para ignorar las leyes del mercado condujo a que se reprodujeran los problemas que se presentaron en los países desarrollados. Aunque acaso los nuestros se vieran agravados por la existencia de prácticas clientelistas en los organismos del Estado que conducían a una asignación perversa de recursos, de los cuales disponíamos y disponemos en proporciones mucho menores que los países ricos.

De allí que las ventajas de la privatización sean más evidentes en nuestro caso. La reorientación del gasto público hacia salud, educación y seguridad que ella autoriza es, igualmente, más urgente en nuestros países que en los desarrollados. Es por este conjunto de factores que tanto países desarrollados como países que no lo son emprendieron las políticas de privatizaciones, cuyas bondades intrínsecas se vieron magnificadas por la forma en que dichos procesos fueron llevados a cabo.

Ventajas ofrecidas por el uso de mecanismos particulares de privatización

En efecto, como producto de una clarividente voluntad política de involucrar de manera más decidida a la ciudadanía en el funcionamiento del aparato económico, y con el propósito de ampliar y profundizar la base material del consenso, que funda la cohesión social, los estados que han emprendido procesos de privatización han buscado que ellos se traduzcan en una mejor y más equitativa distribución de la propiedad entre el conjunto de los ciudadanos. Dos casos

me parecen particularmente ilustrativos a este respecto: el chileno y el francés.

El caso chileno

Respondiendo a los lineamientos de la Ley 18401, conocida como la "Ley del capitalismo popular", entre 1986 y 1987 el Estado chileno procedió a liquidar sus participaciones en 33 empresas de diversos sectores económicos. La venta de este conjunto de activos permitió a algo más de 114.000 ciudadanos convertirse en propietarios directos de tales empresas. Pero, de hecho, este número fue mucho mayor toda vez que en la compra de tales activos participaron en alto grado las asociaciones de fondos de pensiones. Por este mecanismo una porción importante de la población trabajadora se transformó en propietaria indirecta de las empresas privatizadas. Y la concentración accionaria de estas empresas -medida por el porcentaje de acciones retenidas por los diez mayores accionistas- se redujo, para el caso de las empresas vendidas en 1986, de 81% a 69%, y de 95% a 77% para el de las empresas privatizadas en 1987.

Ahora bien, tan significativos logros en esta materia se debieron, entre otras, al hecho de que las autoridades chilenas supieron darse los medios para conseguir sus objetivos. Y entre estos cabe mencionar la decisión de otorgarle a los pequeños compradores que estuviesen al día en sus pagos de impuestos una rebaja del 30% sobre el valor de la operación, o la posibilidad abierta para que este tipo de inversionista obtuviera crédito de largo plazo para el pago de la compra. Esta decisión se justificaba no sólo porque con ella se servía al objetivo de democratizar la propiedad sino también porque esos mismos contribuyentes, que ahora se beneficiaban de la rebaja o del crédito, habían tenido que asumir el costo del rescate de las empresas objeto de la privatización.

Como es obvio, la mayoría de estas operaciones de privatización fueron efectuadas sirviéndose del mecanismo bursátil. En los casos donde se estimaba insuficiente la profundidad de éste para absorber en una sola vuelta y a buen precio la venta total de ciertas empresas, dicha venta se realizó por paquetes liquidados con un cierto intervalo de tiempo. Este rico dispositivo permitió al Estado chileno recaudar a través de las privatizaciones cerca de US\$1.000 millones de dólares entre 1985 y mediados de 1988.

El caso francés

Al igual que en el caso chileno, y pese a la mayor riqueza de los ciudadanos, el Estado francés promovió la difusión de la propiedad accionaria entre amplias capas de la población concediendo rebajas de hasta un 20% sobre el precio de venta a los pequeños compradores y a los asalariados de las empresas rematadas. Como mecanismo complementario se dispuso que las demandas de los pequeños inversionistas serían servidas de manera integral, en caso de que la demanda excediera la oferta.

Y es que, además de las consideraciones relacionadas exclusivamente con el aspecto político favorable de la difusión de la propiedad, el Estado francés tenía conciencia de que la participación de un gran número de ciudadanos en la propiedad de las empresas era prenda de garantía de la calidad del mercado de capitales. Y para ello le bastaba con mirar a su vecino, Inglaterra, país de algo más de 40 millones de habitantes, en el cual más de ocho y medio millones de ciudadanos son accionistas.

