

Lecciones del Proceso Inconcluso de Privatización en Chile



4

Ricardo Paredes M.: Ingeniero Comercial, U. de Chile, Ph D en Economía UCLA, EEUU.
Salvador Zurita: Ingeniero Comercial U. de Chile, Ph D en Administración, UCLA, EEUU.

La privatización ha sido una de las fuerzas más importantes para inducir los cambios ocurridos en la última década y media en el mundo. Aunque las experiencias privatizadoras han sido muy distintas, en términos generales, en los países en los que se han implementado, su evaluación ha sido positiva. Sin embargo, como Sigmund (1990) señala, «En ningún país del mundo, ni siquiera

en la Inglaterra de Margaret Thatcher, la privatización fue tan profunda como lo ha sido en Chile».

Los procesos privatizadores obviamente han seguido episodios en los cuales los Estados han tenido un importante rol productivo. Sin embargo, ello no siempre fue así. Muchas de las empresas privatizadas o en vías de serlo fueron originalmente privadas. Los argumentos y contextos que justificaron la propiedad estatal o privada cambiaron y lo que hoy día es claro en un sentido, en otra época no lo fue. En la actualidad, el caso de las indemnizaciones, en donde ha quedado claro que el problema del control y del gobierno corporativo que se dan las

organizaciones privadas suele ser una respuesta eficiente que no se da la empresa pública, muestra que la discusión debe retomarse.

En este artículo se hace un análisis del proceso de privatización chileno bajo la perspectiva que ha ido primando en el último tiempo sobre el rol del Estado en la economía y que indica, en lo sustantivo, que no hay demasiado que hacer con las empresas públicas que no pueda ser hecho con esas empresas privadas. En la sección 2 se hace un análisis histórico del grado de involucramiento del Estado en la economía y se analiza el período más reciente en el cual Chile realizó sus principales reformas económicas e

inició procesos privatizadores. La sección 3 analiza los resultados de eficiencia y financieros que produjo esta segunda ronda de privatizaciones, y la sección 4 concluye en torno a una reflexión sobre el debate actual.

El rol económico del Estado en Chile

Orígenes del Estado Empresario

El sistema político y económico que prevaleció en Chile hasta 1973 se empezó a desarrollar en los años 30. La gran depresión fue probablemente el factor más importante y determinó el rol del Estado en la economía para los siguientes cuarenta años. Así, la gran depresión cambió la orientación de la política económica desde una visión promotora del comercio a una orientada a la economía interna.

La crisis de los años 30 repercutió en Chile mucho más que en los países vecinos¹. El nuevo gobierno reaccionó tratando de estimular el crecimiento a través de la demanda interna. Más aún, las transformaciones estructurales también tuvieron un efecto en la percepción más activa, intervencionista, que debía tener el Estado. Estas ideas fueron la base de los cambios subsiguientes.

La situación política que siguió favoreció un incremento significativo en el rol estatal y en particular, la creación de un Estado empresarial. De esta forma Chile, como la mayoría de los países latinoamericanos, iniciaron en los años 30 un proceso de industrialización. Sin embargo, el Gobierno rápidamente dejó de privilegiar el desarrollo de nuevas inversiones y se concentró progresivamente en el manejo y control de firmas. Entre 1940 y 1970 CORFO se involucró en todo tipo de actividades. El crecimiento progresivo del Estado, reflejado no sólo en la importancia de

CORFO, llevó a una progresiva descoordinación e ineficiencia en la administración pública. El tamaño del Estado alcanzó su máximo nivel a comienzos de los años 70 durante el gobierno de Salvador Allende. En 1970, cuando Allende asumió el gobierno, existían 75 empresas estatales. En 1973, cuando fue derrocado, existían más de 200. Adicionalmente, en 1973 habían 259 firmas que, intervenidas ilegalmente, estaban bajo el control del Gobierno. Así, en conjunto, el Gobierno ya sea poseyendo o a través de la intervención de firmas, tenía una importancia de casi 40% del PGB en 1973. Más aún, bajo el gobierno de Allende, el sector bancario se

una Junta Militar. Esta Junta inició un proceso de ajuste económico estructural profundo. Aunque la economía se caracterizaba por una gran cantidad de distorsiones microeconómicas y desequilibrios macroeconómicos, el déficit fiscal fue el principal objetivo a atacar. Desde el comienzo de la nueva administración, el gobierno requirió a sus agencias reducir el número de trabajadores en 20%, discontinuó todas las transferencias y subsidios, eliminó las reglas discriminatorias que favorecían a las instituciones públicas e incrementó los precios de los servicios públicos. Como resultado, las empresas del sector público mejoraron su desempeño financiero y el déficit

«En ningún país del mundo, ni siquiera en la Inglaterra de Margaret Thatcher, la privatización fue tan profunda como lo ha sido en Chile”.

encontraba casi completamente en manos estatales, y como la cuenta de capitales estaba virtualmente cerrada, el financiamiento de las firmas, dependía del control gubernamental. Aparte del gran número de firmas bajo algunas formas de control gubernamental, más de 3.000 precios, incluyendo la tasa de interés y el tipo de cambio, también estaban regulados por el Estado. Las tarifas arancelarias promedio era 105% y mostraban una gran dispersión. Los servicios sociales, tales como educación, seguridad social y salud eran provistos monopólicamente por el Estado.

