

00721
319



UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA
DE MEXICO

FACULTAD DE DERECHO

LA PRIVATIZACION COMO UNA HERRAMIENTA PARA
DESARROLLAR, AMPLIAR Y CONSOLIDAR, LOS MERCADOS
BURSATILES NACIONALES DE LOS PAISES EN DESARROLLO,
EN EL MARCO DE UNA ECONOMIA GLOBALIZADA

T E S I S

QUE PARA OBTENER EL TITULO DE:

LICENCIADO EN DERECHO

P R E S E N T A :

LUIS MIGUEL GARCIA FLORES SANCHEZ



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis esta protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.



UNIVERSIDAD NACIONAL
AUTÓNOMA DE
MÉXICO

**FACULTAD DE DERECHO
SEMINARIO DE ESTUDIOS SOBRE
EL COMERCIO EXTERIOR**

OFICIO APROBATORIO No. L.18/2003.

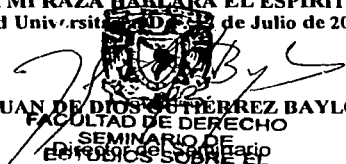
**ING. LEOPOLDO SILVA GUTIÉRREZ
DIRECTOR GENERAL DE ADMINISTRACIÓN
ESCOLAR DE LA UNAM
P R E S E N T E**

Me permito informarle que la tesis para optar por el título de licenciatura, elaborada por el pasante de Derecho **LUIS M. GARCÍA FLORES SANCHEZ** con el número de cuenta **9053958-1** en este Seminario bajo la dirección del **DR. RAFAEL SERRANO FIGUEROA** denominada "**LA PRIVATIZACIÓN COMO UNA HERRAMIENTA PARA DESARROLLAR, AMPLIAR Y CONSOLIDAR LOS MERCADOS BURSÁTILES NACIONALES DE LOS PAISES EN DESARROLLO, EN EL MARCO DE UNA ECONOMÍA GLOBALIZADA**" satisface los requisitos reglamentarios respectivos, por lo que con fundamento en la fracción VIII del artículo 10 del Reglamento para el funcionamiento de los Seminarios de esta Facultad de Derecho, otorgo la aprobación correspondiente y autorizo su presentación al jurado recepcional en los términos del Reglamento de Exámenes Profesionales y de Grado de esta Universidad.

El interesado deberá iniciar el trámite para su titulación dentro de los seis meses siguientes (contados de día a día) a aquél en que le sea entregado el presente oficio, en el entendido de que transcurrido dicho lapso sin haberlo hecho, caducará la autorización que ahora se le concede para someter su tesis a examen profesional.

Sin otro particular, reciba un cordial saludo.

ATENTAMENTE
"POR MI RAZA HABLARÁ EL ESPÍRITU"
Ciudad Universitaria, D.F. de Julio de 2003.


DR. JUAN DE DIOS GUTIÉRREZ BAYLÓN
FACULTAD DE DERECHO
SEMINARIO DE ESTUDIOS SOBRE EL
COMERCIO EXTERIOR

JDGB.hgg.

Autorizo a la Dirección General de Bibliotecas de la UNAM a difundir en formato electrónico e impreso el contenido de mi trabajo excepcional.

NOMBRE: Luis Miguel García-Flores
Sánchez

FECHA: 02-Sept-03

FIRMA: [Firma]

**LA PRIVATIZACIÓN COMO UNA
HERRAMIENTA PARA DESARROLLAR,
AMPLIAR Y CONSOLIDAR,
LOS MERCADOS BURSÁTILES NACIONALES
DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO, EN EL
MARCO DE UNA ECONOMÍA GLOBALIZADA.**

LUIS MIGUEL GARCÍA-FLORES SÁNCHEZ

MA, GRACIAS POR HABERME HECHO LO QUE SOY.
ESPERO QUE SIEMPRE ESTES ORGULLOSA DE MI.
TE EXTRAÑO CADA DIA MAS.

PA, SIEMPRE HAS SIDO MI GRAN ALIENTO,
MI EJEMPLO A SEGUIR, Y MI INIGUALABLE AMIGO.
ESPERO NUNCA DEFRAUDARTE.

LEO Y MANANA, GRACIAS POR ENTREGARME SIEMPRE
TODO SU AMOR, CARIÑO, APOYO Y RESPETO.
GRACIAS POR CRECER CONNIGO
Y SER SEMPRES MIS MEJORES AMIGAS.

DO, GRACIAS POR LLEGAR Y, EN LO NECESARIO, PONER ORDEN EN MI VIDA.
SOY FELIZ COMPARTIENDOLA A TU LADO.
GRACIAS POR COMPARTIR Y APOYAR TODOS MIS SUEÑOS.
TE AMO.

D

TIO RAFA , MUCHAS GRACIAS POR ALENTARME
Y APOYARME, DIA A DIA, EN ESTA Y TODAS MIS METAS.

PACO, PAM Y JULIO, MIL GRACIAS POR SER
UNA EXTENSION TAN IMPORTANTE DE MI FAMILIA,
DE ESTA, Y DE TODAS MIS METAS.

DR. RAFAEL SERRANO, MUCHAS GRACIAS POR TU APOYO,
PACIENCIA Y DEDICACION PARA HACER REALIDAD ESTE PROYECTO.

CHACHO, EDUARDO Y HORACIO, GRACIAS POR TODO SU APOYO.
USTEDES, JUNTO CON PEPE, TOÑO, ENRIQUE, MIGUEL Y DANIEL, HAN
ESTADO CONMIGO EN ESTA META Y MUCHOS OTROS GRANDES MOMENTOS.
SIGAMOS SIEMPRE JUNTOS.

PICHON, NIEVES, ELENA, ANGEL, OCTAVIO, MAESTRO VICTOR CARLOS,
TIO LUIS Y FAMILIA, TIO RAFA Y FAMILIA, TIA NENA Y FAMILIA,
TIO PEPE Y FAMILIA, ABUELOS,
MISION CUMPLIDA. GRACIAS POR TODO SU APOYO.



**UN AGRADECIMIENTO MUY ESPECIAL A TODOS LOS QUE HAN COLABORADO
PARA HACER POSIBLE ESTE LOGRO, ESPECIALMENTE A:
DR. GUTIERREZ BAYLON, ESTANISLAO SANDOVAL, JAVIER BOMBELA,
LAURA LOVERA, PATRICIA MANCERA, RAFAEL ROSAS,
JUAN JAIME MARISCAL, RAFAEL Y RODOLFO.
LO LOGRAMOS.**

T

**LA PRIVATIZACIÓN COMO UNA HERRAMIENTA PARA DESARROLLAR, AMPLIAR Y CONSOLIDAR, LOS
MERCADOS BURSÁTILES NACIONALES DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO EN EL MARCO DE UNA ECONOMÍA
GLOBALIZADA.**

Índice	P. i.
Introducción	P. iv.
Capítulo 1	
1.1 PERSPECTIVA HISTÓRICA	P. 1.
1.2 LA EXPERIENCIA MEXICANA CON LA PRIVATIZACIÓN	P. 3.
1.3 LA ERA DEL PORFIRIATO	P. 4.
1.4 EL PERÍODO DE LA REVOLUCIÓN (1910-1940)	P. 6.
1.5 LA ERA DE PRIVATIZACIÓN POSTERIOR A LA REVOLUCIÓN	P. 8.
1.6 LA SEGUNDA RONDA DE NACIONALIZACIONES	P. 10.
1.7 LA ERA MODERNA DE PRIVATIZACIÓN	P. 20.
1.7.1 EL INCREMENTO Y LA CAÍDA DEL MODELO DE EMPRESAS DE PROPIEDAD ESTATAL	P. 20.
1.8 EL CICLO DE PRIVATIZACIÓN DE LOS 80	P. 25.
1.9 POR QUÉ PRIVATIZAN LOS GOBIERNOS	P. 30.
1.10 OBJETIVOS DE UN PROCESO DE PRIVATIZACIÓN	P. 31.
1.11 TÉCNICAS DE PRIVATIZACIÓN	P. 33.
1.11.1 SUBASTAS	P. 34.
1.11.2 INVERSIONISTAS ESTRATÉGICOS	P. 35.
1.11.3 COINVERSIONES	P. 37.
1.11.4 PRIVATIZACIONES MASIVAS	P. 39.
1.11.5 OFERTA PÚBLICA INICIAL DE ACCIONES	P. 39.

CAPITULO 2

2.1 IMPACTO DE LAS PRIVATIZACIONES POR EMISIÓN DE ACCIONES EN EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE VALORES	P. 44.
2.2 COMPARACION ENTRE ECONOMIAS DE MERCADO CONTRA ECONOMÍAS <i>BANCARIAS</i>	P. 52.
2.3 VENTAJAS DE LAS PRIVATIZACIONES MEDIANTE EMISIÓN DE ACCIONES CONTRA OTROS MECANISMOS DE PRIVATIZACIÓN.	P. 55.
2.4 ACCESO A LOS MERCADOS INTERNACIONALES	P. 61.

CAPITULO 3

3.1 EL USO Y LA IMPORTANCIA DE LOS <i>AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS</i> (ADRS) PARA OBTENER ACCESO A LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES	P. 65.
3.2 LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS ESTADOUNIDENSES	P. 66.
3.3 LAS VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS ADRS PARA LOS INVERSIONISTAS ESTADOUNIDENSES	P. 71.
3.4 VENTAS Y DESVENTAJAS DE LOS ADRS PARA LAS COMPAÑÍAS EXTRANJERAS	P. 72.
3.5 ESTRUCTURA DE LOS <i>AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS</i>	P. 76.
3.6 PROCESO DE EMISIÓN DE ADRS	P. 77.
3.7 PROGRAMAS DE ADRS NO PATROCINADOS	P. 78.
3.8 PROGRAMAS DE ADRS PATROCINADOS	P. 79.
3.9 DIFERENTES NIVELES DE <i>AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS</i> PATROCINADOS Y SUS IMPLICACIONES.	P. 80.
3.9.1 PROGRAMA DE ADRS DE NIVEL I	P. 83.
3.9.1.1 <i>Operación</i>	P. 83.
3.9.1.2 <i>Reglamentos y divulgación</i>	P. 83.
3.9.2 PROGRAMA DE ADRS DE NIVEL II	P. 85.
3.9.2.1 <i>Operación</i>	P. 85.
3.9.2.2 <i>Reglamentos y divulgación</i>	P. 85.
3.9.3 PROGRAMA DE ADRS DE NIVEL III	P. 87.
3.9.3.1 <i>Reglamentos y divulgación</i>	P. 87.
3.9.4 PROGRAMA DE ADRS CONFORME A LA REGLA 144A	P. 89.
3.9.4.1 <i>Operación</i>	P. 89.
3.9.4.2 <i>Reglamentos y divulgación</i>	P. 90.
3.9.5 RECIHOS DE DEPÓSITO DEL REGLAMENTO S	P. 91.

3.9.5.1 <i>Operación</i>	P. 91.
3.9.5.2 <i>Reglamentación y divulgación</i>	P. 91.
3.10 PARTICIPANTES CLAVE EN UN PROGRAMA DE ADRS	P. 92.
3.10.1 BANCO DEPOSITARIO	P. 92.
3.10.2 BANCO DE INVERSIÓN	P. 94.
3.10.3 CONSULTORES JURÍDICOS	P. 95.
3.10.4 CONTADORES	P. 96.
3.11 RELACIÓN Y VALOR DE LOS ADRS	P. 96.
3.12 EL USO DE <i>AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS</i> COMO DIVISA DE ADQUISICIÓN	P. 98.
3.13 DESEMPEÑO A LARGO PLAZO DE LAS EMISIONES DE ADRS	P. 101.
3.14 PRECONDICIONES NECESARIAS PARA UN PROCESO DE PRIVATIZACIÓN SIN PROBLEMAS	P. 105.
3.15 Posibles aspectos negativos sobre un proceso de privatización a través de OPI	P. 108.
CONCLUSIONES	P. 110.
BIBLIOGRAFÍA	P. 116.

**LA PRIVATIZACIÓN COMO UNA HERRAMIENTA PARA DESARROLLAR, AMPLIAR Y
CONSOLIDAR LOS MERCADOS BURSÁTILES NACIONALES DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO.**

¡Cómo ha cambiado el mundo! En los últimos 20 años, los gobiernos en las economías de mercado al rededor del mundo han privatizado cada una de las empresas estatales en las áreas de siderurgia, energía, telecomunicaciones y servicios financieros que los premios Nobel vieron nacionalizarse con su aprobación unas décadas antes.¹

Las Empresas públicas y los bancos deben privatizarse, tantos y tan pronto como sea posible... el estado debe salirse del negocio de la producción. (Todos, repiten los entusiastas del *Consenso de Washington*, saben que los gobiernos son malos productores). En cambio, el gobierno debe dedicarse a solucionar los problemas sociales y desarrollar las condiciones para ofrecer rentabilidad a las empresas privadas.²

Introducción

Esta tesis presentará una descripción general sobre la manera en que la privatización se ha desarrollado a lo largo del tiempo, y de manera más específica expondrá las tendencias actuales en las privatizaciones, empezando con las privatizaciones masivas en el Reino Unido de la década de 1980, que ayudaron a infundir una ola de inversión y desarrollo en los mercados financieros internacionales, la cual a la larga sirvió como una herramienta importante para el desarrollo y la consolidación de muchas economías en América Latina y otras economías, tanto en desarrollo como desarrolladas. Al hablar sobre la experiencia de

¹ Andrei Shleifer, *State Versus Private Ownership*, (NAT'L BUREAU OF ECO. RESEARCH, Documento de trabajo No. 6665, 1998), p.4.

² Tamara Lothian, *The Democratized Economy in Latin America*, CORNELL INT'L L. J. (1995), p. 177. (explicación de uno- privatización - de los cuatro componentes principales -Estabilización ortodoxa, Liberalización, Orientación a la exportación y Privatización) del llamado *Consenso de Washington*).

la privatización en América Latina, nos concentraremos principalmente en la experiencia mexicana con la privatización, debido a que ha sido uno de los principales programas de privatización, no sólo en América Latina sino en todo el mundo.

En este sentido es importante señalar que la presente tesis no pretende analizar de manera específica el desarrollo o la reglamentación de las privatizaciones en México, motivo por el cual no se ha realizado un estudio específico del sistema jurídico mexicano aplicable a las privatizaciones. Por el contrario, la estructura de este trabajo pretende integrar y presentar la experiencia de México en la rama de las privatizaciones entremezclada con el contexto internacional, tratando de demostrar que, a nivel global, la privatización de Empresas de Propiedad Estatal (EPE) o "State Owned Enterprises" ("SOE", por sus siglas en inglés) es el mejor vehículo para hacer que las mismas sean más eficientes, así como un gran catalizador para el desarrollo y consolidación de los mercados financieros de los países que las llevan a cabo, especialmente cuando dichas privatizaciones se llevan a cabo mediante el mecanismo denominado *Share Issue Privatization* ("SIP", por sus siglas en inglés) o "Privatizaciones mediante Emisión de Acciones" ("PEA").

Como resultado de lo anterior, la bibliografía utilizada en el presente trabajo cubre de manera inicial los procesos históricos de privatización en México, para posteriormente investigar y documentar de manera profunda, los procesos y efectos de la privatización desde una perspectiva internacional, tomando como principales detonadores, en primer lugar, el extensivo proceso privatizador del gobierno de la Primer Ministra Británica Margaret Thatcher durante la década de los 80, y en segundo término, el efecto que el

mecanismo de privatización denominado Privatización mediante la Emisión de Acciones tuvo, y continúa teniendo, en dichos procesos privatizadores.

Hablaremos sobre los diferentes tipos de mecanismos de privatización, con un enfoque principal en el uso y ventajas que el llamado mecanismo de Privatización mediante la Emisión de Acciones ha aportado a los gobiernos que realizan privatizaciones en todo el mundo. Entre los asuntos que abordaremos, están las razones por las cuales la privatización ha sido la única alternativa verdadera para suplantar el modelo de Empresas de Propiedad Estatal – ampliamente asociado con la ineficiencia, la corrupción y la falta de profesionalismo gerencial. También hablaremos acerca de por qué los gobiernos de todo el mundo utilizan cada vez más el método de Privatización mediante la Emisión de Acciones como el mecanismo de privatización preferido y cómo se compara con otros mecanismos de privatización. En este respecto, analizaremos el principal instrumento utilizado por las compañías privatizadas al ingresar en los mercados financieros de Estados Unidos, esto es, el *American Depositary Receipt* (Recibo Depositario Estadounidense) y describiremos no sólo cómo funcionan, sino también comentaremos sobre el uso cada vez mayor del *American Depositary Receipt* como una nueva “divisa de adquisición”, cuando las empresas no estadounidenses se embarcan en una fusión o adquisición de una compañía estadounidense.

Finalmente, concluiremos comentando sobre la razón por la cual considero que, la privatización funciona, así como qué debe considerarse al iniciar un proceso de privatización para asegurar una transición sin problemas con beneficios a largo plazo para la economía y el desarrollo de los países que las llevan a cabo.

Capítulo 1

1.1 PERSPECTIVA HISTÓRICA

Como lo ha mostrado la historia,³ la privatización⁴ de las empresas de propiedad estatal ha sido un factor importante que ha alentado los intereses de la inversión internacional y el consiguiente crecimiento de las economías que se encontraban previamente aisladas y sus bolsas de valores nacionales, especialmente las de América Latina y otros países en desarrollo. Sin embargo, este ambiente de privatización no ha sido siempre la norma.

Durante la primera mitad del Siglo XX, muchos gobiernos alrededor del mundo se vieron involucrados en gran medida en diversos sectores de la economía, y no fue sino hasta la década de los 80, cuando se inició la fase más importante de la privatización moderna. Durante el siglo pasado, tanto durante la Gran Depresión de 1930 como durante la Segunda Guerra Mundial, los gobiernos se vieron involucrados en una gran variedad de actividades de producción, al igual que en el suministro de bienes y servicios. En Inglaterra y en muchos otros países europeos y latinoamericanos, el sentimiento generalizado era que el gobierno tenía que estar involucrado en la propiedad de los

³ Véase en general Hal S. Scott, Philip A. Wellons, *International Finance; Transactions, Policy, and Regulation, 1242 (Ninth Ed.)* "El crecimiento de las bolsas de valores en varios países en desarrollo sobrepasó el de los países industriales desde mediados de los 80". Alimentado en parte por un "apetito casi insaciable por valores de los mercados emergentes" de los inversionistas internacionales. Un *cambio clave fue la privatización*, a medida que los gobiernos vendieron las empresas de propiedad estatal al sector privado. [énfasis añadido]

⁴ J. Waddell, *Testimonio ante el "Small Business Committee of the U.S. House of Congress"* (Abril. 14, 1994) (explicación general del proceso de privatización alrededor del mundo.) Al hablar acerca de la privatización, es importante observar que el término privatización no se restringe a la simple transferencia de operaciones productivas y activos del sector público al privado a través del mejor postor o a el grupo con el capital de trabajo o tecnológico más grande. El término privatización incluye los contratos y créditos

PAGINACION

DISCONTINUA

servicios públicos, tales como la electricidad y el gas, además de las telecomunicaciones, los servicios postales y los ferrocarriles; mientras que, en otros países, se extendía la interferencia gubernamental hasta ciertas industrias manufactureras, y en otros incluso hasta los bancos propiedad del estado.⁵ A diferencia del viejo mundo, los países emergentes buscaban la intervención del gobierno por diferentes razones, principalmente como una necesidad de promover el crecimiento y una mejor distribución de los escasos recursos de capital, al igual que para mantener la plantilla laboral más extensa posible, incluso si esto significaba sacrificar la eficiencia en pos de los objetivos políticos y el bienestar social de los países inmiscuidos.⁶

De acuerdo con un estudio realizado en 1989 por Price Waterhouse,⁷ los objetivos establecidos por el gobierno británico para su programa de privatización, y seguidos posteriormente en todo el mundo, fueron: 1) incrementar los ingresos para el estado; 2) promover la eficiencia económica; 3) reducir la interferencia del gobierno en la economía; 4) promover una mayor propiedad accionaria; 5) proporcionar la oportunidad de introducir competencia económica; 6) sujetar a las Empresas de Propiedad Estatal a las normas de la disciplina de mercado; y finalmente 7) desarrollar los mercados de capital nacionales.

internacionales, el financiamiento de proyectos, las liquidaciones y muchos otros atributos que se incluyen dentro de la tarea.