La gran profundidad que brinda al mercado de capitales una participación tan masiva de la población tiene, fuera de la significación política, una connotación económica muy favorable. En un mercado de este tipo no es la limitada y voluble capacidad financiera de los accionistas la que determina la cantidad de recursos que una empresa puede movilizar para llevar a cabo sus proyectos. Estos pueden ser financiados también a través de la emisión de papeles, que son más fácilmente colocables en un mercado profundo. De allí que, para el mercado de capitales, el objetivo de la democratización se confunda con el de la eficiencia, y éstos se alimenten mutuamente. Por ello calificué de clarividentes las políticas de democratización en Chile y en Francia.

Pero, como también ocurrió en el caso chileno, el interés del Estado francés era obtener la mayor cantidad de recursos a través de las privatizaciones, por lo cual buscó realizar sus activos al mejor precio posible. Eso no significa, por cierto, que la política de fijación de precios de venta hubiese tenido como parámetro la recuperación total de las sumas enormes que el Estado había enterrado subsidiando la ineficiencia de sus empresas. Si tal hubiese sido su pretensión,

seguramente ninguna de las enajenaciones habría podido llevarse a cabo. De lo que se trataba era de obtener el mejor precio posible en función de las perspectivas futuras de rentabilidad de los activos vendidos.

Esta verdad, aunque elemental, debe acaso ser recordada, pues ciertas personas tienen el erróneo criterio de que el precio del activo en venta debe determinarse en función de lo que el Estado ha gastado en él. Se trata, evidentemente, de un criterio que no sólo contradice los desarrollos de la teoría financiera (la cual establece que uno de los parámetros para fijar el valor de una empresa es el valor presente de su flujo de caja), sino que pone en peligro las posibilidades de éxito de la política de privatización. El Estado debe, pues, ser realista en la aplicación de la política de privatización, y no aspirar a que los compradores de las empresas estatales asuman el costo de los platos que él ha roto.

Eso no implica, en manera alguna, que la potencialidad de recaudo por concepto de venta de activos del Estado disminuya. Entre mediados de 1986 y mediados de 1987 la política de privatización permitió al Estado francés recaudar \$55.600 millones de francos, suma que destinó en buena parte al pago de la deuda pública, utilizando un mecanismo que por demás cabría explorar en nuestro caso. En efecto, el Estado aceptaba recibir títulos de deuda pública interna como instrumento de pago.

Tanto en el caso francés como en el chileno, las altísimas recetas se explican, ciertamente, por la transparencia de los procedimientos utilizados en la venta. Para el caso de la venta de paquetes de control, por ejemplo, después de haber fijado el precio base de la venta siguiendo las técnicas tradicionales de evaluación financiera, el Estado informaba al mercado dicho precio y anunciaba su disposición de recibir ofertas por ese lote. Quien presentase la mejor recibía la adjudicación. Habiéndose cuidado de fijar un precio base razonable, e informado adecuadamente al mercado sobre las características del activo rematado, el precio al que el Estado transfería sus empresas era el mejor posible.

La privatización en Colombia

Estas condiciones de transparencia contrastan fuertemente con los procedimientos hasta ahora utilizados por el Estado colombiano

para la transferencia de los bancos que hasta el momento han sido privatizados. Desde nuestro punto de vista es comprensible que el objetivo de democratización sea difícilmente alcanzable cuando de ceder una institución financiera se trata. Nos parece que, en estos casos, es lógico que primen consideraciones tales como la trayectoria profesional de los compradores en el medio, y también la de que el paquete de control debe ser lo suficientemente grande como para garantizar al comprador un poder estatutario. Aunque acaso fuera deseable que la venta de dichos paquetes se acompañara de compromisos de apertura de capital a mediano plazo.