El Ajuste y las Primeras Reformas de los años 70

En 1973, bajo una gran crisis política y económica Allende fue derrocado por

gubernamental cayó de un 12,4% del PGB en 1973 a cero en 1979. En cierta medida, la primera ronda de privatizaciones, además de un elemento doctrinario, se explica por la prioridad a la reducción del déficit fiscal.

En este contexto, hubo un primer grupo de firmas privatizadas, que fueron aquellas que siempre habían sido privadas, pero que habían sido intervenidas por el gobierno de Allende. Durante la primera etapa del proceso de privatización, que empezó en 1974 y duró hasta 1978, el gobierno devolvió 259 de aquellas firmas legalmente intervenidas a los dueños originales y vendió 200 firmas y bancos consideradas potencialmente competitivas, es decir, que no tenían ninguna característica de monopolio natural.

¹En 1937 el PGB de Chile era 3% mayor que su producto en 1929. En Argentina era 11% mayor y en Brasil 42% mayor. La razón por la cual Chile fue relativamente más afectado por los efectos de la depresión se encuentran en la concentración de sus exportaciones en el salitre. En 1937 el valor de las exportaciones chilenas era 74% de aquellas alcanzadas en 1929. Para detalles, ver el excelente trabajo de Sáez (1988).

En esta primera etapa el Gobierno no fijó regulaciones. Ello se fundamentaba en la idea que los controles a los monopolios naturales no eran necesarios ya que no era la intención del gobierno privatizarlos. No obstante, algunas críticas sobre este primer proceso de privatización se refieren a que el Gobierno no mostró preocupación en fijar adecuadamente los precios de los activos que estaba privatizando. Un mercado de capitales pequeño, un limitado número de oferentes (el capital extranjero, en ese tiempo, era muy cauteloso de entrar a Chile), las firmas vendidas en paquetes y, en particular, el hecho que el período en el cual la privatización ocurrió, se caracterizaba por una profunda recesión son argumentos que se han señalado para indicar por qué los precios a los cuales se vendieron las empresas habrían sido relativamente bajos.² Como no existía en esa época un mercado real para los activos que estaba vendiendo el Estado, la mayoría de las firmas se vendieron directamente. Esto hace difícil estimar si realmente hubo o no un subsidio implícito en el traspaso de las firmas.

La segunda ronda de privatizaciones

Después de concluir el primer período de privatización en 1979, el Gobierno controlaba 58 firmas (menos que las 75 que controlaba en 1970). Sin embargo, el Estado todavía mantenía bajo su tutela a Entel y a Endesa, el monopolio de larga distancia en telecomunicaciones y el monopolio de generación eléctrica, respectivamente. Adicionalmente, también el Estado controlaba Codelco, la más grande firma cuprífera chilena, Chilectra (distribución eléctrica) y CTC (monopolio de la red básica telefónica).

En 1982, tres años después que terminara el primer proceso de

privatización, la crisis de la deuda afectó fuertemente la economía chilena. Como los dos más grandes conglomerados del país, contrataban más del 50% de los créditos externos y debido a su alto endeudamiento, la mayoría de las firmas bajo su control no estuvo en condiciones de pagar la deuda que mantenían con los bancos. Hacia final de 1981, el Gobierno intervino los dos más grandes bancos y a siete financieras, lo que aumentó después. La intervención de esos bancos representó, en alguna forma, una reversión en el proceso privatizador, debido a que el Gobierno terminó interviniendo y de esa forma controlando, sobre 50 bancos y firmas. Consecuentemente, la intervención de las empresas relacionadas con los Bancos de Chile y Banco Santiago significó que algunas de las firmas fueran liquidadas, pero la mayoría de ellas, las viables, se mantuvieron en operación.

Hay un acuerdo relativamente grande en la profesión que la primera etapa de privatización presentó algunos problemas asociados a la falta de regulación financiera. Harberger (1985) argumenta que la magnitud de la crisis bancaria en los principios de los años 80 obedeció principalmente a la falta de la Superintendencia de Bancos para reconocer los créditos malos. Esto hacía posible formar conglomerados con inversiones bursátiles que podrían incrementar notablemente el riesgo que enfrentaban. Adicionalmente, las prácticas de eludir y evadir el espíritu de la regulación de valores para incrementar el endeudamiento, permitió exceder estos límites a niveles indeseables. Posiblemente ello llevó a que en la primera mitad de los 80 se produjera un intento serio y profundo de generar un marco regulatorio para las empresas públicas que está de acuerdo con los conceptos más modernos de regulación. En 1985, el Gobierno inició la «reprivatización» de

las firmas que había intervenido un par de años antes como consecuencia de la crisis financiera. Lo más relevante de esta etapa fue la privatización de firmas que tradicionalmente habían sido consideradas monopolios naturales.

