

**LA BANCA DE INVERSION
EN LA PRIVATIZACION**

Pedro Batalla

Ejecutivo de la International Finance Corporation

La banca de inversión participa en los programas de privatización actuando como catalizador y puente entre el vendedor y el comprador de la empresa a privatizar, sin que por ello tome el papel protagónico de la operación. En su categoría de asesor, el banco puede intervenir en el proceso desde dos ángulos. Bien sea dando soporte al ente que se va a privatizar (en otras palabras al gobierno) o bien brindando apoyo al comprador o grupo de inversionistas que quieren adquirir la empresa.

En este documento me referiré únicamente al papel del banco de inversión como asesor del gobierno. Mis planteamientos se basan en la experiencia reciente de la IFC en Latinoamérica y Europa del Este. En Argentina la IFC ha asesorado al Ministerio de Defensa en la privatización de una acería en la zona del Jujuy, y a la parte compradora en la operación de la petroquímica Polisor; en Colombia ha intervenido en la evaluación del Banco del Comercio; en Checoslovaquia ayudando al gobierno a privatizar uno de los hoteles más tradicionales y en la venta de Skoda, una de las mayores empresas del país (45.000 empleados); en Chile con la privatización de la hidroeléctrica Guardia Vieja y el financiamiento de una nueva planta; en Polonia en la privatización del sector cementero, etc.

La labor de la IFC, y del banquero de inversión en general, se desarrolla en dos fases. La primera implica un trabajo de preparación dirigido a evaluar las operaciones de la compañía a privatizar, para presentar el paquete que se va a ofrecer en venta. La segunda etapa consiste en la formulación del programa de reestructuración y en llevar a cabo la venta.

Para realizar todo este trabajo, la IFC provee un equipo compuesto por expertos en el área financiera, la macroeconómica, ingenieros o técnicos, abogados que conozcan los aspectos legales, y en muchos casos, sobre todo en los países del Este, especialistas en los sistemas contables. Aunque en ocasiones parte de estos estudios se subcontraten con consultores externos, lo importante es que el banco de inversión siempre asume la responsabilidad final frente al contratante.

Fase evaluativa

En la primera etapa del proceso de privatización el equipo consultor debe realizar una profunda serie de evaluaciones.

Evaluación técnica

Inicialmente, el banco de inversión estudia el estado de las instalaciones, los equipos, los métodos de producción de la empresa y también la calidad de los productos y los servicios que ofrece. Esta evaluación supone visitar la planta, incluso en compañía de evaluadores externos que conozcan las operaciones, para determinar el estado de los equipos, su estado de mantenimiento y su vida útil. Es muy importante también analizar su nivel tecnológico, pues de éste depende la decisión de si realmente vale la pena privatizar la empresa o es mejor para el país cerrarla y ofrecer la posibilidad de constituir nuevas compañías con una tecnología adecuada para competir en el contexto internacional.

También es crucial proyectar las inversiones futuras necesarias para que la empresa sea eficiente. O sea, estimar el costo total de la operación para el posible comprador, dado que en muchos casos no sólo tendrá que pagar lo que está adquiriendo sino comprometerse con un plan de inversiones para que la empresa sea rentable. Tomando el caso de las telecomunicaciones en Latinoamérica, por ejemplo, el gobierno argentino vendió la Empresa Nacional de Telecomunicaciones en US\$2 millones de dólares, pero la necesidad de inversión adicional en esta empresa puede llegar a triplicar ese monto.

Evaluación comercial

En ella se analiza el posicionamiento de la empresa en su mercado, sus canales de venta, sus métodos de comercialización, sus clientes y, sobre todo, quiénes son los competidores y cuál la situación competitiva de la empresa en el mercado.

Muchas empresas estatales han estado acostumbradas a trabajar en ambientes no competitivos y protegidos, pero tras la privatización van a empezar a operar dentro de un nuevo contexto. De allí que sea necesario analizar sus políticas de ventas; el grado de protección en que han funcionado (políticas de precios controlados y artificialmente mantenidos); su capacidad exportadora y rentabilidad en los distintos mercados y segmentos que operan, aspectos todos muy importantes para la valoración de la empresa.

De otra parte, muchas de estas empresas se han beneficiado no sólo de precios controlados sino de subsidios. El banco de inversión tiene que proyectar si con la eliminación de aquéllos la empresa podrá transferir esos costos a sus clientes finales o si, por el contrario, va a tener que reestructurarse.