⁵ William L. Megginson, Jeffrey M. Netter, *From State to Market Participation*, J OF ECO. LIT. (Junio de 2001) (manuscrito p. 2, registrado con el autor).

⁶ *Ibidem* Megginson p. 3.

⁷ Price Waterhouse, *Privatization: Learning the Lessons from the U.K. Experience (1989); and Privatization: The Facts* (1989), como fue citado por Megginson y Netter, Op.Cit. nota 5, p. 3.

Esta variedad de objetivos y posibilidades, llevó a muchos países europeos, asiáticos, latinoamericanos, y recientemente de Europa del Este, a seguir el patrón e involucrarse en procesos de privatización similares. Estos objetivos serán analizados con mayor detalle En el desarrollo de la presente tesis.

1.2 LA EXPERIENCIA MEXICANA CON LA PRIVATIZACIÓN

A lo largo de su historia, México ha sido un claro ejemplo de lo que Chua describe más adelante como un Ciclo de privatización – nacionalización, mediante el cual en un momento específico en la historia de un país, un gobierno decide adoptar una política que favorece la privatización de las empresas propiedad del estado la cual catapulta una enorme entrada de capital privado hacia la economía nacional, tanto de inversionistas nacionales como internacionales, quienes ven en el nuevo gobierno una política sostenida en favor de la privatización, simplemente para encontrar que, el siguiente gobierno, basado en diversas razones, decide que esa estrategia ya no es sostenible y se embarca en un proceso acelerado de nacionalización o expropiación, con la consiguiente fuga de los capitales nacionales y, sobre todo, fuga de los capitales extranjeros, causándose, al igual, importantes daños a la reputación del país, su capacidad para obtener nuevos créditos y la resultante limitación sobre desarrollos de infraestructura importantes en el ámbito gubernamental, hasta que aparece un nuevo gobierno y decide de nuevo utilizar la estrategia de privatización, tratando de atraer a nuevos capitales tanto de los inversionistas del país así como de la comunidad internacional.

1.3 LA ERA DEL PORFIRIATO

A pesar de que México había obtenido su independencia de España desde 1821, se considera que no fue sino hasta finales de la Intervención francesa, con la ejecución en Querétaro del archiduque Maximiliano de Habsburgo, que nació el México moderno. Pero este nacimiento se enfrentó primero con una gran disgregación y enormes diferencias entre sus ciudadanos, donde la mayoría de los mexicanos tenían muy poca o nula educación, se encontraban dispersos a través del país, y, en muchas ocasiones, incluso aislados de otras comunidades y la riqueza de la nación se encontraba, concentrada en las manos de unos cuantos ricos terratenientes.⁸

El panorama económico no era boyante. La industria minera mexicana, la más importante en ese momento, aún no se recuperaba de los perjudiciales años que rodearon a la guerra de independencia, con un gobierno federal en bancarota, incapaz de ayudar, al igual que acreedores internacionales que exigían el pago completo de la deuda internacional del gobierno,⁹ lo cual, junto con la inestabilidad política existente en ese momento, hacía casi imposible acercarse a los mercados extranjeros en busca de las inversiones de capital necesarias para reanimar la débil y frágil economía nacional.

Este escenario político y económico, permitió que Porfirio Díaz gobernara el país durante los siguientes 30 años, desde 1876 hasta 1880, y después desde 1884 hasta 1911. Durante su presidencia, Porfirio Díaz promovió agresivamente la empresa privada y la

⁸ Omar Martínez Legorreta, *Prefacio of the Modernization and Revolution in Mexico: A Comparative Approach*, (1989) p. 27.

⁹ David Bushnell & Neill Macaulay, *The Emergence of Latin America in the Nineteenth Century* (1988).

propiedad de la tierra, enfocando dicha política, casi exclusivamente, hacia el beneficio de los ricos y los extranjeros que contaban con el capital de inversión necesario, vendiendo las tierras expropiadas de la clase pobre y desprotegida a los ricos hacendados nacionales y extranjeros.

En muchas formas, el Porfiriato fue un período de grandes contrastes. Por un lado, la industria mexicana y su desarrollo alcanzaron niveles sin precedentes, donde el producto interno bruto del país se triplicó entre 1877 y 1910, una modernización palpable de los puertos del país, la creación de un sistema bancario estructurado y solidificado, la necesidad del desarrollo de proyectos masivos de transporte y servicios públicos, al igual que el desarrollo de otras industrias, desde los textiles hasta el hierro y las plantas siderúrgicas.¹⁰ Por otro lado, debido a que la base para este desarrollo fue la infusión de capital de inversión extranjero, atraído por las promesas de exenciones fiscales “con retornos definitivos y generosos” y la protección de los tribunales mexicanos,¹¹ al final del Porfiriato, la mayor parte de las industrias ferroviaria, bancaria, de electricidad, petrolera y minera, se encontraban en manos de inversionistas extranjeros, lo que conllevó que, para 1911, intereses extranjeros ejercían el control sobre más de 130 de las 170 empresas más importantes de México.¹²

¹⁰ Amy L. Chua, *The Privatization-Nationalization Cycle: The Link between Markets and Ethnicity in Developing Countries*, 95 COLUM. L. REV. (1995) pp. 223, 229.

¹¹ Robert R. Miller, *Mexico: A History*, (1985) p. 267 ; y Berta Ulloa, *Conflict Threatening Mexico's Sovereignty: The Continuing Crisis (1867-1940)*, en Omar Martínez Legorreta, *Prefacio a Modernization and Revolution in Mexico*, Op.Cit., pp. 40, 51.

¹² John M. Hart, *Revolutionary Mexico*, (1987) pp. 142-43.

En lo que se refiere a la sociedad mexicana, las diferencias sociales, políticas y económicas fueron cada vez mayores durante este período, en parte debido a una actitud pasiva por parte de la clase industrial nacional, quien actuaba más como intermediarios de los inversionistas extranjeros¹³ que como empresarios del desarrollo nacional. Lo anterior era resultado, en parte, al hecho de que la industria nacional no podía mantener el ritmo de las crecientes demandas para sus productos, lo que la llevo a iniciar la importación de cantidades cada vez mayores en relación con sus exportaciones, con el consiguiente déficit nacional; y, en parte, debido a que el progreso nacional estaba sumamente centralizado, principalmente en la Ciudad de México, y en menor grado en un par de otras ciudades del país; finalmente, y sobre todo, debido a la impermisible concentración de la propiedad de la tierra, mediante la cual, para 1910, sólo 3% de la población agrícola era propietaria de sus tierras, mientras que el 90% del sector rural se encontraba en manos de no más de 800 hacendados,¹⁴ quienes eran famosos por mantener a sus trabajadores en pésimas condiciones laborales y de salud, negándoles la mayoría de los derechos básicos, estableciendo las tiendas de raya.

1.4 EL PERÍODO DE LA REVOLUCIÓN (1910-1940)

Bajo estas circunstancias inició la Revolución Mexicana en 1910 misma que duró hasta 1917, cuando se ratificó una nueva Constitución mexicana, declarando que toda la propiedad era sujeto del dominio público, y que las riquezas del agua y del subsuelo

¹³ Friedrich Katz, *The Liberal Republic and the Porfiriato, (1867-1910), in Mexico since the Independence*, LESLIE BETHELL, ED. (1991) p. 103.

¹⁴ Véase Miller, p. 272.

pertenecían originalmente al Estado; restringiendo así, y, en muchos casos, prohibiendo, el derecho de los extranjeros a poseer tierras u obtener concesiones, a menos que estuvieran de acuerdo en renunciar a la protección de sus gobiernos nacionales y aceptaran ser tratados como nacionales mexicanos por lo que a sus inversiones se refería.¹⁵

La elección del Presidente Lázaro Cárdenas en 1934, marcó el final de la lucha revolucionaria y el inicio de un movimiento nacionalista que culminaría con la nacionalización del sistema ferroviario en 1937 y de la más preciada posesión nacional: la industria petrolera, en 1940. La nacionalización del sistema Ferroviario se produjo con la excusa de eliminar la amenaza de interferencia en la administración por parte de los tenedores de bonos británicos y estadounidenses.¹⁶ Posteriormente, en marzo de 1940, Cárdenas sorprendió a todos con el anuncio de la nacionalización de la industria petrolera, condenando los "innumerables abusos y atrocidades" de las compañías petroleras extranjeras que habían perseguido "intereses privados, egoístas y con frecuencia ilegales" al tiempo que relegaban a los mexicanos a la "miseria, la monotonía y la insalubridad",¹⁷ transformando la industria petrolera en un monopolio controlado por el gobierno, bajo el nombre de Petróleos Mexicanos, o PEMEX.

Pero este movimiento no se llevó a cabo sin controversias e inconvenientes, sobre todo, la fuga del capital de inversión extranjero, y nacional, en todas las áreas de la economía, incluyendo las industrias eléctrica y minera, mismas que aún se encontraban bajo control

¹⁵ Véase Chua, p. 230.

¹⁶ Harry K. Wright, *Foreign Enterprise in Mexico*, (1971), p. 68.

¹⁷ Véase Chua, p. 231.

extranjero, aunque la participación extranjera en las mismas se redujo rápidamente debido a las incertidumbres en el país; al igual que las fuertes sanciones económicas tomadas en represalia por las expropiaciones, así como las ineficiencias técnicas en la administración de la nueva empresa, las cuales dieron como resultado, la falta de confianza en todos los niveles económicos de la sociedad, la clase industrial como resultado de la falta de apoyo gubernamental a la que estaban acostumbrado, y las clases sociales mas humildes como consecuencia de la falta de resultados y de la falta de beneficios prometidos por la nacionalización.

1.5 LA ERA DE PRIVATIZACIÓN POSTERIOR A LA REVOLUCIÓN

Con la elección de Manuel Ávila Camacho a la Presidencia en 1940, se puso un alto a todas las "expropiaciones de negocios en marcha" y se transformó la política gubernamental hacia un modelo de empresa privada.¹⁸ De acuerdo con Chua, "el principal objetivo del gobierno mexicano durante este período fue fomentar la industrialización; su énfasis se modificó de manera sustancial de una reforma social nacionalista hacia la promoción de la inversión privada, lo cual se incrementó de manera importante durante los '40 y principios de los '50". Continúa señalando que, a pesar de que la mayoría de estas nuevas inversiones fueron internas, "el cambio hacia la política de mercado libre vino acompañado por un cambio en la actitud hacia el capital extranjero, a partir de las medidas instituidas por el Presidente Ávila Camacho para pagar las deudas internacionales heredadas de las administraciones anteriores con el fin de

¹⁸ Véase Chua, p. 232.

mejorar el clima de la participación extranjera en la economía", lo cual dio como resultado que, a finales de la Segunda Guerra Mundial, México se encontrara una vez más "en términos excepcionalmente positivos con los Estados Unidos".¹⁹

Cuando Miguel Alemán asumió la presidencia en 1946, éste enfatizó que pretendía continuar con una política de empresa privada, con una libertad y apoyo totales del gobierno, y que, siempre y cuando las empresas privadas estuvieran enfocadas en los intereses públicos, el estado "garantizaría los derechos de los empresarios para abrir centros de producción y multiplicar las industrias del país, confiando en que sus inversiones estarían a salvo de los caprichos de la injusticia".²⁰

Al estar consciente de que, para poder obtener el conjunto completo de beneficios de esta nueva ola de entusiasmo en la empresa privada, tenía que atraerse capital extranjero de nuevo hacia el país, Miguel Alemán extendió una invitación abierta a éstos, incrementando los niveles de inversión extranjera directa de 575 millones de dólares en 1946 a casi 730 millones de dólares en 1952,²¹ en un período que algunos comentaristas han considerado como la más calurosa bienvenida al capital extranjero desde Porfirio Díaz,²² con políticas que incluían, entre otras, la llamada "reprivatización parcial" de la industria petrolera, mediante la cual, diferentes empresas extranjeras podrían perforar y extraer petróleo, y el gobierno pagaría en petróleo en lugar de efectivo, al igual que la celebración de ciertos contratos para la exploración y producción. Al mismo tiempo, el

¹⁹ Véase Chua, p. 232.

²⁰ Discurso por Miguel Alemán ante la Confederación de Trabajadores de México.

²¹ Harry K. Wright, *Foreign Enterprise in Mexico*, (1971) p. 67.

²² *Ibidem* Wright, p. 73.

gobierno tomó una serie de medidas proteccionistas dirigidas a consolidar y fortalecer a la clase empresarial del país, incluyendo cuotas de importación, aranceles y la devaluación del peso en 1948, desalentando la compra de bienes importados,²³ sustituyéndolos por bienes y servicios producidos a nivel nacional, con lo cual el gobierno pudo estimular la manufactura local y se creó asimismo un nuevo cuadro de prominentes industrialistas nacionales.²⁴

1.6 LA SEGUNDA RONDA DE NACIONALIZACIONES

A pesar de que la economía continuó trabajando con cifras modestas durante la presidencia de Adolfo Ruiz Cortines, de 1952 a 1958, ésta empezó a mostrar señales de deficiencias en su estrategia de sustitución de importaciones iniciada por la administración anterior. Además, la demanda de exportaciones mexicanas empezó a disminuir, por lo que la oportunidad de ganancias disponibles de la producción de bienes nacionales era cada vez más estrecha y menos atractiva, provocando una migración cada vez mayor de la población rural hacia las ciudades, mismas que no se encontraban preparadas para albergar ni dar trabajo a tan importante número de nuevos habitantes.

A pesar de ser verdad el que, a través del programa de sustitución de importaciones la industria local había logrado evitar la entrada de la competencia extranjera en el mercado nacional, esto también evitó un progreso e inversión en los sectores de bienes de capital e investigación y desarrollo. Bajo estas condiciones, México se vio en la necesidad de

²³ Peter H. Smith, *Mexico since 1946: Dynamics of an Authoritarian Regime, in Mexico Since Independence*, pp. 321, 340.

²⁴ Véase Chua, p. 234.

continuar importando tecnología y maquinaria pesada de países extranjeros para mantenerse a la par de los requerimientos de consumo nacionales.

Adicionalmente, la falta de competencia de los mercados extranjeros, junto con las dificultades de abrir nuevas empresas, permitieron que la industria mexicana se mantuviera estática, sin cambios o inversiones tecnológicas o de investigación importantes, sin mencionar la falta de inversión en la mejora de capacitación de su fuerza laboral.

Bajo este escenario, Adolfo López Mateos asumió el poder en 1958, con una campaña electoral que llamaba a la nacionalización de importantes intereses privados, tales como Teléfonos de México, la empresa telefónica mexicana. Sus acciones populistas fueron equiparables a las de Lázaro Cárdenas, e incluyeron la distribución de grandes cantidades de tierras (11 millones de hectáreas) entre más de trescientos mil campesinos pobres y sin experiencia; medidas de protección laboral, la ampliación de la cobertura de la seguridad social, así como el establecimiento de varios programas de bienestar social.

López Mateos promulgó una nueva ley petrolera en 1958, la cual, junto con una posterior modificación a la Constitución Federal, estableció que únicamente la nación, a través de Petróleos Mexicanos, podía operar en dicha industria. De igual manera, López Mateos canceló las concesiones otorgadas a las empresas privadas y extranjeras y, en lo referente al resto de los contratos privados que subsistían, la ley prohibió estrictamente la compensación por medio del pago de regalías derivadas de la producción de petróleo. La

ley también limitaba ampliamente la participación del capital extranjero en la industria petroquímica. Adicionalmente, se aprobó una nueva ley minera, la cual prohibía la emisión de nuevas concesiones mineras para ciudadanos extranjeros o compañías controladas por extranjeros.²⁵

Posteriormente, en 1960, con el lema "La electricidad es nuestra",²⁶ el Presidente López Mateos dio el mayor golpe a la inversión privada desde la época de Lázaro Cárdenas, con la nacionalización de todas las compañías de energía en manos de extranjeros, después de la adquisición de los intereses mayoritarios de dos empresas automotrices: Renault y American Motors, al igual que la adquisición de la industria cinematográfica.

A diferencia de sus predecesores, López Mateos se aseguró de mantener buenas relaciones, a medida que las circunstancias lo permitían, con los inversionistas nacionales y principalmente extranjeros, al calcular y pagar justa y detalladamente las compensaciones por los activos expropiados, acompañado de medidas tales como la no imposición de límites reglamentarios sobre las remesas de utilidades y la posibilidad de repatriaciones de ganancias bajo tipos de cambio predecibles y favorables,²⁷ mientras que al mismo tiempo continuaba apoyando la inversión privada y al capital extranjero, lo cual dio lugar a un resultado poco usual, bajo las circunstancias, de un incremento real en la inversión directa de los Estados Unidos de América, al igual que el continuo

²⁵ Véase Chua p. 235.

²⁶ Véase Wright, p. 80.

²⁷ Véase Smith, p. 354.

crecimiento de la economía durante su presidencia y la de su sucesor, Gustavo Díaz Ordaz (1964-1970).

Bajo la Presidencia de Díaz Ordaz,²⁸ el paso más significativo que se llevó a cabo en el área de la privatización fue la "mexicanización" de la industria del azufre en 1967, en donde el gobierno formó un consorcio de inversionistas mexicanos involucrados en la adquisición de un interés mayoritario en la *Pan American Sulfur Company*, la cual se mantenía como la última empresa extranjera de importancia dentro de la industria de extracción del país. Después de esta acción del gobierno, la industria manufacturera fue la única industria en donde el capital extranjero permaneció fuerte, mientras que todas las demás industrias se encontraban ya sea en manos del gobierno o en manos de inversionistas nacionales, con cierta intervención o protección gubernamental dentro de sus industrias.²⁹

Después vino la presidencia de Luis Echeverría Álvarez de 1970 a 1976, en donde el papel de los estados creció en proporciones importantes, con nuevas leyes que regulaban las acciones de las empresas extranjeras, y dónde el gasto público se enfocó en los programas sociales y de desarrollo tales como los de vivienda y educación.³⁰

Al iniciarse la década de los años 70, México aparecía como un país afortunado y privilegiado dentro de los de su clase. El crecimiento económico, la solidez monetaria, la solvencia crediticia y la estabilidad política eran las condiciones necesarias y suficientes

²⁸ *Ibidem* Smith pp. 354, 356.