Durante esta segunda etapa (1985-1989), el Gobierno introdujo importantes cambios en los procesos de privatización. En primer lugar, hubo gran cuidado de evitar la concentración de la propiedad y previo a la privatización de los bancos, en 1983 se promulgó una nueva ley bancaria que evitaba drásticamente los préstamos a compañías relacionadas. Así mismo, entre 1985 y 1987 el Gobierno introdujo nuevas reglas aplicables a la Bolsa de Comercio, a los Seguros y a los Fondos Mutuos. El Gobierno también permitió que sólo inversores precalificados participaran en las compras de las empresas, y en el caso que el inversor fuera un conglomerado económico se requirió un pago al contado de 100%.

Para apoyar políticamente el proceso de reprivatización el Gobierno vendió firmas creando incentivos especiales de modo de permitirle a los trabajadores adquirir y mantener acciones. Esta política, denominada «capitalismo popular», también pretendió reducir la concentración de la propiedad. En esencia, el objetivo era atraer el interés de los trabajadores, compensar sus eventuales pérdidas, y en definitiva, promover políticamente las privatizaciones. Adicionalmente, el Gobierno evitaba valorizar muy precisamente los activos a privatizar.

Con la reprivatización de los activos en 1985 el Gobierno también anunció su intención de privatizar importantes firmas que no habían sido incluidas en la primera ronda. Algunas de ellas eran productoras de bienes transables, tales como, Soquimich (Nitratos, salitre), Iansa (Refinadora de azúcar) y otras

²Veáse especialmente, Edwards y Edwards (1987).

eran consideradas monopolio naturales, como por ejemplo, Entel, CTC y Endesa. El primer anuncio de privatización estableció una meta bastante conservadora, al señalarse que el Gobierno no perdería el control de esas firmas. La privatización de éstas se llevó a cabo en un período de 3 años.

Lecciones de la segunda ronda de privatizaciones en Chile ³

Una de las preguntas más relevantes que cabe hacer en el caso chileno es por qué, a pesar de ser considerado un ejemplo de privatización en el mundo, y un ejemplo en muchos grados digno de imitarse, en el propio Chile el proceso privatizador se ha tendido a estancar más allá de lo que naturalmente cabría esperar. Los argumentos conceptuales para favorecer la empresa privada sobre la pública no permiten dilucidar completamente la real conveniencia de un esquema de propiedad. La sabiduría convencional sobre la estructura de propiedad muestra la existencia de una serie de 'trade-offs', que sólo al análisis empírico pudiera iluminar.⁴ En lo que sigue se reporta la evidencia empírica disponible sobre los efectos de las privatizaciones sobre siete variables financieras, basados en una muestra de 22 empresas chilenas privatizadas durante la segunda ronda de privatizaciones; además, cuando se estima pertinente, se compara con evidencia internacional.

La esencia de las pruebas empíricas realizadas para el mercado nacional consiste en comparar el nivel de indicadores contables pre y post privatización. Para ello, se obtienen los promedios de los indicadores cuatro años antes y cuatro años después de la privatización. Dichos promedios se restan entre sí, y se realiza un test de significancia de la diferencia. Considerando el tamaño de la muestra



(22 datos) y que las razones contables no siguen una distribución normal, el test t de significancia estadística no puede ser aplicado. Por ello, se utilizó el test no paramétrico de Wilcoxon (en base a la distribución normal estándar)

Rentabilidad

El fundamento teórico más reciente para esperar que la privatización aumente la rentabilidad proviene de Boycko, Shleifer y Vishny (1993), quienes desarrollaron una teoría de privatización, según la cual existirían dos problemas de agencia que explican una escasa rentabilidad de las firmas estatales: (i) un problema de agencia del administrador, quien puede no tener suficientes incentivos para esforzarse en realizar una gestión exitosa, estudiado

en la visión tradicional, y (ii) un problema (significativamente mayor) de agencia del gobierno, quien puede procurar que la firma persiga objetivos distintos a la simple maximización de beneficios (como por ejemplo, maximizar producción para aumentar el empleo, etc.).