Empero, ninguno de estos elementos es contradictorio con que el Estado se atenga a la voluntad del legislador, el cual estableció que [cito apartes de la Ley 45 de 1990] “siempre que se vaya a realizar la privatización... de la totalidad o parte de las instituciones financieras (oficializadas)... la operación respectiva se debe realizar a través de los martillos de las bolsas de valores u otros procedimientos, en condiciones de amplia publicidad y libre concurrencia”.

A mi modo de ver, los procedimientos hasta ahora utilizados por el gobierno para la enajenación de las instituciones financieras que han sido transferidas al sector privado se acuerdan mal tanto con la letra como con el espíritu de la Ley. Es cierto que dichas enajenaciones se han dado en condiciones de amplia publicidad, pero habría que forzar las cosas para afirmar que se ha garantizado la libre concurrencia.

Me parece que una licitación cerrada, en la cual el precio base ha sido mantenido en reserva, dificulta la existencia de un verdadero mercado de compradores, restringe la posibilidad de una puja por la adquisición del activo realizado y no es propiamente un procedimiento que responda al imperativo de la Ley sobre la libre concurrencia. A no ser que haya sido derogado ese viejo y elemental principio económico que quiere que la libre concurrencia suponga, entre otras cosas, la existencia de perfecta información y de mecanismos transparentes de transacción.

En verdad, tal principio es universal e inderogable. Y su inobservancia por parte del Estado colombiano sólo puede traducirse en una pérdida virtual para éste. Pérdida más lamentable aún cuando en manos del Estado está la posibilidad de usar un instrumento de probada eficacia en la venta de paquetes de control de activos en condiciones

de transparencia y de libre concurrencia, como son los martillos de las bolsas de valores. Y que no se diga que, en virtud de la necesaria precalificación de los compradores de instituciones financieras, era necesario prescindir del martillo. Los participantes en un remate de martillo pueden ser objeto de una precalificación.

Resulta incomprensible que el Estado haya asignado a las bolsas de valores el mudo papel de convidados de piedra en las privatizaciones de instituciones financieras hasta ahora efectuadas, pues el primer y principal beneficiario de su uso sería él mismo y, por esta vía, los contribuyentes y el conjunto de los agentes económicos y de la población en general. Porque un mejor precio de cesión de un paquete de control implica que un mayor volumen de recursos puede ser orientado hacia los sectores que el gobierno considera prioritarios, como la provisión de infraestructura, la de seguridad personal y social, etc.

Creo, entonces, que no hay razón alguna que justifique la manera en que se ha procedido hasta el presente en las privatizaciones ya efectuadas de diversos bancos. Sólo cabe esperar que en las futuras transferencias de entidades financieras al sector privado, el Estado colombiano se muestre más consecuente con sus propios intereses y con sus repetidas proclamaciones en el sentido de aprovechar las privatizaciones para propinar un impulso al mercado de valores.

Y ojalá, también, que en las anunciadas privatizaciones de empresas estatales del sector real, las autoridades aprovechen la oportunidad para convertir en propietarios al mayor número posible de ciudadanos. Si así ocurriera, la historia podría acreditar al actual gobierno no de un simple revolcón de la estructura política del régimen, sino de una duradera, profunda y tranquila revolución económica que haría de nuestra sociedad una sociedad más amable y justa.

En lo que respecta a los procesos de transferencia al sector privado de empresas del sector financiero y del sector real, creo que la experiencia internacional a la que he venido haciendo alusión nos deja varias enseñanzas que quisiera resaltar.

Ya señalé que en el caso francés las autoridades aceptaron como instrumento de pago títulos de deuda pública. Esta es una idea sobre la cual me gustaría detenerme un poco. A septiembre 28 de este año, el

gobierno adeudaba a los tenedores de Títulos de Participación algo así como un billón ciento cuarenta mil millones de pesos. El importante monto alcanzado por esta deuda (US\$2.000 millones de dólares) ha llevado incluso a muchos analistas a preguntarse si los rendimientos de la Cuenta Especial de Cambios bastarán para pagarla. Yo pienso que si se resolviese aceptar estos Títulos como instrumento de pago en las privatizaciones por venir, el gobierno evitaría recurrir al inflacionario expediente de emitir para pagar su deuda; los tenedores de Títulos de Participación encontrarían una alternativa de inversión atractiva y de largo plazo, que serían las empresas privatizadas, y al gobierno se le facilitaría hallar un mercado para sus bienes, siempre que los sepa presentar en condiciones atractivas.