²⁹ Véase Wright, pp. 883, 86-87.

³⁰ Véase Smith, p. 371.

para considerarlo así. De una economía agrícola y rural, México se había transformado en una economía predominantemente urbana e industrial.

Sin embargo, esta imagen optimista ocultaba el gradual agotamiento de la estrategia del Desarrollo Estabilizador (iniciado en 1956) y sustentado en el modelo de Sustitución de Importaciones. Esto se reflejó en la dificultad para crecer a partir de 1971, cuando el PIB se incrementó en un 4.1%, a diferencia del 6.5% promedio anual durante el desarrollo estabilizador.

Rene Villareal describe esta época de la siguiente manera: "Durante el período 1970-1975, la economía mexicana se caracterizó por un crecimiento relativamente lento e inflacionario respecto al período anterior (crecimiento estabilizador 1959-1970) y por la permanencia del desequilibrio externo, el cual no sólo continuó sino que alcanzó niveles significativamente altos. Cabe destacar que esto ocurrió bajo un contexto de inflación y "depresión" mundiales durante los años de 1973 y 1974".³¹

A pesar de los intentos del gobierno de Echeverría por iniciar una reconversión industrial desde los primeros días de su administración (consistente en orientar la planta productiva hacia las exportaciones, es decir hacia el mercado externo), ante la evidencia del gradual agotamiento del modelo de sustitución de importaciones, no fue posible revertir las tendencias proteccionistas de la economía. La crisis de la balanza de pagos de 1976, sería una manifestación clara de la incapacidad de este modelo para poder sostenerse por sí mismo.

³¹ Rene Villareal, *El Desequilibrio Externo en la Industrialización de México (1929-1975) un Enfoque Estructuralista*, Ed. CFE, MÉXICO (1ª reimpresión, 1981), p. 192.

Para conseguir la independencia económica, también fue necesario contar con los medios tecnológicos y científicos indispensables para promover el desarrollo, por eso se expresó en contra del colonialismo tecnológico y el monopolio científico, que ostentan hasta nuestros días las naciones más desarrolladas.

Las relaciones económicas internacionales que propuso, se sustentaban en el fomento al cooperativismo para asegurar el desarrollo del capital nacional. Por ejemplo, el turismo abría la posibilidad para promover la conciencia social, para aumentar el consumo y estrechar los vínculos tanto al interior como al exterior; además de representar la posibilidad de crear una imagen positiva del país.

El propósito era capitalizar al país con fondos nacionales, abrir nuevas empresas, enriquecer la tecnología y sobre todo, que dicho capital se reinvirtiera y no cruzara las fronteras; además de atraer recursos del exterior a través del comercio con otros países.

En lo referente a la nacionalización y "mexicanización" de las compañías, durante la presidencia de Luis Echeverría, numerosas compañías de los sectores de televisión, telecomunicaciones y financiero fueron adquiridas por el gobierno, y se nacionalizó la totalidad de la industria tabacalera.³² No obstante, en general, el tamaño del grupo de empresas propiedad del gobierno se incrementó de manera importante durante este período, y, de acuerdo con Sol W. Sanders, el número de compañías de propiedad estatal se incrementó de 86 a 740.³³

³² James D. Rudolph, *Mexico: A country Study* (3a. ed., 1985), p. 75.

³³ Sol W. Sanders, *Mexico: Chaos on our Doorstep*, (1986), p. 42.

Cuando José López Portillo asumió la presidencia en 1976, el país tenía inmensas esperanzas de solidificar su economía a través de los campos petroleros que se habían descubierto recientemente. El auge petrolero posibilitó un ingreso creciente de divisas que permitió posponer soluciones a problemas estructurales de la economía mexicana, así como enfrentar con holgura el tradicional problema del sector externo (déficit en cuenta corriente) como obstáculo para el crecimiento.

Como lo señala Enrique Lazcano Espinoza, "hacia la mitad del sexenio, se materializaron los descubrimientos de enormes cantidades de petróleo, que cambiaron la perspectiva del país. Se pagó por anticipado al Fondo Monetario Internacional y se forjaron grandiosos planes de desarrollo basados en las divisas que atraería la exportación de petróleo".³⁴

Además, el petróleo posibilitó que, el gobierno mexicano, aprovechara este recurso estratégico como principal carta en la mesa de negociaciones frente a terceros países en relaciones comerciales bilaterales, principalmente con Estados Unidos, pues este país requería asegurar el aprovisionamiento de este recurso, y por primera vez, México pudo utilizar este recurso para presionar a Estados Unidos para que éste facilitara la entrada de otras mercancías mexicanas a aquel mercado.

Por otro lado, el superávit del sector público derivado de los fuertes impuestos a la exportación del petróleo, permitió al gobierno federal cubrir con facilidad el gasto corriente, e incrementar sustancialmente la inversión pública. No obstante, los resultados favorables no pudieron mantenerse por mucho tiempo y muy pronto se

³⁴ Enrique Lazcano Espinoza, *Política Económica en México*, 2ª Edición, Ed. IMEF, México, 1989.

hicieron sentir los efectos negativos, y, en 1982, después de tres años de crecimiento económico impulsado por el petróleo, la economía mexicana se colapsó alcanzando una inflación cercana al 100%, una reducción del PIB por primera vez en décadas y una deuda externa que se acercaba a los 90,000 millones de dólares.³⁵

López Portillo respondió entonces con acciones contrarias a muchas de las acciones previas destinadas a recuperar la confianza del sector inversionista privado, tanto nacional como extranjero, lo cual incluyó la previa relajación de los controles de precios sobre los artículos básicos, los impuestos y las concesiones a las inversiones, al igual que la disminución en el crecimiento del grupo de empresas de propiedad estatal,³⁶ acusando de manera inesperada a los bancos privados de México de saqueo, codicia y deslealtad por su participación en la fuga de \$22,000 millones de capital mexicano hacia países extranjeros,³⁷ por lo que, en septiembre de 1982, durante su último Informe de Gobierno, López Portillo nacionalizó la totalidad del sistema bancario nacional, junto con una importante y rigurosa aplicación de controles sobre el tipo de cambio, causando lo que Vera Ferrer llamó "el peor conflicto entre los sectores privado y público en los últimos cincuenta años".³⁸

Durante la ola de *Privatización moderna* así como durante la era de privatización de la década los 1980 que se analiza a continuación, México siguió el ejemplo de Inglaterra y

³⁵ Oscar H. Vera Ferrer, *The Political Economy of Privatization in Mexico*, in *Privatization of Public Enterprises in Latin America*, WILLIAM GLADE ED. (1991), pp. 19, 35, 49.

³⁶ Véase Miller, pp. 351-52.

³⁷ Michael C. Meyer y William L. Sherman, *The Course of Mexican History* (1979).

³⁸ Véase Vera Ferrer, p. 43.

de muchos otros países, e inició una reducción y separación del modelo de empresas de propiedad estatal. Inicialmente, bajo la iniciativa del Presidente Miguel de la Madrid (1982-1988), se inició un plan para reestructurar la economía, el cual pedía "la liberación acelerada de la economía" para corregir el desequilibrio financiero del sector público, al igual que la desincorporación de numerosas entidades en posesión del estado, lo cual dio lugar a una reducción en el número de entidades con participación estatal, llegando a los niveles más bajos en estos años, reduciéndose en número de 1,155 a menos de 800 empresas, al término del sexenio de de la Madrid.³⁹ Para visualizar la importancia que estas empresas habían alcanzado en el ámbito nacional, La Porta y López-Silanes mencionan que, en 1982, la producción de las 1,155 EPS representaron el 14% del PIB del país, 4.4% de la fuerza laboral y 38% de la inversión en capital fijo.⁴⁰

Finalmente, la administración del Presidente Carlos Salinas de Gortari (1988-1994), marcó la ola más importante de privatizaciones que haya visto el país en décadas recientes, tanto en términos del número de compañías privatizadas, como en el monto de dinero que recibió el país por dichas ventas. Estas privatizaciones tocaron todas las áreas de la economía, incluyendo la reprivatización de las entidades del sector financiero, al igual que los intereses en telecomunicaciones, estaciones televisivas, siderurgia, minería, sector automotriz, farmacéutico, industria cinematográfica, así como algunas plantas petroquímicas secundarias y empresas de gas natural.

³⁹ Véase Chua, p. 237.

⁴⁰ Rafael La Porta, Florencio López-Silanes, *The Benefits of Privatization: Evidence from Mexico*, *Quarterly Journal of Economics*, Volumen 114, No. 4, (Noviembre, 1999), p. 1.

Para ilustrar la importancia de esta nueva ola de privatizaciones, para junio de 1992, 361 Empresas de Participación Estatal habían sido privatizadas y el número de Estatales remanentes se había reducido a 225.⁴¹ Adicionalmente, las cifras de inversión extranjera para 1993 se incrementaron 40% sobre su pico histórico anterior de US\$15,000 millones de dólares, y para 1994, 20% del total de la capitalización del mercado bursátil mexicano, al igual que más de la mitad del volumen total de operaciones bursátiles, se derivaba de la participación extranjera, principalmente estadounidense.⁴² Como un ejemplo de la importancia de las privatizaciones modernas en el desarrollo de los mercados bursátiles nacionales, hablaremos más adelante acerca de la privatización de TELMEX y la importancia que esta tuvo en el desarrollo de los mercados nacionales.

⁴¹ *Ibidem* La Porta, López-Silanes.

⁴² *Ibidem* Chua p. 238.

1.7 LA ERA MODERNA DE LA PRIVATIZACIÓN

1.7.1 EL INCREMENTO Y LA CAÍDA DEL MODELO DE EMPRESAS DE PROPIEDAD ESTATAL

Hasta tan sólo en la década de los 50, los principales economistas a nivel mundial favorecían la propiedad gubernamental de las empresas que mostraran cualquier señal de inequidades o imperfecciones en el mercado,⁴³ dando lugar a un amplio régimen de propiedad estatal post-segunda-guerra-mundial de las compañías de producción, las cuales incluían minas, fábricas, bancos, compañías de telecomunicaciones y hospitales, bajo lo que se dio a llamar el modelo de Empresas de Propiedad Estatal (EPE).

Un problema importante con el método de Propiedad estatal observado en todo el mundo, y con solo escasas excepciones, ha sido que este modelo prácticamente siempre ha sido un sinónimo de ineficiencia. Frecuentemente, los fondos públicos utilizados en las operaciones de las EPEs no tienen asignado un costo, ni su desempeño está vinculado a retornos de ingresos positivos; por lo tanto, el hecho de que una EPE consume por lo general más ingresos de los que produce no se ve escrutinado por sus accionistas; es decir, los contribuyentes.⁴⁴ En su libro, Beim y Calomiris traducen esto como un *crecimiento que destruye el valor*,⁴⁵ en donde el crecimiento aparente de una EPE no se ve apoyado por los recursos necesarios para compensar el capital invertido o la compañía

⁴³ Andrei Shleifer, *State Versus Private Ownership*, (NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Documento de trabajo No. 6665, 1998), p.4.

⁴⁴ David O. Beim, Charles W. Calomiris, *Emerging Financial Markets*, MCGRAW-HILL IRWIN (2001), pp. 101-105 (ofrece una explicación completa de estas fallas y de las cuatro causas principales del fracaso del modelo EPE, lo cual se explica en los siguientes párrafos).

simplemente pierde dinero durante un crecimiento no planeado o ineficiente de la misma. Este crecimiento surrealista se puede entender desde una perspectiva de política pública, debido a que el objetivo del gobierno no es manejar, ni mucho menos privatizar, una EPE de la manera más eficiente, sino en la manera que mejor ayude al gobierno a lograr sus diversos objetivos, los cuales pueden ser políticos, sociales o económicos, entre otros.

Para entender la falla del modelo de Empresas de Propiedad Estatal, es importante hacer notar cuatro factores que Beim y Calomiris han identificado como las principales causas del fracaso del sistema: Multiplicidad de objetivos, Estructura del mercado, Incentivos débiles y la Excesiva Flexibilidad Presupuestal (o *Soft budget Constrains*). De acuerdo con estos autores, cada uno de estos factores tiene una influencia en la caída de una EPE de la siguiente manera:⁴⁶

1. Multiplicidad de objetivos. A diferencia del sector privado, el objetivo de los administradores de una EPE no necesariamente es maximizar el valor para los accionistas. En cambio, los administradores de una EPE pueden buscar objetivos de tan largo alcance y tan contrarios a la eficiencia, como pueden ser la reducción de las tasas de desempleo nacionales o regionales, la asignación de contratos a votantes "leales", o la promoción del desarrollo regional, entre otros objetivos. En general, este factor puede dar como resultado la distinción más visible y opuesta que existe entre una compañía privada y una pública.

⁴⁵ *Ibidem* ("value-destroying growth").

⁴⁶ Véase Beim y Calomiris, pp. 103-106 para una descripción completa de los siguientes párrafos.

2. Estructura del mercado. La competencia tiene una gran importancia, y el hecho de que muchas EPEs estén involucradas en actividades que el gobierno ha reservado estrictamente para una EPE o un pequeño grupo de EPEs para su explotación, es decir, un monopolio u oligopolio, no ayuda a alentar una mentalidad eficiente o competitiva hacia adentro de las EPEs, sus directores ni empleados.

La forma más relevante en la que un ambiente competitivo alienta una administración más efectiva de una empresa, es a través de una estructura abierta y efectiva de asignación de precios impulsados por el mercado libre, haciendo que las compañías luchan entre sí para ofrecer precios eficientes que resulten atractivos y justos para el consumidor. Al encontrarse en un ambiente protegido en el que no existe ninguna competencia, no solamente se lastima al consumidor, al no tener éste manera alguna de comparar los precios de los productos o servicios ofrecidos por la EPE, sino que también se elimina cualquier incentivo que pudiera tener una compañía para operar de manera eficiente, ofrecer capacitación a sus empleados e invertir en Investigación y Desarrollo, entre otras consecuencias igualmente negativas.

3. Incentivos débiles. Dentro del modelo de propiedad estatal, los directores y empleados carecerán, en su mayoría, de incentivos vinculados al desempeño existente en las empresas privadas (bajo mecanismos conocidos como *opciones* o incentivos similares), sin considerar los incentivos que el propietario de una compañía podría tener para maximizar cada dólar que se gasta. Esto se puede observar como un problema en donde existen

demasiados propietarios y muy poco control, debido a que los accionistas de la compañía, es decir, los ciudadanos, tienen muy poco, o ningún, interés, y mucho menos una facultad efectiva de supervisar y hacer valer un control adecuado, ni mecanismos efectivos de gobernabilidad corporativa, dentro de cualquier empresa de propiedad estatal.

A su vez, muchos de los incentivos que están disponibles para los directores y empleados en empresas manejadas por el gobierno, tienen poco que ver con la eficiencia y el control, y más bien están relacionados con la visibilidad y el poder político debido al hecho de que, frecuentemente, estos cargos se otorgan como una recompensa a los servicios desempeñados por el director para el gobierno, o se utilizan por estos directores como un trampolín hacia puestos políticos, tales como cargos legislativos o ejecutivos y, en muchas ocasiones, están impulsados por los calendarios e intereses electorales, pero no para lograr la estructura gerencial más eficiente y efectiva en el manejo de una compañía.

4. Excesiva Flexibilidad Presupuesta. El director de una Empresa de Propiedad Estatal, sabe que la compañía no dejará de funcionar si no logra un retorno financiero específico, o simplemente positivo. Los directores de una compañía saben que si necesitan dinero para ampliar o modernizar, o incluso para pagar sueldos, el gobierno, casi siempre, estará ahí para proporcionar los fondos necesarios, y que, probablemente, estará ahí para solventar cualquier problema financiero, impulsado por el hecho de que la compañía probablemente se maneja no como un modelo de eficiencia, sino como un gran *elefante blanco* mediante el cual el gobierno intenta reducir las tasas de desempleo o la sobre-dependencia en los sectores estratégicos de la economía.

Esta capacidad aparentemente interminable de obtener capital, puede tomar la forma de subsidios directos, entregas directas de efectivo o incluso créditos a por debajo de las tasas de mercado. Estas ventajas otorgadas a las EPEs ponen a dichas empresas estatales en una importante ventaja competitiva frente a sus contrapartes privadas, quienes, a diferencia de las EPEs, cuentan con accionistas que en todo momento demandan resultados positivos en sus inversiones y operaciones.

En general, la privatización ha sido la mejor, y probablemente la única y verdadera solución, para las deficiencias de las Empresas de Propiedad Estatal, y, varios estudios han demostrado, esto generalmente da lugar a mejoras importantes en su desempeño. De acuerdo con un estudio preparado por D'Souza y Megginson, la rentabilidad media (ingreso neto/ventas) medida 3 años antes de la privatización comparada con 3 años después de la venta, se incrementó 3%, de 14% a 17%; la eficiencia (medida por las Ventas/número de empleados) se modificó de una relación de 1.02 a uno de 1.23; y sobre todo, la base de empleo se mantuvo esencialmente igual, sin evidencia alguna de los tan temidos despidos masivos (los cuales son por cierto los grandes argumentos de los críticos de la privatización); el apalancamiento de la compañía (medido como Dividendos/ventas) pasó de 29% a 23%, y finalmente, el pago de Dividendos (dividendos/ventas) subió del 1.5% al 4.0%.⁴⁷

⁴⁷ Juliet D'Souza and William L. Megginson, *The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s*, J OF FIN 54, (por publicarse) (Borrador revisado, febrero 1999), pp. 16-20.

1.8 EL CICLO DE PRIVATIZACIÓN DE LOS 80

A pesar de que la corriente actual de privatizaciones se remonta únicamente a principios de la década de 1980, cuando la Primer Ministro de Gran Bretaña Margaret Thatcher inició su período de privatización masiva⁴⁸ de las Empresas de Propiedad Estatal,⁴⁹ dichas privatizaciones, de ninguna manera, representan los primeros esfuerzos por perseguir políticas económicas de libre mercado en una vasta la mayoría de las regiones en desarrollo, tales como Asia y América Latina.⁵⁰

Estudiamos el proceso de privatización a partir de 1980, debido a que es el punto de inicio de lo que se ha llamado la mayor transferencia de activos en la historia moderna.⁵¹ Este ciclo de privatización trajo consigo el cierre a una ola constante de propiedad estatal que se inició desde la década de los 30, hasta el principio de los 80, una ola que arrasó el mundo e incluyó proyectos monumentales, tales como, la construcción de los canales en diferentes regiones del continente americano, a partir de la segunda mitad de la década de 1810 y extendiéndose por más de veinte años. Esta intervención gubernamental trajo, como consecuencia, una mayor intervención y determinación sobre importantes proyectos públicos, la determinación de salarios y precios, así como un brusco control de

⁴⁸ No solamente se reconoce al gobierno de Margaret Thatcher como el precursor de la privatización moderna, sino también por reemplazar el término de desnacionalización y adoptar la etiqueta de "privatización" para la transferencia de activos del gobierno al sector privado. Véase Megginson, Netter, Op.Cit. nota 5, p. 3.