El problema no consistiría en que el Gobierno no pueda operar eficientemente una firma, sino que no quiere hacerlo, porque persigue objetivos político-sociales. En una economía socialista, si la firma es estatal, obtiene gratuitamente estos objetivos. Sin embargo, y en esto está la diferencia en predicciones de los dos modelos, en el segundo la mera privatización de la firma no basta para mejorar la eficiencia. El problema radica en que el Gobierno

³ Esta sección se basa en "Privatizaciones en Chile: eficiencia y políticas financieras", de Carlos Maquieira V y Salvador Zurita, Estudios de Administración, volumen 3, número 2, primavera 1996.

⁴ Véase la excelente síntesis de teorías de contratos e incentivos de Laffont y Tirole (1993).

podría encontrar una forma de inducir al administrador a perseguir sus objetivos socio-políticos por medio de pagos directos (coimas) o, si ello es muy difícil o ilegal, por medio de subsidios a la producción, que lo llevan a elegir un mayor nivel de producto, y en consecuencia, de empleo. En definitiva, existiría una «tecnología de transferencia» que permitiría al Gobierno efectuar pagos directos o indirectos al administrador para inducirle a cambiar el objetivo con que administra la firma. En consecuencia, para que la privatización sea realmente exitosa en mejorar la eficiencia, es necesario además hacer prohibitivamente caro para el Gobierno el inducir al administrador a seguir su objetivo, lo que requiere privatizar los flujos de caja de la empresa (además del control).

emprendidas por los privados flujos de caja más altos en el futuro. Por ejemplo, una empresa que invierte (y la inversión aumentó en el período post-privatización, ver resultados más abajo) en proyectos con maduración larga podría tener pérdidas contables durante los años de inversión y comenzar a generar ganancias contables después del período post-privatización utilizado para comparar.

Eficiencia

La reducción de los problemas de agencia ya mencionados también implican que las empresas privatizadas debieran tender a exhibir una mayor eficiencia. Este argumento teórico es consistente con las motivaciones usuales de gobiernos para privatizar, según las cuales la inserción de las empresas estatales en mercados competitivos y abiertos al comercio internacional, permite esperar que las firmas empleen sus recursos humanos, financieros y tecnológicos en forma más eficiente. En caso de monopolios, una condición necesaria es que sean debidamente regulados para que produzcan la cantidad socialmente óptima, de otra manera se corre el riesgo de traspasar el poder monopólico desde el Estado hacia el sector privado, sin obtener la deseada mejora en eficiencia.

Maqueira y Zurita (op cit) reportan que indicadores de eficiencia mejoraron significativamente, ya sea ventas totales por trabajador como utilidad neta por trabajador, consistente con aumentos en eficiencia producto de la privatización, y este resultado se mantiene al controlar por los movimientos en el mercado.

Además, este resultado es especialmente fuerte considerando que las empresas fueron preparadas para su venta por medio de reglas que estimulaban la eficiencia (por ejemplo, en varias oportunidades el Estado

cambió los ejecutivos antes de venderlas, para que comenzaran a ser administradas con criterios privados).

Inversión

Se puede pensar que las empresas estatales tienden a invertir más que las privadas, debido a que muchas de ellas han sido creadas para proveer al estado de una herramienta de inversión ya que contarían con los recursos y la capacidad de endeudamiento del gobierno que las sostiene. Sin embargo, puede también argumentarse que las empresas estatales se comportan de modo opuesto, es decir, que invierten menos que las firmas privadas, debido a (i) El sector privado descuenta sus proyectos de inversión a una tasa menor, puesto que su costo alternativo es también inferior; el Estado hace competir los proyectos de sus empresas con proyectos que poseen generalmente beneficios sociales que los hacen mucho más rentables que los proyectos de inversión de las empresas estatales. Por este motivo, las empresas privatizadas pueden emprender proyectos que antes no le eran rentables, aprovechando al máximo las oportunidades de crecimiento que se les presentan; (ii) las firmas privatizadas pueden acceder a los mercados accionarios y de títulos de deuda, lo que antes les estaba vedado; (iii) si la privatización va acompañada de una apertura de los mercados, las empresas pertenecientes anteriormente al Estado deben realizar grandes inversiones para poder competir con las firmas privadas existentes, (iv) tendencia de las empresas públicas a ser intensivas en mano de obra, y no en capital, en sus procesos productivos, debido a presiones para convertirlas en entes reguladores del desempleo y (v) las empresas privatizadas deben llevar a cabo planes de mantención que fueron postergados por años a causa de las restricciones financieras del Estado.

La evidencia internacional tiende a apoyar la hipótesis que la privatización mejora la rentabilidad.⁵ Al comparar las rentabilidades post y pre privatización con cinco indicadores⁶ para las 22 empresas de la segunda ronda en Chile, se encontró que la rentabilidad aumenta (estadísticamente con un nivel de significancia de 1%), consistente con la hipótesis que la privatización conduce a mejores rentabilidades. Sin embargo, cuando controlan por los movimientos del mercado tres indicadores se vuelven no significativamente distintos de cero, y dos muestran una baja significativamente distinta de cero en la rentabilidad: resultado operacional sobre ventas totales y resultado operacional sobre activos totales.