Pero hay más. La utilización del mecanismo aquí propuesto significaría que el gobierno cesaría de adeudar la suma que debe por concepto de Títulos de Participación. Ello le desataría las manos para proceder, si su apreciación sobre las condiciones monetarias así se lo sugiere, a efectuar operaciones de contracción sin la talanquera que el actual monto de la deuda supone. Me parece incluso que en virtud de las potenciales ventajas que esto supondría para el gobierno, valdría la pena explorar la posibilidad de otorgar a los compradores de empresas estatales una prima sobre el valor nominal de los Títulos de Participación que utilicen en la compra de dichas empresas. Evidentemente, en manos del gobierno estaría abrir similares posibilidades para otros títulos por él emitidos, como por ejemplo los Certicambios.

Pero aún si pese a sus ventajas y a su coherencia con los objetivos de control monetario se desdeñara esta iniciativa, creo que el monto de las operaciones primarias realizadas en este año con Títulos de Participación en el mercado de la Bolsa de Bogotá (\$420.000 millones de pesos) da una idea de la considerable profundidad que ha adquirido nuestro mercado de valores. Para septiembre de este año, son más de US\$620 millones de dólares que el gobierno ha logrado obtener en el mercado capitalino, y más de US\$715 millones de dólares los que las autoridades han logrado procurarse en el mercado bursátil nacional por medio de la colocación de Títulos de Participación. Esta dimensión, importante y creciente, del volumen de recursos frescos que movilizamos en las bolsas justifica además considerar el uso de ciertos mecanismos que han sido exitosos en otros países para la privatización de las empresas del sector real.

En Francia y Chile el Estado en muchos casos procedió no a liquidar pura y simplemente su participación en las empresas, sino a hacerla minoritaria aumentando el capital de las sociedades que él controlaba por medio de la emisión y colocación de acciones entre el público. Este es un mecanismo muy atractivo, incluso cuando la intención del Estado es la de liquidar totalmente en el mediano plazo sus participaciones, pues permite el fortalecimiento previo del activo, y contribuye a facilitar la privatización. Efectivamente, el hecho de que las acciones de las empresas estatales se coticen en bolsa permite a los inversionistas familiarizarse con ellas, y el precio de la cotización constituye un muy útil parámetro para determinar el valor de la empresa cuando el Estado procede a liquidar su participación en ella. Frente a la renovada profundidad del mercado bursátil y a las atractivas posibilidades que éste ofrece en materia de privatización, resultaría inconcebible no aprovechar estas ventajas.

Para terminar mi intervención, quisiera señalar a las autoridades que en las bolsas continuamos dispuestos a prestarles toda la cooperación que nuestra vasta experiencia en materia de diseño de paquetes atractivos y adecuados para los compradores nos permita. Pienso que estos aspectos de índole técnica son fundamentales, pues un mal diseño puede frustrar una operación intrínsecamente buena. Es probable, por ejemplo, que proceder a "privatizar el sector eléctrico" sin más ni más, resulte imposible. Es necesario conformar unidades económicas y operativas cuyas características y tamaño las hagan susceptibles de ser vendidas; es necesario, igualmente, que los paquetes sean presentados a los inversionistas de manera atractiva, en un lenguaje familiar y manejable para ellos; y es necesario servirse de mecanismos publicitarios y de mercadeo que aseguren el éxito de estas operaciones.

Pero, insisto, el gobierno debe hacer gala de cierto realismo en la privatización, por ejemplo, del sector eléctrico, pues ésta resultaría impracticable si se pretendiese recuperar a través suyo el dinero malgastado por culpa de la ineficiencia o de los errores de gestión que se han presentado en dicho sector. Sería francamente iluso creer que existen inversionistas dispuestos a asumir la pesadísima carga que representan los US\$7.500 millones de deuda externa acumulada por el sector en los últimos años.

Y como es nuestro interés y el del gobierno que las privatizaciones salgan avantes, estamos dispuestos, repito, a cooperar en todo lo que esté a nuestro alcance para el logro de tan estratégico objetivo.