⁴⁹ Véase Beim, Calomiris, Op.Cit. nota 5, p. 93

⁵⁰ Amy L. Chua, *The Privatization-Nationalization Cycle: The Link between Markets and Ethnicity in Developing Countries*, 95 COLUM. L. REV. (1995), pp. 223, 226 (argumentando que, con algunas excepciones, estas regiones han tenido una historia de ciclos entre la privatización y la nacionalización a lo largo de todo su período de independencia).

⁵¹ Véase Scott & Wellons, Op.Cit. nota 3, p. 1243.

la producción industrial, especialmente en tiempos de guerra.⁵² Se dice que, para el inicio de 1980, las Empresas de Propiedad Estatal representaban 12% del PIB en América Latina y, en Europa del Este, las Empresas de Propiedad Estatal representaban hasta el 90% de la producción nacional.⁵³

Como grupo, el número de operaciones de privatización ha continuado creciendo en los últimos años. De acuerdo con un estudio reciente, durante 1996 y 1998 la venta de las Empresas de Propiedad Estatal alcanzó números sin precedentes: US\$65,000 millones de dólares en Europa, US\$27,000 millones de dólares para América del Norte (lo que incluye Estados Unidos, México y Canadá) y US\$12,000 millones de dólares en Asia.⁵⁴

TABLA 1
Cambio en la actividad de las EPes como un porcentaje del PIB
(Decrease in percentage points of GDP)

Countries (by Income Group)	1980	1997	Change
Low Income Countries	15%	3%	-12%
Lower Middle Income Countries	11%	5%	-6%
Upper Middle Income Countries	10.5%	5%	-5.5%
High Income Countries	6%	5%	-1%

Source: Estimations based on the World Development Indicators, The World Bank.

Nota: La tabla muestra el cambio de la proporción de empresas de propiedad estatal en el PIB para las diferentes economías del mundo durante el período de 1980 a 1998, agrupadas por nivel de ingresos de acuerdo con la Clasificación del Banco Mundial.⁵⁵

⁵² Véase Beim y Calomiris, Op.Cit. nota 9, p. 86-87. Incluso Estados Unidos quedó atrapado por esta ola, como se demuestra en los controles de salarios y precios instituidos por el Presidente Nixon al igual que por la expansión de los beneficios de bienestar social.

⁵³ Frank Sader, *Privatization and foreign investment in the developing world, 1988-1992*, (Documento de trabajo del Banco Mundial No. 01202), p. 5.

⁵⁴ Eytan Sheshinski y Luis Felipe López Calva, *Privatization And Its Benefits: Theory, Evidence, and Challenges*, (documento preparado como parte del programa *Asistencia en Consultoría sobre la Reforma Económica II* (CAER II) del Instituto de Desarrollo Internacional de Harvard, HARVARD UNIVERSITY, Diciembre de 2000).

⁵⁵ *Ibidem* López Calva & Sheshinski, tabla 1 pp. 33-4.

Una vez que Inglaterra inició la privatización de sus empresas productivas en los 80, la tendencia fue seguida, primero, por otros países industriales, y después, se esparció hacia las economías en desarrollo de América Latina y Asia, y finalmente hacia algunos de los antiguos países comunistas en Asia y Europa del Este, desencadenado la “transferencia de activos más grande en la historia del mundo”.⁵⁶ De acuerdo con un estudio reciente,⁵⁷ para el año 2000 se habían obtenido más de US\$1,000 billones de dólares como ingresos de los programas de privatización gubernamental, con un medio anual establecido desde 1997 de aproximadamente US\$140,000 millones en privatizaciones anuales en todo el mundo, con ciertos académicos sugiriendo que en las próximas dos décadas se obtendrán cerca de US\$6,000 billones a través de los procesos de privatización.⁵⁸

Como ejemplo de los procesos de privatización exitosos de otros países, el trabajo de López Calva & Sheshinski menciona que, entre 1990 y 1998, por ejemplo, Brasil obtuvo US\$53,500 millones de dólares por las privatizaciones, mientras que México obtuvo US\$30,400 millones y Argentina US\$28,400 millones.

⁵⁶ Op.Cit. nota 3, p. 1243.

⁵⁷ Maria K. Boutchkova y William L. Megginson, *Privatization and the Rise of Global Capital Markets, Financial Management* (otoño del 2000) (manuscrito p. 12) citando a Henry Gibbon, *Worldwide Economic Orthodoxy, Privatisation International*, 123 (1998), pp. 4-5; y Carta del Editor, *Cifras de Privatization Yearbook*, Londres: THOMPSON FINANCIAL, 1 (2000).

⁵⁸ Juliet D'Souza y William L. Megginson, *The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s*, JOURNAL OF FINANCE 54, citando a David Roche, *It Depends what you mean by Privatization*, Euromoney, (Febrero 1996), pp. 26-27.

TABLA 2
PRODUCTOS ACUMULADOS POR LA PRIVATIZACIÓN, 1990-1998

Country	Amount (million dollars)
Argentina	28,431.4
Brazil	53,566.10
Bulgaria	1,528
Chile	1,288.70
China	20,142.90
Colombia	8,006.30
Cote d'Ivoire	3,54.8
Czech Republic	942.1
Ghana	1,457.20
India	8,315.30
Indonesia	6,008.80
Kazakhstan	7,205.40
Kenya	387.8
Mexico	30,424.20
Pakistan	3,367.60
Peru	11,272.60
South Africa	2,742.10
Thailand	2,117.70
Venezuela	8,002.80

Source: World Development Indicators.

Nota: La Tabla 2 muestra los productos de las privatizaciones para un grupo selecto de países de 1990 a 1998.³⁹

Como un ejemplo claro de la importancia y difusión de la privatización, es suficiente señalar que, durante los trece años siguientes al proceso inicial de privatización en

³⁹ *Ibidem* Sheshinski y López Calva, tabla 2 p. 35.

Inglaterra, este país obtuvo cerca de US\$65 mil millones en ventas de privatización de compañías tales British Airways, British Petroleum, British Telecom y varias otras.⁶⁰

Tabla VI. Valores de mercado de las empresas privatizadas cotizadas en la bolsa más importantes

Stock market value, total sales, and total profits—in millions of US dollars (translated at the contemporaneous exchange rate)—of the 25 most valuable publicly-traded privatized firms as of May 31, 2000. Data are from Morgan Stanley Capital International, as reported in "The Business Week Global 1000," *Business Week* (July 10, 2000). Global 1000 Rank refers to the company's global ranking based on market valuation, while Country Rank refers to its relative position among those firms from their country on the Global 1000 List.

Company Name	Country	Global 1000 Rank	Country Rank	Market Value US \$mil	Mkt Value as % of National Capitalization
NTT DoCoMo	Japan	8	1	247,237	5.4
BP Amoco	United Kingdom	12	2	207,506	7.3
Nippon Telegraph & Telephone	Japan	15	2	189,156	4.2
Deutsche Telekom	Germany	16	1	187,247	13.1
France Telecom	France	25	1	148,711	9.9
TotalFinaElf	France	33	2	116,318	7.7
China Telecom	China	42 ^a	1	102,464	16.8 ^b
British Telecommunications	United Kingdom	45	4	93,701	3.3
Telecom Italia	Italy	54	1	85,258	11.7
TIM (Telecom Italia Mobiliare)	Italy	60	2	75,917	10.4
Telefonica	Spain	72	1	66,571	15.4
ING Groep	Netherlands	92	3	57,474	8.3
ENEL	Italy	98	3	53,418	7.3
STMicroelectronics	France	101	6	51,324	3.4
Telstra	Australia	108	1	49,915	11.7
Cable & Wireless	United Kingdom	121	10	45,941	1.6
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria	Spain	127	2	43,359	10.1
ENI	Italy	128	4	43,058	5.9
BNP Paribas	France	139	10	40,390	2.7
Sonera	Finland	147	2	37,199	10.6
Telefonos de Mexico	Mexico	151 ^a	1	36,383	23.6
CGNU	United Kingdom	164	14	33,957	1.2
SK Telecom	Korea	186	2	30,388	9.9
Cable & Wireless HKT	Hong Kong	195	2	27,780	4.6
Swisscom	Switzerland	206	8	25,732	3.7

^a These firms are from a companion "Top 200 Emerging-Market Companies" ranking in the same *Business Week* issue, and they are given the rankings they would have if this list was included in the Global 1000 List.

^b Expressed as a percentage of the Hong Kong market's total capitalization.

Nota: La Tabla VI del documento de María K. Bouchkova y William L. Megginson: Privatization and the Rise of Global Capital Markets, Financial Management. Véase nota de pie de página 20 en este documento.

⁶⁰ Steve L. Jones, William L. Megginson, Robert C. Nash, Jeffrey M. Netter, *Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends*, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS (Por venir en 1999).

1.9 POR QUÉ PRIVATIZAN LOS GOBIERNOS

Con mucha frecuencia, las decisiones de privatización se basan no solamente en los beneficios económicos y los objetivos financieros, sino, de manera importante, en los intereses políticos y económicos, al igual que las presiones financieras y políticas del gobierno que privatiza. De hecho, de acuerdo con un grupo de prominentes investigadores, muchas de las decisiones sobre la reducción de precios que toman los gobiernos que privatizan vía, las Privatizaciones mediante Emisión Primaria de Acciones, se pueden interpretar como concesiones por dichos gobiernos, diseñadas para sobrepasar los obstáculos políticos que se encuentran en su camino, con el fin de lograr un proceso de privatización sin problemas y obtener los beneficios económicos provenientes de este proceso,⁶¹ convirtiendo a la privatización, no sólo en un proceso económico y comercial, sino en muchas ocasiones en un proceso fundamentalmente político.⁶² De hecho, no es poco común para los gobiernos que privatizan, el tomar decisiones en el diseño e implementación de las privatizaciones en la manera necesaria para que el gobierno obtenga el nivel de apoyo público o político requerido, evitando así la innecesaria promoción negativa en la implementación de su esquema de privatización.⁶³

⁶¹ *Ibidem*, Jones et al.

⁶² Véase J. Waddell, Op.Cit. nota 4.

⁶³ Véase en general Jones et al. Op.Cit. nota 3, pp. 9, 15, 28 y Waddell, Op.Cit. nota 4.

1.10 LOS OBJETIVOS DE UN PROCESO DE PRIVATIZACIÓN

Complementando el punto de vista del estudio realizado por Pricewaterhouse,⁶⁴ un estudio reciente sobre las privatizaciones menciona que, en general, los programas de privatización persiguen dos objetivos básicos: a) la generación de ingresos, ya sea para la redistribución de capital dentro del país o para ayudar al gobierno a salir o nivelar crisis fiscales, y b) mejorar la eficiencia de la compañía, como consecuencia del mejoramiento de las medidas de gobernabilidad corporativa y la eliminación de interferencia política en el funcionamiento de la compañía.⁶⁵

Por lo tanto, es factible señalar que, uno de los principales atractivos de un proceso de privatización, aunque también es una consecuencia del llamado "ciclo de nacionalización-privatización",⁶⁶ ha sido la posibilidad de que los gobiernos obtengan un basto flujo de ingresos públicos sin necesidad de incrementar los impuestos. Adicionalmente, si los gobiernos deciden entrar de lleno en un proceso de privatización a través de Ofertas Públicas Primarias, también llamadas Ofertas públicas de acciones, generalmente lo hacen con la esperanza de ayudar a desarrollar o consolidar los mercados financieros del país.⁶⁷

⁶⁴ *Ibidem* nota 7.

⁶⁵ Florencio López-de-Silanes, *Determinants of Privatization Prices*, QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, Vol. 112, No. 4 (1997).

⁶⁶ Véase en general Chua, *Op.Cit.* nota 15.

⁶⁷ Véase en general María K. Boutchkova y William L. Megginson, *Privatization and the Rise of Global Capital Markets*, FINANCIAL MANAGEMENT (otoño de 2000) (manuscrito p. 3) (apoyando esta teoría existe una serie de artículos que documentan de manera concluyente una vinculación directa entre el desarrollo de los mercados de capital y el crecimiento económico).

No se puede señalar como regla general el que, una forma de privatización sea mejor que otra para un país dado, debido a que la forma debe variar de un país a otro y, en algunos casos, incluso de una industria a otra dentro del mismo país, dependiendo de los objetivos que el gobierno busca obtener, al igual que las circunstancias individuales del sector y del contexto político y económico de cada país en específico. Es importante señalar que, el proceso de privatización, únicamente debe considerarse como parte del cambio estructural que requiere el país para desarrollar una economía de mercado.

La reducción de la deuda tiene que ser considerada como sólo uno de los objetivos del proceso de privatización, pero éste no puede ser considerado como el único, o, incluso, el principal fin. Adicionalmente a los objetivos estudiados en los documentos de Price Waterhouse y López-de-Silanes, se ha identificado otro conjunto de objetivos importantes para los gobiernos que privatizan:⁶⁸

Un objetivo macroeconómico que un programa de privatización puede intentar alcanzar, es el reenfocar los escasos recursos económicos y estratégicos del país hacia los sectores públicos primarios, tales como la educación, el bienestar social, los servicios públicos y la infraestructura. Como se analizó anteriormente, y de acuerdo con J. Waddell,⁶⁹ históricamente, los gobiernos han mostrado un bajo desempeño como gerentes empresariales, acumulando grandes cantidades de deuda nacional en el proceso, con

⁶⁸Scott & Wellons, Op.Cit. nota 2, p. 1244 citan una serie de objetivos macroeconómicos y otros que debe tratar de obtener un proceso de privatización, mismos que se analizarán en los siguientes párrafos.

⁶⁹*Ibidem*, p. 1244 y subsiguientes.

importantes paliativos, tales como subsidios y otros mecanismos, para cubrir las deficiencias industriales, económicas, sociales o gerenciales.

Además, las privatizaciones, también pueden intentar erradicar la competencia injusta entre empresas recientemente privatizadas y compañías estatales. La idea es que, si existen empresas privadas que compitan contra las empresas públicas por el mismo mercado, dichas empresas públicas tendrán acceso a información privilegiada, subsidios, etcétera, que hará que la competencia sea injusta para el competidor privado. Aquí, debemos tomar en cuenta que, mucha de la aportación de capital para las empresas recientemente privatizadas viene de fuentes externas, esto es, del capital internacional que se invierte en el país, y, para que los inversionistas internacionales inviertan, requieren contar con un campo de competencia justo sin la indebida intervención por parte del gobierno.

1.11 TÉCNICAS DE PRIVATIZACIÓN

Antes de hablar acerca del mecanismo de privatización más importante y mayormente usado en la privatización de grandes empresas, es decir el mecanismo de *Privatización mediante Emisión de Acciones*, considero útil el ofrecer una breve descripción de algunas otras técnicas de privatización, mismas que han sido utilizadas en diversas

privatizaciones en el mundo entero. Scott y Wellons mencionan las siguientes como las técnicas básicas de privatización utilizadas en diferentes países:⁷⁰

1.11.1 SUBASTAS

A pesar de que una subasta, por lo general, proporciona una gran transparencia y justicia al proceso de privatización, con frecuencia se torna menos efectiva en la medida en que las compañías subastadas crecen y se vuelven más complejas. Esto se debe al hecho de que, a medida de que la empresa a ser subastada crece y llega a representar una industria estratégica para el país, también se vuelve muy difícil evaluar al postor ganador, con base simplemente en la cantidad de dinero que el postor o postores desean poner sobre la mesa, sin tomar en consideración otros factores tales como experiencia previa, conocimiento sobre el sector industrial, posibilidades de crecimiento, tanto a nivel nacional como internacional, estabilidad financiera y la posibilidad de obtener mayores recursos para expansiones, una estrategia de crecimiento continuo, etc., factores muy difíciles de integrar dentro de una ecuación de subasta.

Una excepción interesante en la frecuente utilización de privatizaciones a través de la emisión de acciones es México, en donde el método de privatización más utilizado durante el período de 1983-1991 (sin contar las privatizaciones Financieras), fue el proceso de subasta, principalmente mediante el método de licitación cerrada, donde el valor de la oferta determinó al ganador en más del 98% de las EPEs privatizadas. De

⁷⁰ Véase en general, Scott y Wellons p.1245-48 para las descripciones en los siguientes párrafos sobre las principales opciones de privatización: Subastas, Inversionistas estratégicos, IPOs, Privatizaciones masivas

ellas, el 98% fueron ventas de control de los intereses mayoritarios, mientras que el restante 10% involucró la venta de intereses minoritarios.⁷¹ Con respecto a la venta de control, en todas excepto 8 de las transacciones, el gobierno vendió la totalidad de su propiedad accionaria, mientras que en las restantes 8 transacciones, el gobierno vendió su interés minoritario en una etapa posterior.⁷²

1.11.2 INVERSIONISTAS ESTRATÉGICOS

En este esquema, una vez que el gobierno prepara toda la información necesaria que incluye la descripción del negocio que pretende vender, el estado financiero de la compañía, las condiciones y las inversiones requeridas, éste procede a distribuir el paquete de licitación a los inversionistas previamente seleccionados, quienes han demostrado un interés inicial en la industria; solicitando en ocasiones un depósito inicial con el fin de demostrar la seriedad y capacidad financiera del interesado.

A diferencia de un proceso de subasta pura, en este sistema, una vez que los compradores interesados reciben y analizan el paquete de venta, presentan sus ofertas conteniendo la cantidad que están dispuestos a pagar, deben también presentar, como parte de su oferta, los términos y condiciones bajo los cuales aceptarían el paquete del gobierno. Dichos términos y condiciones pueden involucrar los requerimientos de inversión, tanto por parte del inversionista privado y del gobierno, que deben realizarse antes y después de que se complete la adquisición; ya sea que el adquirente obtenga o no un descuento sobre la deuda previamente acumulada para la compañía, etc. Adicionalmente, los cambios en la

y Liquidaciones, al igual que Megginson, *The Impact of Privatization*, nota posterior 39.

⁷¹ Op. Cit., La Porta-López Silanes, p. 5.

⁷² *Ibidem* La Porta-López Silanes.

estructura laboral se convierten en un factor importante para los gobiernos que privatizan, ya que, la posibilidad de despidos masivos, es frecuentemente una de las principales preocupaciones que los gobiernos privatizadores tienen que enfrentar ante sus ciudadanos,⁷³ especialmente debido a que, contar con una base laboral más amplia, pudo haber sido inicialmente uno de los elementos clave por los cuales el gobierno decidió *nacionalizar*⁷⁴ esa industria en particular. Una vez que el gobierno recibe todas las ofertas, éste procede a comparar las demandas y términos económicos de cada uno de los licitantes, y determina cuál de ellos logra de mejor manera los objetivos que el gobierno intenta alcanzar con el proceso de privatización.