Maqueira y Zurita (op. cit.) atribuyen este resultado a que los indicadores utilizados para medir rentabilidad son particularmente ruidosos, en el sentido que todos ellos se basan en mediciones de utilidad contable y por ello miden utilidades de corto plazo, mientras que posiblemente las inversiones

⁵ Ver por ejemplo, Pryke (1982), Boardman y Vining (1989), Galal, Jones, Tandon y Vogelsang (1994) y Megginson, Nash y van Randenborgh (1994)

⁶ Los indicadores utilizados fueron los indicadores de utilidad neta sobre ventas totales, utilidad neta sobre activos totales, retorno sobre patrimonio, resultado operacional sobre ventas totales, resultado operacional sobre activos totales

Los resultados presentados por Maqueira y Zurita (op cit) son consistentes con la hipótesis de una mayor inversión en empresas privadas, medida por los indicadores inversión de capital sobre ventas totales e inversión de capital sobre activos totales. Al controlar por el mercado se mantiene el aumento significativo en la inversión en los dos indicadores.

Empleo

Uno de los principales temores sobre los procesos privatizadores, y también una de las principales críticas que se les hace, es que los aumentos de eficiencia y rentabilidad pueden ser conseguidos a costa de fuertes disminuciones en las dotaciones de personal. Lo anterior se basa en que las empresas privatizadas, en su afán por lograr mayor eficiencia, se hacen más intensivas en capital, adquiriendo tecnología moderna. Este aspecto no es estudiado explícitamente en el modelo de Boycko et al, pero una lectura directa indicaría que dado que el Gobierno desea producir más de lo que es óptimo para aumentar el empleo, si se lleva a cabo una reestructuración eficiente, el empleo efectivamente disminuiría.

Sin embargo, otros argumentan que este efecto negativo sobre el empleo se ve compensado por el mayor crecimiento de las empresas privatizadas, lo que provocaría incluso un aumento en la dotación de trabajadores de estas empresas. La discusión anterior sugiere que el efecto sobre el empleo es ambiguo.

Maqueira y Zurita (op cit) prueban la hipótesis nula que el empleo post privatización es mayor al pre privatización, y encuentran que número de trabajadores aumentó (significativamente al 1%), pero que al corregir por mercado este efecto se vuelve no significativo. Los autores atribuyen este resultado a los efectos

compensatorios en esta variable, discutidos anteriormente.

Endeudamiento

Argumentos esgrimidos por varios autores⁷ sugieren que la privatización reduciría la razón de endeudamiento de las firmas porque:

(i) La firma quedará expuesta a un mayor riesgo de quiebra luego de dejar de ser propiedad estatal; (ii) el retiro de las garantías estatales de la deuda incrementará el costo de endeudarse de la firma; (iii), si la privatización es acompañada de una regulación del mercado y/o expansión de las oportunidades de inversión, podría suceder que la firma dependiese más fuertemente del financiamiento vía

práctica, puesto que de todas formas la utilidad antes y después de impuesto es del Estado. Adicionalmente, debido a que los administradores concentran su riqueza en capital humano, procurarán disminuir el riesgo de la empresa tomando menos deuda que el óptimo para disminuir el riesgo de su riqueza (Jensen, Solberg y Zorn, 1992); este problema se agudiza en una empresa estatal debido a que la propiedad está ampliamente diluida por definición, lo que hace que los administradores de firmas estatales estén menos monitoreados y puedan disminuir más fácilmente la deuda por debajo del óptimo; al ser privatizada la firma, los administradores serán más controlados, y deberán aumentar el nivel de deuda acercándose al óptimo. Finalmente, la

El problema no consistiría en que el Gobierno no pueda operar eficientemente una firma, sino que no quiere hacerlo, porque persigue objetivos político-sociales.

retención de utilidades y emisión de acciones para evitar el problema de subinversión detectado por Myers (1977); y por último, (iv) la empresa privatizada tiene acceso al mercado accionario nacional y extranjero, a diferencia de la empresa estatal que no tiene acceso a estos mercados. Esto provoca que las empresas públicas sólo puedan aumentar su capital vía recursos fiscales o retención de utilidades.

Sin embargo, debe tenerse presente que también hay incentivos a aumentar el leverage por el escudo tributario que provee (Modigliani y Miller, 1963); al respecto, el impuesto que pagan algunas firmas estatales no es impuesto en la

teoría de señales ha mostrado que la deuda puede ser usada por administradores para comunicar al mercado el valor esperado de sus flujos de caja (Ross 1977). En este sentido un aumento en las obligaciones fijas señala que la gerencia espera mayores flujos de caja en el futuro. Una firma estatal no requiere comunicar esta información porque no se transa en el mercado, así que el rol de señales de la deuda surge al privatizarse. En suma, hay tres argumentos para que las empresas privatizadas aumenten la deuda: (i) ventajas tributarias, (ii) mayor monitoreo de los accionistas, y (iii) la deuda puede ser utilizada como señal de mayores flujos futuros.