Evaluación gerencial

En la cual se analiza la estructura de la empresa, su organización, la forma en que están establecidas las líneas de autoridad y, sobre todo, cuál es su capacidad de reacción al cambio. Esto porque con los nuevos propietarios, la gerencia de la empresa tendrá que someterse a unas reglas de juego totalmente diferentes, y la flexibilidad de la cúpula administrativa es crucial para el desempeño futuro de la entidad. Considerar la capacidad de la gerencia es importante también porque, en muchos casos, los gerentes de las empresas estatales son nombrados políticamente y no por su capacidad técnica.

De igual manera, debe profundizarse en la cultura de la empresa, la lealtad de los ejecutivos hacia ella, su reacción frente a la presencia de otros propietarios que pueden ser extranjeros, y la medida en que pueden adaptarse a una cultura gerencial distinta.

En general las empresas públicas se caracterizan por tener unos técnicos excelentes, porque aplican tecnología de alto nivel, pero normalmente por circunstancias de protección han descuidado su parte de mercadeo. Por ello es preciso que el banco de inversión evalúe si la empresa va a poder adaptarse a una nueva situación de competencia, y diseñe mecanismos para motivar a los gerentes a impulsar el proceso de venta y a comprometerse con la compañía. Puede darse el caso de reservar un paquete de acciones para entregárselo como premio o incentivo.

Evaluación estratégica

La suma de las tres evaluaciones anteriores permite realizar una evaluación estratégica de la empresa e identificar cuáles son sus objetivos presentes y sus programas futuros, a fin de lograr concretarlos. Debe entonces analizarse cuál es la estrategia de la compañía en términos de productos y de mercadeo; qué áreas quiere conquistar;

cómo lo puede hacer; cuáles son sus ventajas y desventajas frente a la competencia presente y futura.

En la evaluación estratégica se busca identificar el plan de inversión y desarrollo de la empresa, no sólo en circunstancias actuales sino también su previsión futura, mirando su estructura de costos y su capacidad de enfrentar la eliminación de todas las distorsiones en la economía.

Es importante identificar también cuál ha sido el efecto de la presencia del gobierno como controlador de la sociedad. Su participación ha hecho que muchas empresas incursionen en terrenos que no les corresponden, lo cual genera una carga innecesaria para la sociedad y confusión entre el papel social y comercial de la empresa.

Como resultado de la evaluación estratégica el banquero de inversión tendrá que plantear la pregunta de si es más importante vender la empresa como está o si es mejor reestructurarla; o, también, si es conveniente que la empresa se venda por partes en operaciones individuales que sean comercialmente más viables. La gran pregunta clave en este momento es si se reestructura antes de vender o si la reestructuración debe hacerse después de la privatización.

Evaluación financiera

Tiene por objeto establecer el precio de la compañía. Se lleva a cabo a través del análisis de rentabilidad de la empresa; supone el estudio del estado de sus pasivos, sus costos y, muy importante, su relación con la comunidad financiera, con los entes prestatarios y con los proveedores de fondos.

El valor de la empresa es diferente para el comprador y para el vendedor. El comprador incluye en el precio de la empresa todo aquello que considera puede añadir, los efectos sinérgicos a los que se refiere el ensayo "La privatización en Venezuela" (R. Casanova). El caso de Venezuela es claro; Iberia está dispuesta a pagar un 80% más por Viasa porque cree que el efecto sinérgico de combinar las dos rutas va a ser tan grande, que creará un ahorro adicional que Viasa por sí misma no podría generar. Pero, de todas maneras, tiene que existir un cierto valor repartido.

Por lo general cuando se inicia la evaluación financiera de la empresa uno de los primeros problemas que se presentan es el del sistema contable. O las empresas no tienen contabilidad o, en los países donde han estado sometidas al control del Ministerio de Hacienda o del presupuesto nacional, utilizan sistemas contables más adecuados para una institución pública que para una empresa comercial. Por ello se presentan casos en que la depreciación no está bien calculada, o en que las deudas con el gobierno no se tienen en cuenta o están subvaloradas. En otros casos, el banco de inversión debe rehacer la contabilidad.

Existen diferentes metodologías para la fijación del precio de una empresa, como la del valor presente neto, en las que no voy a extenderme. Baste señalar que, sobre todo en los países en desarrollo, es muy difícil determinar la tasa de descuento adecuada: los parámetros de inflación son diferentes, los parámetros de riesgos son diferentes, las expectativas de los inversionistas son diferentes. Otro método es el valor de reposición, o sea, el valor en libros ajustado teniendo en cuenta el valor histórico y el valor que tendrían estos activos hoy día. Otra metodología para la fijación del precio es partir del valor de liquidación, que a veces resulta superior al actual.