El mecanismo de Inversión Estratégica ha sido efectivo no sólo para obtener montos sustanciales de recursos financieros *frescos*, que ayudan a reducir la deuda nacional del país, sino también para ampliar los beneficios a largo plazo, permitiendo que el gobierno mantenga ciertas facultades en el desarrollo de dichas industrias, ya sea a través de la facultad legislativa, estipulaciones de desempeño preestablecidas o incluso la posibilidad de modificar o cancelar las licencias requeridas en casos de violaciones serias.

⁷³ Véase Scott y Wellons, Op.Cit. nota 3, p. 1244 "los trabajadores con frecuencia se sienten amenazados por posibles cambios inherentes a la privatización aunque en realidad estos empleados frecuentemente se benefician del proceso".

⁷⁴ La Nacionalización se la definido como "la transferencia de propiedad o control de activos del sector privado al gobierno". Véase Amy L. Chua, Op.Cit. nota 7, p. 228 y fn. 27 (donde también analiza algunos de los efectos de las políticas de nacionalización, tales como la regulación de las industrias, la restricción de los flujos de capital y la creación de nuevos servicios públicos, transportación y otras empresas de propiedad estatal).

1.11.3 COINVERSIONES O JOINT VENTURES

Por lo general las coinversiones o joint ventures, son procesos que evitan los inversionistas prospecto, debido a que involucran mantener al gobierno como accionista mayoritario o minoritario, esto es, mantener como socio a la misma institución que causó las ineficiencias en primer lugar. Sin embargo, existen algunos casos en los que este enfoque se ha realizado con cierto éxito.⁷⁵

Bajo este esquema, el gobierno mantiene parte o la mayoría del control de la compañía y el inversionista ofrece aportar trabajadores capacitados, tecnología, aumentos de capital, administración experimentada o el acceso a los mercados internacionales. El gobierno a su vez, puede acordar permanecer como socio y proporcionar ciertas ventajas, tales como, reducciones fiscales, legislación favorable, acceso preferencial a créditos e incluso asumir la deuda si la inversión crece erradamente o, inclusive, la asunción de deudas preexistentes a la llegada del inversionista privado.

Adicionalmente, este método también puede ofrecer al gobierno, la posibilidad de establecer periodos predeterminados al final de los cuales, el gobierno puede, o debe, vender o comprar porcentajes accionarios al inversionista privado si este cumple con ciertas condiciones. Este procedimiento de privatización por etapas, ofrece al inversionista privado la seguridad de que el gobierno desaparecerá una vez que ha probado su compromiso y sus habilidades gerenciales, y ofrece al gobierno la seguridad de que éste podrá supervisar, de manera interna, el desarrollo y la consolidación de las industrias clave

⁷⁵ Por ejemplo, China ha elegido esta opción para algunos de sus bancos parcialmente privatizados y otras empresas detentadas públicamente.

del país, al igual que asegurarse de que el inversionista cumple con los términos y condiciones acordados, antes de que el gobierno acepte abandonar por completo los intereses que detenta en la industria.

En industrias fuertemente reguladas, el inversionista puede beneficiarse de una coinversión con el gobierno, debido a su conocimiento técnico y su capacidad para modificar la legislación existente. Por otro lado, el gobierno se puede beneficiar al no arriesgar un impacto negativo sobre la sociedad en general, al "vender" sectores fundamentales o socialmente sensibles al sector privado, y en muchas ocasiones a inversionistas extranjeros, sin primero supervisar su desempeño, su desarrollo y su consolidación.

Estas técnicas de coinversión van mano a mano con el mecanismo relacionado conocido como Programas Construir-Poseer-Operar o Construir-Poseer-Transferir, en los cuales, por lo general, a través de un mecanismo de financiamiento estructurado, el gobierno delega las actividades de financiamiento, construcción y operación de autopistas o servicios públicos a constructores privados a cambio de ciertas cuotas u otros seguros para el gobierno. No obstante, bajo este esquema no habría una entrada fresca de capital hacia el gobierno, pero por otro lado, el gobierno no tiene que hacer gastos adicionales de capital para la construcción de nuevos servicios públicos. Adicionalmente, el gobierno puede lograr sus objetivos mas allá de un corto plazo, debido a que obtiene servicios públicos a largo plazo, construidos y administrados bajo un programa más eficiente que si lo realizara el gobierno mismo.

1.11.4 PRIVATIZACIONES MASIVAS

Los llamados Programas de privatización masiva o *privatizaciones por vouchers* han sido implementados principalmente por los antiguos países comunistas, en donde prácticamente no existía una clase social tenedora de activos, capaz de adquirir o aprovechar ninguno de los esfuerzos de privatización realizados por los gobiernos nacionales.

El fracaso del modelo de EPE, contribuyo de manera importante al nacimiento de una importante camada de nuevos gobiernos en Europa Central y Europa del Este, gobiernos que se encontraron con la realidad de contar entre sus *activos* con miles de compañías de propiedad estatal altamente apalancadas e ineficientes, y sin los fondos públicos *ilimitados* que, hasta entonces, las habían sostenido. Como consecuencia, dichos países que se encontraban en transición de una economía centralizada a una economía de libre mercado, se vieron en la necesidad de privatizar miles de ineficientes Empresas Estatales en un período muy corto.

Entre los beneficios de esta forma de privatización, los gobiernos encontraron una manera de incluir a una gran mayoría de la población en el proceso de privatización, y, con ello, eliminaron el temido bloqueo o explosión social de la amplia clase trabajadora. Adicionalmente, la pulverización accionaria, proporcionaba, (al menos inicialmente, antes de que los miles de pequeños accionistas vendieran a grandes fondos de inversión),

la certidumbre adicional de que la compañía se mantendría privada y en manos de inversionistas nacionales.

Sin embargo, las fallas importantes en el modelo de "privatización por vales" han limitado su éxito: debido a que es un mecanismo de vales, el gobierno, y por lo tanto, la compañía, no obtienen capital fresco de la privatización, y los nuevos propietarios, básicamente la antigua administración y sus trabajadores, simplemente continúan manejando la compañía bajo los mismos términos y condiciones de ineficiencia y, en ocasiones, corrupción, sin ningún interés por invertir en Investigación y Desarrollo, además de que el liderazgo gerencial ciertamente intentará atrincherarse en las posiciones gerenciales clave dentro de la empresa.⁷⁶

Los gobiernos, dándose cuenta que ya no podían mantener esas ineficientes compañías, vieron la necesidad y conveniencia de vender cada una de ellas. Debido a que muchas de estas compañías estaban siendo administradas bajo condiciones de monopolio estatal, vieron la posibilidad de atraer intereses considerables entre los inversionistas internacionales.

⁷⁶ Véase Megginson, *The Impact of Privatization*, nota posterior 39.

La principal dificultad que enfrentaron los gobiernos que adoptaron este tipo de privatización fue la falta de condiciones económicas, legales y estructurales suficientemente atractivas para atraer a posibles inversionistas internacionales, además de que, adicionalmente, los gobiernos estaban conscientes de la necesidad de incluir a los habitantes del país, con frecuencia pobres e inexpertos, quienes no contaban con dinero ni con experiencia en el mercado bursátil. Es suficiente comentar que, el resultado de dichas privatizaciones, ha sido un tanto disparateo y que en muchas ocasiones se han presentado acusaciones de favoritismo y corrupción abierta.

1.11.5 OFERTA PÚBLICA PRIMARIA DE ACCIONES

Finalmente, una de las formas de privatización más utilizadas, y ciertamente la más importante, es la llamada Oferta Pública Primaria de Acciones o Privatización mediante la Emisión de Acciones (PEA). Bajo el mecanismo de PEA, el gobierno ofrece acciones de la compañía que pretende privatizar, en muchos casos asignando primero un porcentaje determinado de las acciones de la compañía recientemente emitidas, entre grupos específicos de inversionistas nacionales, a través de los mercados públicos de capital nacionales, y muchas veces de los mercados internacionales.

La figura de la Privatización mediante la Emisión de Acciones se utilizó ampliamente durante la cadena de privatizaciones realizadas por el gobierno del Reino Unido en toda la década de los 80. A pesar de que existe un amplio número de estudios enfocados en la Privatizaciones mediante la Emisión de Acciones como opción para los gobiernos que privatizan, es importante no olvidar las otras formas de privatización analizadas en las secciones anteriores, principalmente la venta directa o la privatización por vales, mismas que se han utilizado más ampliamente, aun cuando el total de capital transferido ha sido menor que el capital transferido mediante las PEAs.

Un estudio realizado por el Banco Mundial identifica un total de 12,000 compañías privatizadas durante el periodo de 1980 a 1993, en donde las Ofertas públicas de acciones representan menos del cinco por ciento de las privatizaciones. No obstante, las PEAs representaron la transferencia de activos y movimiento de empleados más grande dentro

de los mecanismos de privatización.⁷⁷ De acuerdo con Jones, Megginson et al, de los US\$750 mil millones de dólares obtenidos por concepto de privatizaciones en las últimas dos décadas del siglo pasado, la cantidad obtenida por concepto de Privatizaciones mediante Emisión de Acciones alcanzó los US\$446 mil millones.⁷⁸ Esto es, 831 privatizaciones mediante ventas directas durante el período de 1980 a 1997 generaron US\$176 mil millones, mientras que 630 Privatizaciones mediante Emisión de Acciones durante el mismo período generaron la impresionante cantidad de US\$440 mil millones.⁷⁹

Existen varias decisiones clave que los gobiernos que deciden utilizar el método de Privatización mediante Emisión de Acciones deben considerar, dentro de las cuales Jones *et al* mencionan las siguientes:⁸⁰ 1) cómo transferir el control de la compañía privatizada; ésto involucra decidir si se vende la compañía en un bloque o en diferentes bloques accionarios, y también dónde vender y si se debe incluir o no restricciones posteriores a la privatización; 2) cómo establecer el precio de la oferta, incluyendo la decisión de si se debe dar un precio inferior a la oferta, y cómo y cuándo establecer el precio de oferta; y finalmente 3) cómo asignar las acciones, la cual es una decisión de enormes consecuencias debido a que ésta determinará si los inversionistas nacionales, al igual que los antiguos empleados de la compañía privatizada, tendrán o no preferencia sobre los inversionistas internacionales y bajo qué circunstancias se darán las mismas.

⁷⁷ William L. Megginson, Jeffrey M. Netter, *Equity to the People: The Record on Share Issue Privatization Programs*, PRIVATISATIONAL (INTERNATIONAL) YEARBOOK (1997), pp. 27-34.

⁷⁸ Jones et al., Op.Cit. nota 22, p. 2.

⁷⁹ William L. Megginson, *The Impact of Privatization: Economic Reform Today The Lessons of Privatization*, No. 1, (1998) en <http://www.cipe.org/publications/fs/erv/c27/megge27.htm>

⁸⁰ Véase Jones et al., *Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends*, Op.Cit. nota 22, p. 3.

CAPITULO 2

2.1 IMPACTO DE LAS PRIVATIZACIONES POR EMISIÓN DE ACCIONES EN EL DESARROLLO DE LOS MERCADOS DE VALORES

Aun cuando es difícil aislar el impacto directo de los programas de privatización en el desarrollo de los mercados de valores alrededor del mundo, la evidencia indirecta ha demostrado que las privatizaciones, y, principalmente, las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones, han tenido una influencia significativa en el desarrollo de los mercados de valores de los países que las utilizan. Adicionalmente, es importante mencionar que, para gobiernos que han sido tradicionalmente lentos en la instrumentación de cambios en sus sistemas financieros, la demanda internacional de inversionistas extranjeros por las nuevas acciones de las compañías recientemente privatizadas ha significado en numerosas ocasiones un estimulante importante para implementar mejoras en sus mercados de capital, al igual que en la infraestructura legal del país en cuestión, debido a que éstos accionistas requieren una mayor transparencia, mayor protección legal y otros elementos a los que están acostumbrados a encontrar en los mercados altamente desarrollados.⁸¹

Como lo demuestra la tabla siguiente, existen datos disponibles que muestran que, las compañías privatizadas, se ubican generalmente ya sea como las más valiosas en el mercado bursátil de ese país (como es el caso de Japón, Alemania, Francia, Italia, España, Australia, México, Argentina, Brasil, Rusia y otros); o como las segundas empresas de más valor en muchos otros (incluyendo Gran Bretaña, Hong Kong, Corea y

⁸¹ Banco Mundial, *World Development Report of 1996*, p. 108.

Chile); y que, adicionalmente, éstas empresas privatizadas, por sí mismas, con frecuencia representan fracciones importantes de la capitalización total de los mercados de valores nacionales en países tales como Alemania (10.5%), España (14.8%), Australia (19.4%) y México (36.3%).⁸² En contraste, en las últimas dos décadas, existen solamente dos privatizaciones mediante emisión de acciones de importancia en los mercados Estadounidenses: Conrail en 1987 y U.S. Enrichment Corporation en 1999.⁸³

Tabla VII. ¿Cuántas de las empresas más valiosas de un país son compañías privatizadas?

This table details the relative size, measured by market valuation, of privatized firms in 44 national stock markets. Information is from Morgan Stanley Capital International, as reported in "The Business Week Global 1000," *Business Week* (July 10, 2000). Note that this is a biased (low) estimate, since many countries only had a small number of firms valuable enough to make the Business Week rankings, which implies that privatized firms probably would have occupied an even larger number of positions if a full ten companies had been listed for every country. The number of firms in the list from each country is given in parentheses.

Country	Largest Firm	Second Largest	Third Largest	Fourth Largest	Fifth Largest	Sixth Largest	Seventh Largest	Eighth Largest	Ninth Largest	Tenth Largest
Australia (15)	x									
Austria (1)			x							
Belgium (10)										
Brazil (4)		x		x						x
Canada (2)										
Denmark (5)	x									
Finland (4)		x				x				
France (44)	x	x								x
Germany (35)	x					x				x
Hong Kong (15)		x								
Ireland (5)				x						
Italy (11)	x	x	x	x		x	x	x	x	
Japan (140)	x	x								
Netherlands (22)			x				x			
New Zealand (1)	x									
Norway (1)										
Portugal (3)		x	x							
Singapore (7)	x			x						
Spain (12)	x	x		x	x			x	x	
Sweden (18)										
Switzerland (16)								x		
Top 200 Emerging Market Firms										
Mexico (13)	x					x			x	
China (3)			x							
Russia (4)	x	x	x	x						
Taiwan (33)										
Korea (16)			x	x		x			x	
South Africa (20)										x
Argentina (4)	x	x								

NOTA: TABLA VII del documento de María K. Boutchkova y William L. Megginson: Privatization and the Rise of Global Capital Markets. Véase nota de pie de página 20 de este documento.

⁸² Véase Boutchkova y Megginson Op.Cit. nota 29, p. 14 y Tablas VI y VII.

⁸³ Véase Boutchkova y Megginson Op.Cit. nota 29, p. 8.

A medida que se producen las privatizaciones y las nuevas compañías privatizadas empiezan a operar en las bolsas locales, la capitalización de los mercados de capital nacionales se incrementa dramáticamente. Los nuevos propietarios, el gobierno y el mercado mismo, pronto se dan cuenta de que el mercado local no cuenta con el nivel de capital de inversión requerido por las privatizaciones de gran escala, en áreas tales como telecomunicaciones, aerolíneas o empresas petroleras, y que también carece de los mecanismos necesarios de regulación y control para atraer a inversionistas internacionales, lo cual conlleva, por un lado, a que se abran a la idea de ofrecer parte de las acciones recién emitidas en los mercados internacionales⁸⁴ y, por el otro, a establecer los mecanismos requeridos que permitan que los inversionistas internacionales sientan confianza al operar en los mercados locales, y que las compañías locales permanezcan en el lugar.

Como parte del proceso de internacionalización, las compañías necesitan llevar a cabo una serie de acciones preparatorias para poder atraer inversionistas nacionales e internacionales. De acuerdo con experiencias recientes, dichas compañías requieren, en primer lugar, reorganizar su estructura accionaria estableciendo diferentes clases de acciones, creando acciones con o sin derecho a voto. Las acciones con derecho a voto, generalmente pasan, en su mayoría, al bloque de control elegido por el gobierno conforme a un proceso previo, posiblemente en una licitación cerrada o un procedimiento de inversionistas estratégicos. Adicionalmente, si el gobierno no vende la totalidad de

⁸⁴ Anthony M. Vernava, *Latin American Finance, A financial Economic and Legal Synopsis of Debt Swaps, Privatizations, Foreign Direct Investment, Law Revisions and International Securities Issues*, 15 WIS. INT'L. L. J. (1996), pp. 89, 97.

sus acciones en la primera fase, esperando obtener los beneficios de la buena voluntad y el desempeño que ofrecerá la nueva privatización en su fase pública, es posible que intercambie su interés por una clase de acciones sin derecho a voto, como fue el caso de la privatización de Telmex.⁸⁵

Por lo tanto, una vez que el nuevo grupo de control recibe las nuevas acciones con derecho a voto, durante la segunda fase de la privatización se realizará la venta de la clase de acciones sin derecho a voto en los mercados internacionales, y será hasta entonces, después de la colocación en los mercados internacionales, que el gobierno venderá el remanente de su bloque accionario sin derecho a voto, con el fin de maximizar su retorno, al vender sus acciones una vez que los mercados nacionales e internacionales han tenido la oportunidad de evaluar la compañía ya privatizada.⁸⁶

Adicionalmente, este proceso de etapas múltiples hacia la privatización de grandes compañías, ofrece varios beneficios a la nueva empresa privatizada. Al vender la primera parte de su emisión en el mercado nacional de la compañía, se logra determinar un rango de precios para las acciones a ofrecer en los mercados internacionales, lo que, bajo las circunstancias adecuadas, dará como resultado la obtención de un precio de oferta primaria más alto y el consecuente incremento de la ganancia capital sobre las ventas de acciones en los mercados de capital internacionales.⁸⁷

⁸⁵ *Ibidem* Anthony M. Vernava, p. 118.

⁸⁶ *Ibidem* Anthony M. Vernava, p. 119.

⁸⁷ *Ibidem* Anthony M. Vernava, p. 121.

Para ilustrar este proceso, es suficiente hablar de la venta de Teléfonos de México y su efecto sobre la Bolsa de Valores Mexicana, y para esto nos referiremos al artículo de Anthony Vernava,⁸⁸ quien explica la venta del control y la subsiguiente oferta pública internacional de las acciones de Telmex:

En mayo de 1991, se realizó la Oferta Pública Primaria de las acciones "Serie L" de Telmex en México, seguida por la venta en los mercados de capital internacionales. La oferta fue equivalente al 16.2% del capital social de Telmex e incluyó una opción de compra, al mismo precio, para cada una de los miembros del sindicato de suscripción, de hasta un 15% adicional de acciones L. En Estados Unidos, se ofreció 13.2% del capital social de la compañía, representado por 70 millones de ADRs, lo cual correspondía a 1,400 millones de Acciones Serie L. El precio de oferta era US\$27.25 por cada ADR.

Las acciones de Telmex se emitieron a nivel internacional únicamente después de la emisión primaria nacional. En esta forma, los intereses de los inversionistas nacionales se satisficieron y se estableció un precio en el mercado nacional a partir del cual se estableció el precio para la oferta internacional. Las acciones ofrecidas en el extranjero fueron y son acciones sin derecho a voto, de manera que el control se mantiene en manos de ciudadanos mexicanos. El uso de diferentes clases de acciones permitió que los inversionistas nacionales apalancaran su inversión,

⁸⁸ *Ibidem* Anthony M. Vernava pp. 133-35.

reteniendo al mismo tiempo el control nacional, siendo esto una forma típica de las empresas privatizadas en América Latina que venden sus acciones a nivel internacional, como se indicó arriba.