⁷ Ver por ejemplo, Myers (1977), Bradkey, Jarrel y Kim (1984)

En conclusión, el efecto de privatizaciones sobre endeudamiento de las firmas es ambiguo. Consistente con estos efectos contrapuestos, Maquieira y Zurita (op cit) encuentran que ninguno de los cuatro indicadores de endeudamiento utilizado (pasivos exigibles totales sobre activos totales, pasivos exigibles sobre patrimonio, pasivo de largo sobre activos totales y pasivos de largo plazo sobre patrimonio) fue significativo. Al corregir por mercado, sin embargo, tres indicadores son consistentes con un aumento significativo en el nivel de deuda: pasivo total sobre activos totales, pasivo de largo plazo sobre activos totales y pasivo de largo plazo sobre patrimonio, consistente con que las firmas hayan valorado el ahorro tributario por sobre las otras variables (mayor riesgo de quiebra, luego mayor costo de deuda y posible mayor retención de utilidades). Debe notarse, sin embargo, que el grupo de control tiene la limitante de referirse a todo el mercado, y existe evidencia de razones de endeudamiento diferentes para diferentes industrias, lo que debilita esta comparación.

Dividendos

Miller y Rock (1985) desarrollan un modelo basándose en el problema de asimetría de la información que existe entre los inversionistas externos y los administradores de la empresa. Estos últimos poseen mejor y mayor información que los inversionistas externos y a la vez tienen incentivos para dar a conocer su información superior. Una forma de comunicar esta información es a través de la política de dividendos: un anuncio de dividendos por sobre lo que el mercado espera es interpretado como que la firma tiene ganancias corrientes por sobre lo que se esperaba, lo cual lleva a los inversionistas a revisar sus expectativas de ingresos futuros. Considerando que los administradores no desean bajar los

dividendos en el futuro, el mercado infiere que la firma espera mayores ganancias para poder hacer frente al mayor pago de dividendos y por lo tanto esto será incorporado en el precio corriente de la acción a través de un aumento del mismo. Esta predicción ha sido corroborada sistemáticamente en la literatura.⁸

Por otra parte, Jensen y Meckling (1976) destacan el papel de la política de dividendos como un mecanismo para mitigar el problema de agencia que se produce entre los inversionistas externos y los administradores. Estos últimos tienen incentivos a consumir recursos por sobre lo necesario en la firma, lo que lleva a una reducción del valor de la misma. Así, mientras más atomizada esté la propiedad del patrimonio mayores son los incentivos a despilfarrar recursos y luego mayor el costo de agencia. El pago de más dividendos deja menos recursos en manos de los administradores así mitiga el problema del consumo extraordinario de recursos. Rozeff (1982) considera la relación empírica entre la razón de pago de dividendos y el porcentaje de acciones en mano de administradores y encuentra que existe una relación inversa.

La literatura citada sugiere como hipótesis de trabajo que privatización lleva a aumentos del pago de dividendos debido a las siguientes razones: (i) el cambio desde un único dueño (el Estado) a muchos pequeños accionistas, aumenta el grado de asimetría de la información entre administradores y propietarios, y (ii) El pago de dividendos sirve como mecanismo de control en aquellas empresas en que la propiedad está atomizada.

Maquieira y Zurita (op cit) reportan resultados de pruebas empíricas realizadas con tres indicadores, obteniéndose que el indicador

dividendos pagados sobre ventas totales aumentó significativamente, pero no se detectaron diferencias significativas en utilidades retenidas sobre utilidades totales ni en dividendos pagados sobre utilidad neta. Además, este resultado es económicamente relevante porque las medias de dividendo sobre utilidad neta en los períodos de pre y post privatización superaron el 30% mínimo legal (fueron 56% y 74% respectivamente)

Por otra parte, al controlar por el mercado se detecta más marcadamente un aumento en dividendos: el indicador dividendos pagados sobre ventas aumentó significativamente, y en cambio en utilidades retenidas sobre utilidades disminuyó significativamente, consistente con mayores dividendos repartidos se retienen menos utilidades. Finalmente, el indicador dividendo sobre utilidades se mantuvo sin variar significativamente. La evidencia global, por lo tanto, respalda la hipótesis de mayores dividendos en empresas privatizadas.