Formulación del programa y venta

La etapa de formulación del programa de reestructuración y de venta tiene dos pasos iniciales.

Determinación del método

Esto es, tomar la decisión acerca del método de privatización más adecuado para esa empresa, bien sea licitación, subasta, oferta pública, etc. Cualquiera que sea, debe ser consistente con los objetivos que persigue el gobierno (ver mi ensayo "La privatización en el mundo", en esta publicación). Si el objetivo de la privatización es desarrollar mercados de capitales, la oferta pública es, sin duda, un buen método. Si se trata de mejorar la eficiencia de la empresa, traer un socio extranjero es el criterio ejemplar. Si el objeto es incrementar la competencia, el banquero debe cuidarse de que la empresa estatal se torne un monopolio privado. Si el objeto es reestructurar el sector, entonces la presencia de un inversionista extranjero o quizá la venta a

otras empresas nacionales puede también ser una solución. En España, por ejemplo, el gobierno vendió una empresa de fertilizantes a un grupo privado que controlaba la mayoría de empresas del ramo; la decisión se tomó porque, dado el exceso de capacidad en este sector, se necesitaba su completa reestructuración y no tenía sentido establecer competencia sino que alguien asumiera todo el control y decidiera qué plantas cerrar, cuáles modernizar, etc.

Los objetivos de la privatización varían con el tiempo, y cambian según el ángulo desde donde se miren (desde el Congreso, los funcionarios del gobierno, los sindicatos, etc). Por eso el banco de inversión tiene que ser capaz de extraer de esa amalgama de objetivos claves el verdadero objetivo que el gobierno debe perseguir. Si se trata de compra por parte de los empleados, es indudable que se va a necesitar un financiamiento puente que puede proveer la IFC o cualquier otro banco de inversión.

Selección del comprador

Tras haber definido el método de privatización, es necesario establecer cuáles son los criterios que se van a utilizar para seleccionar a los posibles compradores: no sólo por su capacidad adquisitiva sino por el estilo gerencial deseable, o el plan de desarrollo que éstos estén en capacidad de implantar para dar eficiencia a la empresa.

Es indudable que los criterios de selección van a depender del método empleado para privatizar y de las necesidades de la compañía (acceso a nueva tecnología, experiencia en mercadeo, capital, etc.). Otro elemento que determina la selección es el grado de participación privada que se busca: inversionistas pasivos o inversionistas que mantengan un control mayoritario.

Una vez establecidos estos dos aspectos, combinados con la evaluación de la empresa, se prepara un memorando de venta, en el cual se describe la compañía, sus operaciones, el método con que se llevará el proceso, y todos aquellos componentes que se consideren importantes para llevar a cabo la oferta.

El banco de inversión juega un papel primordial a la hora de solicitar propuestas; no se trata simplemente de que publique un aviso

en el "Wall Street Journal" o en el "Financial Times". A través de su conocimiento de la empresa, el banquero está en disposición de determinar quiénes son los posibles interesados y de atraer al mayor número posible. Este sistema genera competencia y se traduce en un beneficio para el país.

Acto seguido, establece contactos informales con los compradores potenciales, para conocer los posibles escollos que enfrentaría el proceso y poder flexibilizar la propuesta y hacerla más atractiva.

Análisis de las propuestas

Los últimos tramos del proceso, tras la presentación de las propuestas, implican un análisis de las mismas y la asistencia al gobierno o al ente que se va a privatizar en la elaboración del contrato de venta o concesión, puesto que en muchos casos la fijación del precio final va depender de la naturaleza de dicho documento.

A partir del análisis de las propuestas, el banquero de inversión está en capacidad de compararlas con los objetivos del gobierno, sopesar su conveniencia y profundizar en el potencial de los inversionistas para llevarlos a cabo.

Por último, esta entidad acompaña a su cliente en el largo y complejo camino de las negociaciones. Fija una agenda con respecto a los plazos, los puntos que son y no son negociables, las garantías que respaldan el éxito o fracaso del negocio, etc. Porque la privatización tiene como objetivo una transacción en la cual deben ganar tanto el sector privado como el público, y el gobierno debe asegurarse de que los objetivos que persigue no se diluyan en el desarrollo de este último tramo del negocio.

Para terminar, quisiera sintetizar que la presencia del banquero de inversión en los programas de privatización aporta una opinión fundamentada y objetiva, que facilita y agiliza la comunicación y las decisiones del vendedor y el comprador de una empresa.