USO DE LOS PRODUCTOS; EFECTOS SOBRE LOS MERCADOS DE CAPITAL INTERNOS Y FLUJOS DE CAPITAL A MÉXICO

Las ganancias obtenidas por el gobierno mexicano, resultado de la venta tanto al grupo privado como en los mercados de valores, fueron de aproximadamente US\$4,000 millones para febrero de 1992. Esto representó el doble de la expectativa inicial de recaudación de US\$2,000 millones. Además, en ese momento, el gobierno había retenido acciones de Telmex con una valuación de más de US\$14,000 millones. La cascada de ganancias obtenidas por la venta y el valor mejorado de su tenencia restante en Telmex fueron el resultado de un mayor valor de las acciones de Telmex en los mercados de capital internacionales.

México estableció un Fondo de contingencia con los productos obtenidos de la venta de sus intereses en Telmex y otras compañías y bancos privatizados. El Fondo se utilizó esencialmente para reducir la deuda interna del sector público. Como resultado, entre diciembre de 1990 y octubre de 1992, hubo una reducción del 10.5% en la deuda, con lo cual se redujo tanto los gastos

de capital al igual que los intereses sobre la deuda. Los gastos de capital bajaron aproximadamente \$3.2 billones de pesos anualmente.

Un efecto adicional de la privatización de Telmex y de la oferta de sus acciones en la Bolsa Mexicana y en las bolsas de valores de países desarrollados fue el incremento en la inversión de la cartera extranjera y la Inversión Extranjera Directa (*Foreign Direct Investment*), al igual que una reducción en las tasas de interés reales. Cuando se tomaron las primeras acciones para prepararse para la privatización total de Telmex en 1989, hubo un rápido incremento en el precio de las acciones de dicha compañía que ya cotizaban en la Bolsa. En 1990, el precio de Telmex se incrementó en 79%. Este incremento dió como resultado la atracción de una cantidad importante de inversión en cartera a México. En el tercer trimestre de 1991, la inversión de cartera en acciones y valores de tasa variable en México se concentró en aproximadamente 61% de Telmex y acciones de otras nueve compañías. También parece que el éxito de la oferta de acciones de Telmex ayudó a otras importantes empresas mexicanas de alta calidad y prestigio a tener acceso a los mercados mundiales con una mayor frecuencia y en mejores términos. Como se indicó anteriormente, también parece haber existido una correlación entre la apreciación de Telmex y otras firmas privatizadas en la Bolsa y la reducción en las tasas de interés reales.

Lo anterior demuestra la importancia que puede tener una sola empresa en el desarrollo y la internacionalización de la bolsa de valores de un país. Respecto al desempeño de la nueva empresa privatizada de telecomunicaciones antes y después de su proceso de privatización, la siguiente tabla muestra las eficiencias obtenidas por TELMEX después de la privatización:

TABLA 12
INDICADORES DE DESEMPEÑO DE LA COMPAÑÍA DE
TELECOMUNICACIONES MEXICANA DESPUÉS DE LA PRIVATIZACIÓN

Indicator	1989	1999
Lines in service (Thousands)	4,348	10,927
Rural towns with access to telephone	1,683	39,691
Number of towns with access to telephone	4,219	43,648
Telephone density (per 100 inhabitants)	5.9 ^a	11.2
Fiber optics network (kilometers)	72.0	84,253

Note: The privatization took place in 1990 (transfer of control).

a: These data are for 1990.

Source: SCT

Nota: La Tabla 12 muestra indicadores seleccionados de mejora en el desempeño e inversión realizada por la compañía de telecomunicaciones privatizada en México. Es importante observar que, de acuerdo con Shesinzki y López-Calva, esta compañía, TELMEX, se vendió bajo estrictos objetivos de inversión y mejoras en el desempeño⁸⁹ y obtuvo poder monopolístico en la telefonía local durante un período predeterminado de tiempo.

⁸⁹ Véase Shesinzki y López-Calva, Op.Cit. nota 54, Tabla 12 p. 45.

2.2 COMPARACION ENTRE ECONOMIAS DE MERCADO CONTRA ECONOMIAS *BANCARIAS*

A pesar de que la banca ha mantenido un ritmo estable o ha crecido en ciertas áreas financieras, en general se puede decir que las economías basadas en los mercados de capital (Estados Unidos y el Reino Unido) prevalecen sobre las economías tradicionales basadas en créditos bancarios (Alemania y Japón), especialmente en el área de las finanzas empresariales y el financiamiento externo para las compañías en todo el mundo.

El incremento en la cantidad e importancia de créditos sindicados es importante debido a que está entrelazado con el crecimiento y el desarrollo de las estructuras de financiamiento de los mercados de capital. Para finales de la década de los 90, se contrataban cerca de 10,000 créditos sindicados al año, con cerca de una tercera parte de los montos obtenidos conforme a esta estructura, de un promedio de US\$1.5 billones de dólares de los créditos totales anuales, comprometidos para financiar adquisiciones corporativas.⁹⁰ Para ilustrar el punto, en 1990 se utilizaron 539 créditos sindicados para las transacciones de Fusiones y Adquisiciones (F&A), en comparación con 3 en 1980, para un total de US\$59,600 millones, y, para 1999, el número había crecido a 2,053 créditos sindicados obtenidos para operaciones F&A totalizando US\$528,600 millones.

Respecto al valor total de la actividad anunciada de Fusiones y Adquisiciones, Estados Unidos alcanzó la marca de US\$1.74 billones de dólares en 1999, mientras que la actividad total de F&A para Europa se incrementó de US\$593,000 millones de dólares en 1998 al impresionante monto de US\$1.22 billones en 1999, lo cual conforma la mayoría

de los US\$3.4 billones de dólares de la actividad F&A mundial.⁹¹ Esta cifra de Fusiones y Adquisiciones también es importante debido a que, como veremos más adelante, es cada vez más usual que las compañías internacionales adquieran empresas públicas estadounidenses utilizando los *American Depositary Receipts* o ADRs, como divisa de adquisición, esto es, la operación de F&A denominada *cross-border* (entre fronteras) se estructura como un intercambio de ADRs, en donde los inversionistas de la empresa estadounidense obtienen ADRs a cambio de sus acciones estadounidenses en la empresa adquirida.

Aunado a la impresionante capitalización de los mercados de valores, los volúmenes de operación y, por consiguiente, el valor de las acciones operadas han crecido de manera sustancial, debido principalmente a dos circunstancias: la decisión generalizada de los inversionistas institucionales estadounidenses en abrir sus carteras de inversión a las acciones extranjeras, *al igual que un mayor número e importancia de privatizaciones vía emisión de acciones* llevadas a cabo en diferentes partes del mundo.⁹²

En lo que se refiere al crecimiento en la capitalización de los mercados accionarios y los volúmenes operados, el período de 1983 a 1999 fue uno de los más notables para las

⁹⁰ Véase Boutchkova y Megginson Op.Cit. nota 29, p. 6.

⁹¹ *Ibidem* Boutchkova y Megginson, p. 11 y Tabla I, Panel B.

⁹² Véase en general, *America's Largest Overseas Investors*, INSTITUTIONAL INVESTOR, INT'L ED.(Jul. 1995), p. 83 (que analiza el hecho de que, para la segunda mitad de la década de los 90, el porcentaje de acciones extranjeras representadas en las carteras de inversión de los inversionistas institucionales llegó a niveles cercanos al 15%).

bolsas de valores de la mayoría de los países.⁹³ En 1999, el valor de las acciones operadas a nivel mundial alcanzó US\$37.5 billones, periodo en el cual los mercados emergentes pasaron de una modesta operación de acciones de US\$25,000 millones en 1983, a un total de US\$2.32 billones para 1999.⁹⁴ Boutchkova y Megginson atribuyen este formidable incremento en la liquidez del mercado a: a) el incremento en la popularidad de la inversión en los mercados emergentes entre inversionistas de países desarrollados, especialmente inversionistas institucionales, y el *impacto de los Programas de Privatización mediante Emisión de Acciones a gran escala.*⁹⁵

Tabla II. El crecimiento de la capitalización de los mercados accionarios en el mundo y el volumen de operaciones, 1983-1999

This table details the growth in the aggregate market capitalization and trading volume, in \$US millions, over the 16-year period 1983-1999. Market capitalization figures are year-end values, translated from local currencies into US\$ at the contemporaneous exchange rate, while trading volumes represent the total value of all trades executed during the year. Data sources: 1983-1988, the World Bank's *Emerging Markets Fact Book* (various issues); 1999 data from the Statistics section of the Federation of International Stock Exchange's website (www.fisx.net)

Market Capitalization	1983	1988	1989	1992	1995	1998	1999
Developed Countries	3,301,117	6,378,234	10,937,463	9,921,841	13,842,152	24,530,692	32,820,474
United States	1,890,063	2,836,396	3,265,640	4,483,040	6,857,622	12,928,137	16,645,387
Japan	565,164	1,341,783	4,302,697	2,399,064	3,667,292	2,495,757	4,554,886
United Kingdom	225,800	439,501	826,598	927,129	1,407,737	2,372,738	2,855,351
Developing Countries	83,222	133,036	755,210	1,600,014	1,339,919	1,688,258	2,184,099
Total World	3,844,339	6,511,290	11,702,773	10,921,855	17,780,071	26,519,773	35,608,371
World, ex. US	1,454,276	3,576,692	8,266,823	6,436,815	10,924,449	13,593,566	18,962,911
US as % of World	56.1%	40.8%	29.9%	41.1%	38.6%	48.7%	47.5%
Trading Volume							
Developed Countries	1,202,346	3,495,708	6,297,609	4,151,573	9,169,761	20,917,462	35,187,632
United States	797,123	1,795,968	2,015,444	2,081,658	5,108,591	13,148,480	19,993,439
Japan	230,906	1,145,615	2,800,693	635,261	1,231,582	938,522	1,891,654
United Kingdom	42,544	132,912	320,268	352,996	510,131	1,167,382	3,399,581
Developing Countries	25,215	77,972	1,170,928	631,272	1,016,546	1,056,838	3,330,891
Total World	1,237,761	3,573,680	7,467,997	4,782,850	10,214,307	22,874,310	37,508,523
World, ex. US	430,638	1,777,682	5,452,453	2,701,192	5,107,716	9,725,840	17,508,523
US as % of World	64.9%	50.3%	27.0%	43.8%	50.6%	57.2%	53.3%

NOTE: **Tabla II** del documento de María K. Boutchkova y William L. Megginson: Privatization and the Rise of Global Capital Markets, Financial Management. Véase nota de pie de página 20 en este documento.

⁹³ Véase Boutchkova y Megginson, Op.Cit. nota 29, p. 9, que detalla los datos del Libro de hechos de los mercados emergentes del Banco Mundial y la Federación de bolsas de valores internacionales presentados en la Tabla II de este trabajo.

⁹⁴ Boutchkova y Megginson Op.Cit. nota 29, p. 9.

⁹⁵ Boutchkova y Megginson Op.Cit. nota 29, p. 8.



2.3 VENTAJAS DE LAS PRIVATIZACIONES MEDIANTE EMISIÓN DE ACCIONES CONTRA OTROS MECANISMOS DE PRIVATIZACIÓN.

Meggison y Netter han identificado al menos cuatro razones por las cuales los gobiernos han incrementado las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones como su vehículo de privatización preferido:⁹⁶

- a) El uso de las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones, es visto cada vez más como el único método práctico para vender las empresas de mayor tamaño de propiedad estatal. Incluso con el desarrollo y consolidaciones de los mercados financieros nacionales e internacionales, es difícil obtener en un solo mercado el capital necesario para que grandes empresas públicas con un importante nivel de endeudamiento se abran paso en el sector privado. Tomemos por ejemplo los casi US\$80,000 millones obtenidos por la compañía Nippon Telegraph & Telephone cuando fue vendida por el gobierno japonés en 1987-1988. Hubiera sido casi imposible que un solo mercado absorbiera la totalidad o mayoría de dicha emisión.
- b) Transparencia. Una Oferta pública de acciones se considera en general como el método más transparente de vender una EPF, especialmente cuando un gobierno no cuenta con una buena reputación entre los inversionistas nacionales e internacionales. Los autores citan el ejemplo de los mecanismos de privatización altamente criticados de los países del antiguo bloque socialista, en donde se utilizaron privatizaciones por vales y mecanismos de venta directa para deshacerse de las empresas públicas. A

⁹⁶ Véase en general, Megginson y Netter, *Equity to the People: The Record on Share Issue Privatization Programs*, Op.Cit. nota 37, p. 30-32.

pesar de que estos mecanismos se justificaban debido a la falta de mercados de capital desarrollados en el país y la consiguiente necesidad de los gobiernos recientemente elegidos de intentar desarrollar esos mercados incluyendo a sus ciudadanos y, no sólo, o principalmente, a inversionistas internacionales; no obstante, han sido fuertemente criticados debido a los constantes casos de favoritismo y la corrupción abierta en la designación de los licitantes ganadores.

- c) Como se observó anteriormente, el mecanismo de Privatización mediante Emisión de Acciones, ofrece a los gobiernos la oportunidad de influir legalmente sobre la asignación de los bloques de acciones entre los principales sectores nacionales políticos y socioeconómicos clave, al igual que sobre los precios y otros términos de la oferta. Esto es especialmente benéfico cuando un gobierno intenta crear, desarrollar o consolidar los mercados de capital nacionales y una cultura bursátil entre sus habitantes, y cuando se enfrenta a posibles obstáculos de la oposición política o a movimientos de los empleados con base en los temidos despidos masivos.
- d) Finalmente, se ha demostrado que, a nivel nacional, las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones, han incrementado de manera importante la capitalización total y el volumen de operaciones de la mayoría de los mercados de capital no estadounidenses. Como se mencionó, las PEAs han sido las ofertas de acciones más importantes en muchos países desarrollados y en desarrollo, lo cual ha ocasionado en la mayoría de los casos una forma de *circulo virtuoso*, en donde a mayor y más constante participación de los inversionistas, más crece y obtiene liquidez el mercado

nacional, lo cual tiene un efecto directo en la atracción de más inversionistas nacionales, y sobre todo internacionales, que a su vez alenta o permite que empresas privadas y públicas emitan acciones nuevas o adicionales, y así sucesivamente.

De acuerdo con los datos obtenidos⁹⁷ hasta 1997, 27 de las 30 empresas más grandes, incluyendo las 17 principales ofertas de acciones, se realizaron a través de Privatizaciones mediante Emisión de Acciones, obteniendo un total de US\$446,000 millones de dólares y, para finales del siglo XX, las 25 más importantes, y 35 de las 39 ofertas de acciones más grandes durante el siglo fueron Privatizaciones mediante Emisión de Acciones.⁹⁸

Además, es importante mencionar una de las diferencias más importantes entre una Privatización mediante Emisión de Acciones de una EPE y una Oferta Pública Primaria típica de una compañía privada. En esta última, una compañía privada decide cotizar en la bolsa y, por lo tanto, debe acceder a los mercados de capital para emitir nuevas acciones. A diferencia, mediante el mecanismo de Privatización mediante Emisión de Acciones, una compañía en manos del gobierno se privatiza, y decide emplear, como mecanismo de privatización, la emisión de una mayoría de su capital, aunque en algunos casos una minoría, en acciones de reciente emisión. De ésta última, la emisión más importante ha sido la privatización de la *Japanese Telephone and Telegraph Company*, la que, entre 1987 y 1988 colocó acciones por la increíble suma de US\$62,000 millones de dólares.

Tabla IX. Las ofertas de acciones más grandes en el mundo se refieren todas a privatizaciones

This table presents offering details for the 35 largest share offerings in history (those raising over \$5 billion) as of August 15, 2000. The ten largest (and 30 of the 35 total) issues are offerings of shares in privatized firms. Offers are reported in nominal amounts (not inflation-adjusted), and are translated into millions of US dollars (\$mil) using the current exchange rate. *Private sector offerings* are presented in italicized type, while share issue privatizations (SIPs) are presented in normal typeface. An initial public offering is indicated as an IPO, while a seasoned equity offer is designated as SEO. Amounts reported for SIP offers are as described in the *Financial Times* at the time of the issue. Private firm offer amounts are as reported in the *Financial Times* or the *Securities Data Corporation* file.

Date	Company	Country	Amount (\$mil)	IPO/SEO
Nov 87	Nippon Telegraph & Telephone	Japan	540,260	SEO
Oct 88	Nippon Telegraph & Telephone	Japan	22,400	SEO
Nov 94	ENEL	Italy	18,600	IPO
Oct 98	NTT DoCoMo	Japan	18,600	IPO
Oct 97	Telecom Italia	Italy	15,500	SEO
Feb 87	Nippon Telegraph & Telephone	Japan	15,097	IPO
Nov 99	Nippon Telegraph & Telephone	Japan	15,000	SEO
Jun 94	Deutsche Telekom	Germany	14,700	SEO
Nov 96	Deutsche Telekom	Germany	13,100	IPO
Oct 87	British Petroleum	United Kingdom	12,430	SEO
Apr 00	ATT Wireless (trucking stock)	United States	10,600	IPO
Nov 98	France Telecom	France	10,500	SEO
Nov 97	Telstra	Australia	10,530	IPO
Oct 99	Telstra	Australia	10,400	SEO
Jun 99	Deutsche Telekom	Germany	10,200	IPO
Dec 90	Regional Electricity Companies ⁴	United Kingdom	9,995	IPO
Dec 91	British Telecom	United Kingdom	9,927	SEO
Dec 89	U.K. Water Authorities ⁴	United Kingdom	8,679	IPO
Dec 86	British Gas	United Kingdom	8,012	IPO
Jun 98	Indesa	Spain	8,000	SEO
Jul 97	ENI	Italy	7,800	SEO
Apr 00	Oracle Japan	Japan	7,500	IPO
Jul 93	British Telecom	U.K.	7,360	SEO
Oct 93	Japan Railroad East	Japan	7,312	IPO
Dec 98	Nippon Telegraph & Telephone	Japan	7,200	SEO
Oct 97	France Telecom	France	7,089	IPO
Jul 99	Credit Lyonnais	France	6,960	IPO
Feb 94	Elf Aquitaine	France	6,823	SEO
Jun 97	Halifax Building Society	United Kingdom	6,813	IPO
Jun 98	ENI	Italy	6,740	SEO
Mar 94	Aurifer Sverige	Sweden	5,818	IPO
Oct 96	ENI	Italy	5,804	SEO
Oct 98	Swisscom	Switzerland	5,600	IPO
Nov 99	United Parcel Service	USA	5,500	IPO

⁴ Indicates a group offering of multiple companies that trade separately after the IPO.

NOTA: TABLA IX del documento de María K. Bouchkova y William L. Megginson: Privatization and the Rise of Global Capital Markets, Financial Management. Véase nota de pie de página 20 en este documento.