Liquidez

La última variable financiera que examinamos es la liquidez, es decir, la capacidad de una empresa para enfrentar sus compromisos de corto plazo. Consistente con una mayor eficiencia, es razonable esperar que la liquidez de la firma disminuya, porque las firmas privatizadas podrían optimizar su capital de trabajo, haciéndolo rotar más frecuentemente para financiar los mismo pasivos. Además, las firmas privatizadas tenderían a aprovechar sus oportunidades de crecimiento, lo que sube el costo de oportunidad de los fondos mantenidos en caja. Estos argumentos no implican que las empresas privadas no den cumplimiento a sus compromisos de corto plazo sino que, además de ser líquidas, se preocupan de su solvencia.

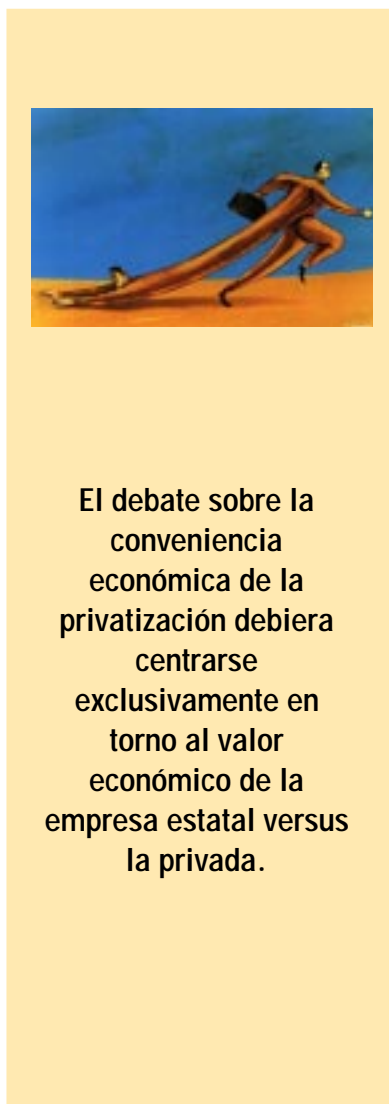
8 Ver por ejemplo en estudios de iniciación de dividendos: Asquith y Mullins (1983), Healy y Palepu (1988), Venkatesh (1989), John y Lang (1991) y Lipson, Maquieira y Megginson (1995).

Se utilizaron dos indicadores de liquidez: activo circulante sobre pasivo circulante y la prueba ácida; ambos tuvieron una disminución significativa en el período post privatización, consistente con la hipótesis inicial. Sin embargo, este resultado se pierde al controlar por mercado, donde estas dos razones no tienen cambio significativo. Este último resultado tiene la limitante que el grupo de control fue el mercado completo, y hay evidencia que la liquidez varía por sectores. En consecuencia, la corrección por mercado puede no ser la más conveniente.

Argumentos que Questionan Privatizar

La historia enseña que el rol del Estado muchas veces tuvo que ver con la debilidad del sector privado para invertir, debilidad que provenía de la misma intervención estatal. Más aún, los argumentos para justificar privatizaciones fueron los mismos a los usados para estatizar: la búsqueda del bienestar de largo plazo, aunque la práctica sugiere que frecuentemente estuvieron motivados por situaciones coyunturales.

Sin embargo, la fuerza de los argumentos en torno al bienestar social para privatizar es particularmente clara en el período más reciente. Al examinar lo que hemos aprendido de nuestra propia experiencia de privatizaciones, encontramos evidencia consistente con que la privatización ayuda a obtener mayor eficiencia, mayores niveles de inversión, y se traduce en mayores dividendos para los accionistas. Por otra parte, aunque se detectaron aumentos en la rentabilidad de las compañías, estos efectos no son claros al controlar por el mercado (lo que puede atribuirse a la dificultad de medir rentabilidad con datos contables cuando las inversiones maduran a más largo plazo). Asimismo,



El debate sobre la conveniencia económica de la privatización debiera centrarse exclusivamente en torno al valor económico de la empresa estatal versus la privada.

en lo que podría ser una legítima objeción por sus implicancias sociales, se detectó que la privatización no redujo los niveles de empleo (al controlar por el mercado incluso los aumentó), y no tuvo impacto significativo sobre los niveles de deuda, y probablemente disminuyó los niveles de liquidez, consistente con un manejo más eficiente del capital de trabajo.

Una pregunta que evidentemente se debe hacer a la luz de los hechos, es por qué no se continúa con las privatizaciones, incluyendo empresas tan significativas como Codelco. Aparte

de argumentos que no pueden controvertirse, pues se basan en conceptos no definidos por sus sostenedores, como “valor estratégico”, hay al menos dos argumentos que han sido base para una oposición técnica y que cabe referirse, pues dan luz sobre la fuerza que adquiere una visión mucho más activa en esta materia. Un primer argumento tiene que ver con la idea que fundamenta que el Estado debe regular empresas con poder monopólico. Empresas que se privatizan suelen requerir regulación y la falta de un entorno regulatorio adecuado suele ser la razón dada para postergar la privatización de activos.