En muchos casos, el gobierno, buscando fortalecer los mercados accionarios locales, planea una estrategia de privatización para atraer al mayor número de inversionistas individuales posible, llegando a emplear mecanismos como el favorecer a grupos

⁹⁷ Véase Jones et al., *Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends*, Op.Cit. nota 22, p. 2.

específicos dentro de la comunidad (que con frecuencia son empleados de las compañías que se están privatizando o bloques de control de los inversionistas nacionales) para la asignación y precio preferencial de las acciones,⁹⁹ lo cual, de acuerdo con un estudio líder, ha dado lugar a un crecimiento significativo en el número de accionistas de las principales compañías privatizadas con relación al número de accionistas en compañías similares del sector privado, tanto en las economías desarrolladas como en desarrollo.¹⁰⁰

Algunas de estas Ofertas públicas primarias han tenido como resultado, la promoción de una "cultura bursátil"¹⁰¹ que alienta a una nueva clase de inversionistas nacionales a aventurarse al intrincado mundo de los mercados financieros.¹⁰² Este ha sido el caso de Alemania, en donde más de 2 millones de alemanes compraron acciones en la privatización de 1996 de la compañía *Deutsche Telekom*; y en Francia, donde más de 3 millones de inversionistas franceses decidieron comprar una parte de la oferta Primaria de acciones de 1987 del banco *Banque Paribas*, y, finalmente, el caso del Reino Unido, en donde la población inversionista creció de 7% a 24% entre el período de 1979 a 1990.¹⁰³ Otro estudio profundiza aún más en el hecho de que, otra de las razones por las cuales las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones han sido el método preferido de privatización, ha sido las ventajas económicas ofrecidas por los mercados financieros

⁹⁸ Véase Boutchkova, Op.Cit. nota 29, p. 17.

⁹⁹ Véase Boutchkova, Op.Cit. nota 29, p. 24.

¹⁰⁰ Para obtener una descripción total del estudio y los resultados gráficos, consulte Boutchkova, Op.Cit. nota 29, p. 25, y las Tablas XII y XIII del mismo artículo.

¹⁰¹ Véase en general Megginson & Netter, *Equity to the People: The Record on Share Issue Privatization Programs*, Op.Cit. nota 37, pp. 29-30.

¹⁰² *Ibidem*.

¹⁰³ Véase Megginson & Netter, Op.Cit. nota 37, p. fn.2; y Boutchkova & Megginson, Op.Cit. nota 29, p. 24 y Tabla XII.

organizados, junto con la posibilidad de obtener beneficios políticos, con lo cual se desactivan los posibles impactos negativos contra el gobierno que privatiza, al asignar específicamente parte de las acciones a los inversionistas locales que el gobierno considera como jugadores clave en el desarrollo y la consolidación de la industria en cuestión, al igual que en los diferentes sectores económicos, sociales y políticos de la economía. En otras palabras, los gobiernos han aprendido a manipular el precio de la oferta, al igual que los términos de la asignación de acciones y control, para lograr múltiples objetivos políticos y económicos, que con frecuencia están en competencia.¹⁰⁴

Como propuesta general, se puede decir que, cuanto mayor sea la Empresa de Propiedad Estatal, más inclinado estará el gobierno a privatizarla utilizando el método de Privatización mediante Emisión de Acciones, y más intentará vender en el mercado nacional el mayor porcentaje posible de la oferta que el mercado nacional pueda absorber, antes de salir al mercado internacional, con el fin de ayudar tanto como sea posible en el desarrollo y consolidación del mercado accionario en el país de emisión.

¹⁰⁴ Véase D'Souza y Meggison, *The Financial And Operating Performance Of Privatized Firms During The 1990s*, Op. Cit. nota 12 (manuscrito p. 1).

2.4 ACCESO A LOS MERCADOS INTERNACIONALES

De acuerdo con Wu y Kwok,¹⁰⁵ una vez que un gobierno decide explorar la posibilidad de emitir al menos una parte de la oferta en los mercados internacionales, varios factores determinan si el gobierno decide seguir adelante y emitir acciones en el extranjero, con seguridad a través de un mecanismo de ADR.

Uno de estos factores, es la idea de que los mercados internacionales proporcionan una ventana de oportunidad, mediante la cual los directores pueden "*medir al mercado*" para obtener un mejor precio para sus acciones. De manera más importante, un gobierno puede decidir entrar en los mercados internacionales si desea establecer una reputación de calidad y compromiso para la libre empresa. Cuanto más nuevo y más centralizado sea el gobierno, más difícil será a convencer a la comunidad internacional de la seguridad de sus inversiones, especialmente para el caso de muchos países en desarrollo, en los que la inestabilidad política ha generado cambios drásticos en las políticas gubernamentales en lo que se refiere al *ciclo de privatización-nacionalización*.¹⁰⁶ Otro conjunto de argumentos que describe la motivación del gobierno para vender acciones en el extranjero, identifica un total de seis condiciones: a) condiciones financieras públicas; b) condiciones contables externas; c) condiciones políticas; d) condiciones institucionales, tales como el desarrollo

¹⁰⁵ Véase Aybar, nota posterior 130, en la cual se cita a Wu y Kwok Chuck, *Why US Firms Choose Global Equity Offerings*, AIB ANNUAL MEETING (1999) (que describe la experiencia estadounidense la cual, de acuerdo con el Dr. Aybar, se podría transplantar fácilmente a las razones por las cuales los emisores internacionales deciden llevar a cabo una oferta de capital global en lugar de mantenerse en los países de origen).

¹⁰⁶ Véase en general Amy L. Chua, Op.Cit. nota 15.

de los mercados accionarios; e) las características de la compañía y de la operación; y f) las condiciones relacionadas con el control administrativo posterior a la privatización.¹⁰⁷

En general, debido a que el proceso de privatización se considera como un excelente mecanismo para proporcionar al gobierno entrante un flujo constante de ingresos sin necesidad de políticas poco populares de incremento de impuestos, cuanto peor sea el papel fiscal del gobierno, más inclinado se verá a privatizar las empresas existentes propiedad del estado, y más estarán motivadas a maximizar sus ventas generadoras de ingresos, lo cual significa que será menor la tendencia a establecer un precio barato y será más frecuente el tratar de vender una porción inicial mayor en la empresa de propiedad estatal en las etapas iniciales, y no en las posteriores. Aquí es donde entran en juego las consideraciones políticas internacionales. La decisión de cotizar en el extranjero, tiene como intención ofrecer una señal a los mercados financieros internacionales sobre el compromiso hacia una política de privatización de largo plazo, la cual incluye las reformas legales e institucionales correspondientes. Estas reformas incrementarán la visibilidad y credibilidad del gobierno en los mercados internacionales, lo cual, a su vez, deberá permitirle asignar sus emisiones futuras en mejores condiciones, aportando mejores beneficios al país.

En lo que se refiere a las Condiciones institucionales, Bortolotti et. Al, argumentan que las instituciones definen el campo de juego para la privatización y pueden jugar un papel

¹⁰⁷ Bernardo Bortolotti, Marcella Fantini y C. Scarppa, *Why do Governments Sell Privatized Companies Abroad*, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, ITALIA, (Documento de trabajo), pp. 8-10.

importante en la decisión de una cotización cruzada.¹⁰⁸ Los autores indican que, a menor credibilidad y mayor laxitud de las reglamentaciones sobre valores de un país, más se inclinará éste hacia "pedir prestada la credibilidad institucional de otro país"¹⁰⁹ al cotizar en sus mercados bursátiles. Los críticos de las cotizaciones cruzadas pueden argumentar que, en lugar de beneficiar a las nuevas compañías que se cotizan de manera cruzada, el hecho de que tienen que cumplir con reglamentos más estrictos, no solamente daña su desempeño nacional, debido a que estarán en desventaja contra los competidores nacionales que no tienen que divulgar tanta información como ellas, a pesar de que existe evidencia que muestra mejoras en eficiencia en los mercados del emisor nacional, como consecuencia de cotizar en las bolsas de mercados más eficientes, más desarrollados y más transparentes.¹¹⁰ Sin embargo, dicho análisis se encuentra fuera del alcance de este trabajo.

De igual manera, los gobiernos prefieren este método de privatización debido a que pueden delinear estrategias mediante las cuales pueden privatizar la compañía, manteniendo al mismo tiempo cierto grado de facultades de veto o derechos de voto, llegando en algunos casos, incluso, al derecho absoluto de vetar ciertas decisiones a nivel estratégico.¹¹¹ Este ha sido el caso de la mayor parte de las compañías privatizadas en el Reino Unido, al igual que varios otros países europeos, quienes han incorporado en su estructura accionaría las llamadas *Golden Shares* ("Acciones doradas"), las cuales permiten al gobierno vetar fusiones, liquidaciones, ventas de activos y otros eventos corporativos

¹⁰⁸ *Ibidem* Bernardo Bortolotti p. 9.

¹⁰⁹ *Ibidem*.

¹¹⁰ *Ibidem* Bernardo Bortolotti p. 10.

¹¹¹ Véase Jones et al. *Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends*, Op.Cit. nota 22, (manuscrito en 23).

importantes. Estas *Golden Shares* confieren al gobierno, ya sea de manera temporal o permanente, derechos especiales de votación o veto en el proceso de toma de decisiones de las nuevas empresas privatizadas, aun y cuando el gobierno haya mantenido únicamente un pequeño porcentaje accionario de la nueva estructura de propiedad.

Dichos privilegios pueden tomar formas tales como: a) derechos para restringir las adquisiciones de acciones por terceros o limitar el porcentaje que cualquier persona puede adquirir; b) derechos para nombrar a alguno o inclusive a la mayoría de los miembros del consejo de administración; y c) facultad de veto sobre asuntos importantes tales como el nombramiento de consejeros, la venta de activos clave, fusiones y adquisiciones o liquidaciones.¹¹² Este mecanismo, ampliamente utilizado en los países europeos, ha sido severamente criticado, dando como resultado una reciente ola de decisiones por parte del Tribunal de Justicia Europeo, que prohíbe o restringe en gran medida su uso. Entre otras cosas, se dice que el uso de las *Golden Shares*, entre otras cosas, ha influido en el precio de las acciones, ha nublado la transparencia y los procesos de toma de decisiones de gobernabilidad corporativa, funciona como un mecanismo de defensa y evita que posibles licitantes presenten su oferta para adquirir dicha compañía.¹¹³

¹¹² Paulo Camara, *The End of the "Golden" Age of Privatizations? - The Recent ECJ Decisions on Golden Shares*, *European Business Organization Law Review* 3, (2002), pp.503-504.

¹¹³ *Ibidem* Camara, p. 511.

CAPITULO 3

3.1 EL USO Y LA IMPORTANCIA DE LOS *AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS* (ADRs) PARA OBTENER ACCESO A LOS MERCADOS FINANCIEROS INTERNACIONALES

Es importante enfatizar el uso de las técnicas de Privatización mediante Emisión de Acciones para la privatización de empresas, debido a que ésta representa casi el 70% de los ingresos por privatización que se han obtenido a través de los ejercicios de privatización en las últimas dos décadas.¹¹⁴ Este método ha sido muy favorecido por los inversionistas, especialmente los extranjeros, debido a que proporciona una alta transparencia.

Una de las principales desventajas contra el uso del método de Privatización mediante Emisión de Acciones es el que, inevitablemente, requiere la existencia de un mercado accionario nacional con la infraestructura y capacidad de operación necesarios, al igual que el apoyo institucional y legal necesario, para absorber la oferta de emisión involucrada y, sobre todo, para atraer la confianza de los inversionistas extranjeros. Con la nueva ola de privatizaciones de los 80, incluso los países altamente desarrollados como Alemania y Francia se encontraron escasos de inversionistas locales que pudieran absorber la cantidad interminable de acciones provenientes de Privatizaciones mediante Emisión de Acciones que se ofrecían, con la consecuencia natural de la necesidad de acudir a los inversionistas internacionales como una salida para colocar el excedente de la emisión nacional.

Para mostrar la importancia de los inversionistas extranjeros en las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones, un estudio realizado por Bortoletti en 2000 concluye, después de analizar 393 privatizaciones mediante emisión de acciones en todo el mundo, incluyendo economías desarrolladas y en desarrollo, que un impresionante 47.2% de las ofertas públicas totales eran ofertas internacionales,¹¹⁵ siendo Estados Unidos el líder como mercado de destino, como consecuencia de su infraestructura de mercado altamente desarrollada junto con las diversas opciones institucionales y la oportunidad de ofrecer sus acciones no solo a individuos, sino a inversionistas institucionales que de otra manera no estarían interesados o no tendrían la oportunidad de invertir en el extranjero, bajo condiciones de operaciones y reglamentos muy similares a los que están acostumbrados conforme a las estrictas normas de divulgación y operación existente en Estados Unidos.

3.2 LA INTERNACIONALIZACIÓN DE LOS MERCADOS FINANCIEROS ESTADOUNIDENSES

Se han requerido varias décadas para que los mercados financieros estadounidenses se sientan cómodos operando con valores extranjeros, ya sea que dichos valores vengan de países desarrollados o en vías de desarrollo, y que involucren una oferta soberana o una emisión privada. No obstante, la internacionalización de los mercados de capital estadounidenses se ha acelerado dramáticamente durante los últimos 15 años, y los

¹¹⁴ Véase Aybar, nota posterior 130, p. 2.

¹¹⁵ Fantini, Bortolotti et al., *Why do Governments Sell Privatized Companies Abroad* (como fue citado por Aybar, nota posterior 130, p. 3).

expertos no tienen razón alguna para esperar que esta tendencia disminuya en un futuro próximo.¹¹⁶

Las razones detrás de la internacionalización del mercado han sido numerosas. En primer lugar, se ha convertido en una tendencia internacional el preferir la emisión accionaria como el medio para obtener el capital necesario, en lugar de utilizar otras formas más tradicionales utilizadas en el pasado. Es decir, las compañías han dejado de utilizar mecanismos, tales como, los créditos bancarios nacionales o internacionales, o la emisión de deuda, o los créditos gubernamentales para financiarse.

Adicionalmente, y sobre todo, esto también ha sido consecuencia de la privatización de las empresas propiedad del estado, principalmente los bancos, las compañías de telecomunicaciones y de servicios públicos, iniciada a finales de los 80 y principios de los 90, en diferentes economías de América Latina y Asia, mismas que alimentaron un incremento en la disponibilidad de capital,¹¹⁷ siendo, por lo general, el instrumento preferido para lograr estas ventas la emisión de acciones, inicialmente en los mercados nacionales de los países emisores, pero, sobre todo, en los mercados internacionales, siendo los mercados estadounidenses los mercados líderes en la recepción de estas

¹¹⁶ James L. Cochrane, James E. Shapiro y Jean E. Tobin, *Emerging Capital Markets: Foreign Equities and US Investors: Breaking Down the Barriers Separating Supply and Demand*, 2 STAN. J.L. BUS & FIN 241 (1996).

¹¹⁷ De acuerdo con una publicación anual que da seguimiento a los eventos de privatización en el mundo, durante el periodo entre 1991 y 1995, US\$295,000 millones de activos propiedad del estado estuvieron disponibles para el sector privado. Anuario de la privatización [sic] 1996 (Henry Gibbon ed., 1996).

emisiones, principalmente a través de la emisión de los *American Depositary Receipts* ("ADR").¹¹⁸

Los inversionistas institucionales, al igual que los inversionistas individuales, decidieron abrirse a las ventajas, y riesgos, del capital accionario extranjero, decidiendo los inversionistas institucionales incrementar su exposición a los valores internacionales, con la intención de que sus carteras accionarias alcanzaran, para la segunda mitad de la década de los 90, un porcentaje de acciones extranjeras cercana al 15% de su composición total.¹¹⁹ No sólo eso, pero algunos autores argumentan que "examinar los ADRs, especialmente aquellos ocultos en el mercado de OTC, es una buena manera de descubrir oportunidades que se han pasado por alto, especialmente ahora que han surgido dudas acerca de la integridad financiera de varias compañías estadounidenses".¹²⁰ En su agregado, las inversiones estadounidenses en capital social extranjero se han incrementado de un nivel inferior a los US\$500,000 millones a principios de los 80 a una suma impresionante de US\$1.5 billones durante el primer trimestre del año 2002.¹²¹

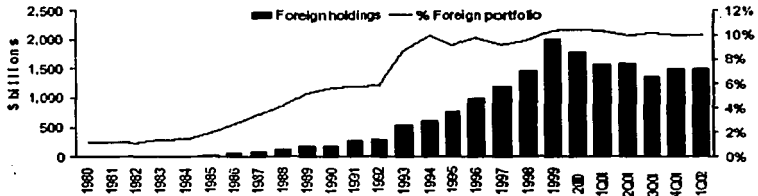
¹¹⁸ Este es el caso de la compañía telefónica mexicana TELMEX, privatizada en 1991; y una de las grandes empresas petroleras argentinas, YPF, la cual en 1994 pasó por el proceso de privatización y ofertó acciones. No pudiendo obtener el capital necesario en Argentina, YPF realizó una oferta global de valores por US\$3,000 millones, de los cuales US\$500 millones se obtuvieron en Argentina y en Europa y los US\$2,000 millones adicionales se obtuvieron en Estados Unidos.

¹¹⁹ *America's Largest Overseas Investors*, INSTITUTIONAL INVESTOR, 83, INT'L ED. (Jul. 1995).

¹²⁰ Eric Uhlfelder, *Big International Fish In Shallow U.S. Waters, Registered Representative, Investing*, Volume 27, Number 1, (Enero 1, 2003).

¹²¹ JP Morgan, *Guía de Referencia de ADR 2002/03*, p. 7, donde cita un reporte por la Reserva Federal de Estados Unidos, FLOW FUNDS REPORT 2002, disponible en <http://www.adr.com>.

Anexo I A: Inversión de Estados Unidos en capital accionario extranjero (ADR v acciones locales)



Source: Federal Reserve, Flow of Funds Report

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, en 7, que cita el reporte de la Reserva Federal de Estados Unidos, FLOW FUNDS REPORT 2002, disponible en <http://www.adr.com>.

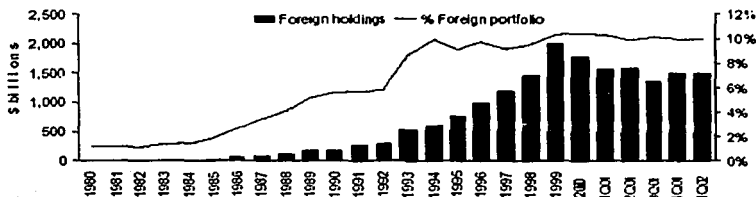
En lo que se refiere a los volúmenes de operaciones de ADRs, vale la pena mencionar, que su participación como un "subconjunto del capital accionario internacional asumido por los inversionistas estadounidenses" creció a una tasa de dos dígitos en los 90 y el total de inversión en acciones extranjeras ostentadas por inversionistas estadounidenses para el año 2002, representó 10% de la cartera accionaria de Estados Unidos.¹²²

Respecto al futuro del mercado de los ADRs, incluso bajo la presión de los últimos dos años en los rendimientos de los mercados, y parcialmente basado en la continua tendencia de diversificación que han seguido los inversionistas estadounidenses, el uso de ADRs como una divisa de adquisición en las operaciones de Fusión y Adquisición, y las excelentes oportunidades que se han obtenido en las privatizaciones globales, especialmente en los países del antiguo bloque comunista de Europa del Este, al igual que

¹²² Véase Op.Cit. nota 121 JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 7.

el incremento en la apertura que se está llevando a cabo en China y Corea del Sur, se espera que el mercado de ADRs continúe con su patrón constante de crecimiento.¹²³

Anexo I A: Inversión de Estados Unidos en acciones extranjeras (ADR y acciones locales). 1980 - 2002



Source: Federal Reserve, Flow of Funds Report

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, en 8, que cita el reporte de la Reserva Federal de Estados Unidos, FLOW FUNDS REPORT 2002, disponible en <http://www.adr.com>.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

¹²³ *Ibidem*, JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03* p. 8.