La falta de un esquema regulatorio claro y creíble no sólo impide obtener mayor precio por la venta de los activos (elemento si bien no de eficiencia, de justicia), si no que muy particularmente, resulta ineficiente porque fomenta a que grupos de interés incurran en costos para determinar los cursos de acción que les sean propicios y que no necesariamente resultan en los más adecuados desde el punto de vista técnico. Sin embargo, la evidencia en el caso chileno no apoya la pertinencia de una serie de críticas sobre el marco regulatorio en los casos de la industria eléctrica y de telecomunicaciones. En otra parte he concluido que en general los costos asociables a fallas de regulación fueron pequeños, especialmente en relación a las ganancias en bienestar producto de los incrementos en eficiencia. Más aún, los costos incurridos no son atribuibles al marco legal, sino que a la implementación inadecuada de la regulación en la práctica.

Más importante, sin embargo, las críticas que surgen en cuanto a los costos de regular empresas privadas son válidas independientemente de si las empresas son o no privadas. En efecto, si bien los incentivos privados por

maximizar beneficios pueden conducir a costos sociales por la falta de control sobre monopolios, la falta de control sobre empresas públicas puede llevar a un costo social similar por una tarificación inadecuada. Más aún, los burócratas tienen instancias de control social que por lo general son débiles, lo que pudiera agudizar los problemas de agencia presentes tanto en el caso de una empresa privada como de una pública. Consecuentemente, el tema de una regulación adecuada es propio a cualquier monopolio y no depende de éste sea o no privado.

El segundo argumento y no obstante que el debate sobre la conveniencia económica de la privatización debiera centrarse exclusivamente en torno al valor económico de la empresa estatal versus la privada, éste se ha oscurecido al introducir un cuestionamiento que dice relación con el destino de los fondos recaudados con la privatización.

representadas en el poder legislativo, hacen uso de riqueza que también, en un sentido amplio, pertenece a generaciones futuras hoy no representadas.

Las críticas sobre los efectos de una privatización sobre el manejo de política monetaria y fiscal tienen, a su vez, contra argumentos parecidos. El temor que un monto de recursos sustancial que el Estado pudiera disponer en el tiempo lo pueda disponer de una sola vez el Gobierno de turno puede, efectivamente, traer serias consecuencias sobre el manejo económico. Así, sería dramático el efecto de monetizar de una vez los ingresos de una empresa como Codelco. De la misma forma, no disponer en el futuro de los ingresos que hoy provee esa empresa generaría serios problemas fiscales a futuros gobiernos y generaciones.

obtenidos por las ventas de activos en los años 1980s fueron destinados en gran medida al prepago de la deuda externa, lo que redujo el flujo de egresos en que tuvo que incurrir el país posteriormente. De la misma forma, depositar el dinero de la venta de activos en instrumentos de ahorro tendría un efecto similar.

Por cierto que se puede argumentar que la transformación de activos que generan flujos de ingresos a medios más líquidos eventualmente facilitaría el aprovechamiento de las generaciones presentes sobre las futuras. La liquidez de los activos que generan tales flujos, nuevamente, es materia que requiere un tratamiento legal claro que puede llevarse simultáneamente con el de la privatización. Consecuentemente, el problema está en manos de los mismos y al mismo nivel, de quienes deciden la conveniencia de privatizar.

El temor que un monto de recursos sustancial que el Estado pudiera disponer en el tiempo lo pueda disponer de una sola vez el Gobierno de turno puede, efectivamente, traer serias consecuencias sobre el manejo económico.

Efectivamente, una justificación para oponerse a una privatización de empresas importantes como Codelco en Chile ha sido que el Gobierno dispondría de un monto de dinero muy grande que podría usar en objetivos distintos al que la sociedad le debiera dar a los fondos. El argumento no requiere que el Gobierno se exceda en sus atribuciones legales, como por ejemplo gastando más de lo señalado en el Presupuesto de la Nación. En efecto, tal crítica aún es válida por ejemplo si las generaciones presentes,

La interpretación económica del temor originado en disponer de una vez algo sobre lo cual se dispone en el tiempo lo podemos interpretar fundamentalmente en un temor de que la privatización transforma un flujo de ingresos en un stock. Puesto de esta manera, es evidente que las críticas no tienen un trasfondo económico válido. La privatización puede significar transformar un flujo en un stock, pero revertir nuevamente el stock en flujo está a la mano de quienes deciden la privatización. Por ejemplo, los ingresos

Por último, considerando que no existe un real problema de transformar flujos en stocks, el argumento sobre el destino de los fondos queda más rápidamente descartado. En efecto, lo que se puede hacer con un mayor stock es transformarlo en también un mayor flujo. Consecuentemente, no es necesario debatir si la rentabilidad de los proyectos es o no la socialmente conveniente. Un mayor flujo permite hacer exactamente lo que se hace (sea o no socialmente conveniente) y algo más.