3.3 LAS VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS ADRS PARA LOS INVERSIONISTAS ESTADOUNIDENSES

A pesar de que la exposición a los mercados extranjeros involucra nuevos desafíos y riesgos tanto para los inversionistas estadounidenses, como para sus representantes y las autoridades financieras que protegen al inversionista, al igual que para los mercados de capital estadounidenses, la internacionalización de los mercados de valores estadounidenses, por lo general, se traducen en beneficios en su totalidad por diferentes razones, entre ellas, el hecho de que permitir a los mercados estadounidenses impregnarse de los procedimientos e intrincadas de los listados de acciones extranjeras, le ha permitido convertirse en el líder del mercado a nivel mundial para esos tipos de valores, lo cual, a su vez, permite que Estados Unidos modele el desarrollo de este mercado a la par con sus normas de transparencia, divulgación total y justicia del mercado al que están acostumbrados. También ha permitido que el inversionista estadounidense adquiera valores extranjeros en los mercados financieros nacionales de Estados Unidos, ofreciéndole la seguridad de un cuerpo legal construido para protegerlo contra los abusos de los emisores y otros participantes del mercado.

Otra ventaja para el inversionista estadounidense es el hecho de que, como consecuencia de las estrictas normas legales y financieras de presentación, cotización y reporte, a través de las cuales tienen que pasar las compañías extranjeras antes de tener acceso a los mercados financieros estadounidenses, las compañías que califican y reciben autorización para entrar a los mercados estadounidenses, ofrecen a los inversionistas estadounidenses

propiedad en una compañía que ha sido previamente evaluada (sin ningún costo directo para el inversionista) por la S.E.C. (Securities and Exchange Commission) respecto a posibles fallas estructurales o financieras de importancia. Es cierto que esto no representa ninguna garantía para su desempeño futuro, y no tiene nada que ver con los eventos continuos o futuros en el país de origen del emisor, del mercado donde cotizan, o en el extranjero, pero, al menos, ofrece a los inversionistas estadounidenses la confianza de que dicha compañía no solamente pasó la inspección de la S.E.C., sino que también el conjunto de reglas pertinentes que se encuentran en vigor en la bolsa de valores en donde se planea cotizar u operar, de ser el caso, además de haber cumplido con los requerimientos solicitados por los reguladores nacionales de la compañía en cuestión.

3.4 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LOS ADRS PARA LAS COMPAÑÍAS EXTRANJERAS

Una de las grandes ventajas para las compañías extranjeras y, en el caso de la Privatización mediante Emisión de Acciones, para el gobierno que privatiza, que acuden a los mercados Estadounidenses con el fin de recaudar fondos, es el hecho de que existe en dichos mercados una mayor cantidad de dinero disponible y con un menor costo en que en la mayor parte de los mercados nacionales de los emisores extranjeros.¹²⁴ Otras ventajas adicionales incluyen, el mejorar el valor de la acción, la protección contra acciones de toma de control hostil al diluir la concentración accionaria típica en algunos países, y el valor agregado intangible de tener la calidad necesaria para operar y ampliar su presencia en los mercados estadounidenses. Además, como lo analizaremos más

adelante, existe una tendencia creciente utilizada por las compañías no estadounidenses de acercarse a los mercados norteamericanos para adquirir negocios en este país a través de mecanismos que involucran la emisión e intercambio de *American Depositary Receipts*.

Un factor adicional de la razón por la cual, los mercados estadounidenses se han convertido en un elemento tan importante para las EPEs y los emisores privados extranjeros (*foreign private issuer*)¹²⁵ incluyen la liquidez constante, al igual que la profundidad y especialización del mercado, lo cual permite una demanda continua de los valores del emisor. Adicionalmente, permite que ciertos inversionistas estadounidenses, principalmente los institucionales, adquieran valores de manera indirecta en los mercados del emisor extranjero, quienes de otra manera, ya sea por la falta de recursos, o, más importante, por la reglamentación estadounidense estarían limitados en dichas adquisiciones. Adicionalmente, existe la conveniencia (aunque para los países en desarrollo muchas veces se ha tornado en una desventaja) de contar con capital denominado en dólares, lo cual, a su vez, permitirá que la compañía tenga un acceso simplificado a otras actividades de financiamiento, al igual que menor exposición y mayor cobertura respecto a la deuda denominada en dólares estadounidenses.

¹²⁴ James R. Silkenat, *Overview of US Securities Markets and Foreign Issuers*, 17 FORDIAM INT'L L.J. 4, (1994).

¹²⁵ El término *foreign private issuer* se define en la Regla 3b-4 (c) de la (*Securities Exchange Act*) Ley de Intercambio de Valores de 1934. Básicamente, un Emisor privado extranjero es una compañía constituida fuera de Estados Unidos cuyas actividades principales de negocios no se localizan en Estados Unidos y no más del 50% de los accionistas de la empresa se localizan en Estados Unidos.

En lo que se refiere a las desventajas para las compañías extranjeras que intentan obtener capital en Estados Unidos, ya sea a través de la Privatización mediante Emisión de Acciones u otros mecanismos, la queja o limitación más importante es la fuerte regulación que deben cumplir los emisores extranjeros para poder acceder a los mercados estadounidenses. En este aspecto, la *Securities and Exchange Commission* (SEC)¹²⁶ se enfrenta con la difícil tarea de intentar establecer un equilibrio apropiado en la delicada ecuación entre mantener estrictas medidas de control sobre la calidad de los valores ofrecidos a los inversionistas estadounidenses o, por otro lado, hacer más flexibles sus reglas y reglamentos con el fin de atraer a emisores extranjeros y mantener su liderazgo en los centros financieros mundiales, lo cual, a su vez, le permitirá mantener una supervisión estrecha sobre los valores ofertados a los inversionistas estadounidenses.

Como claro ejemplo de la complejidad de consideraciones a las que se enfrentan las compañías que pretenden acceder los mercados norteamericanos, JP Morgan presenta una lista de los Beneficios de organizar un programa de ADRs en su Guía de referencia de ADRs:

¹²⁶ Creada por la *Securities Exchange Act* de 1934 como la autoridad principal para regular los mercados financieros de Estados Unidos.

Anexo A: Beneficios de organizar un programa de ADRs

Emisores

Ampliar y diversificar la base de inversionistas estadounidenses de una compañía

Mejorar la visibilidad, estado y perfil de una compañía en Estados Unidos e internacionalmente entre inversionistas, consumidores y clientes

Establecer y aumentar la liquidez estadounidense (y potencialmente la liquidez total de los emisores mundiales) al atraer nuevos inversionistas

Desarrollar y/o aumentar la cobertura de investigación en Estados Unidos

Ofrecer un nuevo ingreso para aumentar el capital accionario

Facilitar la actividad de F&A de Estados Unidos al crear una "divisa de compras" de intercambio accionario deseable

Mejorar las comunicaciones con accionistas en Estados Unidos

Facilitar la creación de incentivos para empleados estadounidenses (compra de acciones y planes de opciones)

Asegurar un flujo continuo de inversión al menudeo en el programa de un emisor a través de planes de compra directa y reinversión de dividendos

Inversionistas

Es fácil comprar y retener el valor de un emisor que no es de Estados Unidos

Operar fácil y convenientemente en dólares de Estados Unidos y liquidar a través de una cámara de compensación de Estados Unidos (The Depository Trust & Clearing Corporation) de la misma manera que con cualquier valor estadounidense

Facilitar la diversificación en valores de emisores extranjeros

Crear capacidad de acceso a la información sobre precios, operación e investigación

Proporcionar divulgación y contabilidad como las que se realizan en Estados Unidos (para ADRs que cotizan públicamente)

Representar una manera de proporcionar exposición internacional a los inversionistas institucionales (fondos de inversión mobiliaria y fondos de retiro) con restricción para invertir en valores que no cotizan en las bolsas de valores de Estados Unidos

Eliminar los cargos mundiales por salvaguarda de custodia, ahorrando a los inversionistas hasta 35 puntos base sobre el valor de su participación por año (las tasas varían según el mercado)

Proporcionar pagos de dividendos en dólares de Estados Unidos y notificaciones en inglés de acción corporativa (reuniones de accionistas, ofertas de derechos, ofertas cambiarias, ofertas de licitación, etc.)

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 2, disponible en <http://www.adr.com>.

3.5 ESTRUCTURA DE LOS *AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS*

El 29 de abril de 1927, JP Morgan¹²⁷ lanzó el primer programa en la historia de *American Depository Receipts* (ADR). El primer emisor de ADRs fue la compañía británica llamada *Selfridges Provincial Stores Limited*, la cual cotizaba en la Bolsa de valores *New York Curb Exchange*, precursora del *American Stock Exchange*. Desde aquellos humildes inicios, el mercado de ADRs ha logrado volúmenes de operación astronómicos que, para el año 2001 alcanzaban los 2,200 emisores¹²⁸ provenientes de 80 países, mismos que representaban más de US\$500,000 millones de capitalización en los mercados y un volumen de operaciones de 30,000 millones de acciones para el año 2001.¹²⁹

Desde su introducción en 1927, los *American Depository Receipts* han sido un instrumento clave para el mercado de valores utilizado, por los gobiernos extranjeros que deciden privatizar a través de los programas de Privatización mediante Emisión de Acciones,¹³⁰ y quienes deciden vender una parte o, en algunos casos, la totalidad de la emisión, de privatización en el extranjero, especialmente en Estados Unidos, Europa Occidental y algunos mercados de capital asiáticos.

¹²⁷ Entonces Morgan Guarantee Bank, ahora JP Morgan Chase & Co.

¹²⁸ De este número, cerca de 600 cotizan en los mercados de valores estadounidenses, mientras que el resto operan en los mercados accionarios estadounidenses sin cotizar conforme a uno de los diferentes mecanismos de ADRs que se analizarán más adelante.

¹²⁹ Adr.com, JPMorgan ADR Group, *75 aniversario de los ADRs, una herencia de innovación y liderazgo 1927-2002*.

¹³⁰ C. Bulent Aybar, *The Long Run Performance of Privatization Related ADR Issues*, SOUTHERN NEW HAMPSHIRE UNIVERSITY, Graduate School of Business, (Documento de trabajo) (proyecto preliminar, 2001).

Forrester & Karaolyi¹³¹ describen al *American Depositary Receipt*, como un certificado negociable que representa el capital social operado públicamente de una compañía no estadounidense. Karaolyi dice que el ADR "se ve, huele y sabe como un certificado de valores estadounidenses, pero no es eso exactamente" y que estos ADRs cotizan, operan y pagan dividendos en dólares estadounidenses, y que, de manera importante para los inversionistas estadounidenses, y de hecho una de las principales razones para el éxito de las operaciones con ADRs, se operan de acuerdo con las normas de compensación y liquidación estadounidenses. Adicionalmente, dependiendo del Nivel de ADRs utilizado, las operaciones deben cumplir con los mismos requerimientos de divulgación y transparencia que otras compañías públicas estadounidenses.

3.6 PROCESO DE EMISIÓN DE ADRS

Para entender la manera en que se establece un Programa de ADRs, revisaremos los diferentes pasos que se requieren en el proceso. En primer lugar, tendremos que decidir si el programa será un programa de ADRs patrocinado o no patrocinado. Mientras que la mayoría de los programas de ADRs son programas patrocinados, es importante entender el mecanismo de ambas estructuras.

¹³¹ S. Forrester and A. Karaolyi, *The Long Run Performance of Global Equity Offerings*, JOURNAL OF FINANCIAL AND QUANTITATIVE ANALYSIS, 11 (diciembre 2000), según fue citado por Aybar, Op.Cit. nota 130.

3.7 PROGRAMAS DE ADRS NO PATROCINADOS

Como se mencionó anteriormente, este tipo de ADR prácticamente ya no se utiliza en la actualidad, pero algunos programas de ADRs no patrocinados de principios de los 80 aún perduran y, por lo tanto, es importante mencionarlos. La principal característica de los ADRs no patrocinados, es que se crean sin la participación activa del emisor privado extranjero. En otras palabras, el programa de ADRs se crea y ofrece a inversionistas a través de uno o varios bancos depositarios, sin el consentimiento del emisor.¹³² Además, el banco depositario se encarga de presentar y asumir los costos de la declaración de registro conforme a la Ley de Valores de 1933. En ese caso, el certificado de ADR funge como un contrato entre el tenedor del ADR y el depositario y, generalmente, el Depositario cobra una cuota al tenedor del ADR por el depósito y retiro, al igual que por los servicios proporcionados respecto a estos valores, como una forma de compensar sus propios gastos para ofrecer dichos valores extranjeros. Éstas y otras complicaciones han llevado a un virtual monopolio del mecanismo de *ADRs Patrocinados*, como la única manera de ofrecer dichos instrumentos en los mercados financieros estadounidenses.

Adicionalmente, la mayoría de las bolsas de valores estadounidenses, al igual que el NASDAQ, requieren que los programas ADRs sean programas de ADRs patrocinados.¹³³

¹³² Ver Op.Cit. nota 121, JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 9.

¹³³ *Ibidem* nota 121, JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*.

3.8 PROGRAMAS DE ADRS PATROCINADOS

Un emisor extranjero, junto con el Banco depositario pero con la participación total del emisor, inician un programa de ADRs patrocinados. En este caso, el emisor extranjero, y no el Depositario, es quien firma la declaración de registro y, a diferencia del programa no patrocinado, el contrato de depósito lo firman el emisor extranjero y el Depositario. Básicamente, bajo un programa de ADRs patrocinados, el emisor nombra a un Banco Depositario y el mismo emisor (y no el Depositario como es el caso de los programas no patrocinados), es quien patrocina la entrada a los mercados de capital estadounidenses.¹³⁴

El contrato de depósito firmado entre el Emisor y el Depositario, es el que rige los derechos y responsabilidades de las partes y se encarga de establecer la asignación de cuotas. Bajo este programa, el Depositario tiene la obligación de notificar al tenedor del ADR de las asambleas de accionistas del emisor y cualquier otra información relevante, con el fin de que el tenedor del ADR pueda ejercer, de manera debida y oportuna, su derecho de voto a través del Depositario. En cuanto al costo de las cuotas administrativas y de mantenimiento, el emisor extranjero es responsable del pago de las cuotas de administración al Depositario por el servicio y mantenimiento del programa,¹³⁵ aunque en muchas ocasiones el Depositario renunciará al cobro de sus cuotas, dando como resultado mejores costos tanto para el emisor privado extranjero como para el tenedor del ADR.

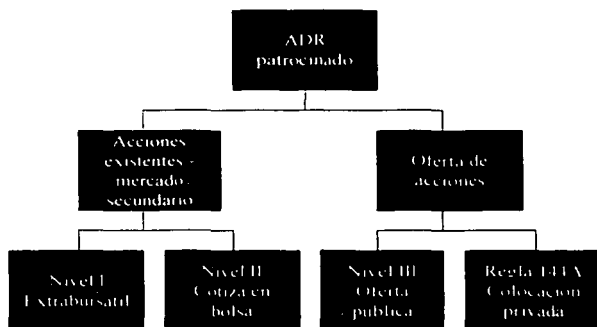
¹³⁴ Joseph Velli, *American Depository Receipts: An Overview*, 17 FORDHAM INT'L LAW JOURNAL (1994).

¹³⁵ Véase en general, The Bank of New York, *Global Offerings of Depository Receipts I* (1992).

3.9 DIFERENTES NIVELES DE AMERICAN DEPOSITORY RECEIPTS PATROCINADOS Y SUS IMPLICACIONES.

Una vez que el emisor extranjero decide llevar a cabo un programa de ADRs patrocinados, el emisor puede elegir entre cuatro tipos de programas diferentes:

Anexo II A: Cuatro tipos de programas de ADRs patrocinados



TESIS CGN
FALLA DE ORIGEN

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, en 9, disponible en <http://www.adr.com>.

Los diferentes niveles de programas de ADRs, permiten que el gobierno o la compañía privatizadora entre en la fase internacional de su programa de Privatización mediante Emisión de Acciones, accedando los mercados estadounidenses a través de alguna de las diferentes instancias disponibles. Por ejemplo, puede elegir el programa de ADRs de

Nivel I, el cual es el menos demandante y menos costoso¹³⁶ ó, como alternativa, la estructura de la Regla 144A,¹³⁷ los cuales le permiten ofrecer a los inversionistas extranjeros la oportunidad de analizar lo que la compañía ofrece, en el entendido que, debido a las características especiales implícitas en los mecanismos de Nivel I¹³⁸ o de la Regla 144A, ninguno de éstos ofrecerá a la compañía un flujo masivo de capital o de nuevos inversionistas, pero a cambio les permita lograr visibilidad y credibilidad para una futura colocación más compleja vía los ADRs de Nivel II ó de Nivel III, sin necesidad de cumplir de manera inicial con la estricta legislación norteamericana.

La siguiente gráfica describe claramente los diversos programas de ADRs, con sus principales funciones, mostrando las diferencias en cuanto al cumplimiento con las medidas de divulgación, contabilidad y reporte, al igual que el tiempo estimado para lanzar cada uno de estos programas:

¹³⁶ En este nivel, el ADR *no cotizado* opera en las 'hojas rosas' del mercado extra bursátil del NASDAQ. Mientras las emisiones no requieren registrarse en su totalidad y pueden aplicar para una exención bajo la regla 12g3-2b de divulgación y cumplimiento con las reglas contables US GAAP conforme a la *Securities Exchange Act* de 1934, esto trae como consecuencia el hecho de que la compañía no podrá llevar a cabo una emisión de capital.

¹³⁷ Estas colocación privada opera sobre el mercado extra bursátil y está disponible únicamente para *Compradores institucionales calificados* que administran una cuenta de cartera de al menos US\$100 millones en valores que no sean los propios y tienen cuentas de intermediarios bursátiles registrados.

¹³⁸ De acuerdo con Aybar, Op.Cit. nota 130, p. 21, las emisiones de Nivel I representan la gran mayoría de los programas de ADRs patrocinados y también son el segmento de más rápido crecimiento en el mercado.

Anexo B: Opciones de los programas de ADRs - principales características

	Nivel I (no cotiza)	Nivel II (Cotiza)	Nivel III (Cotiza en Estados Unidos y oferta pública)	Regla 144A (Colocación privada en Estados Unidos)	Reg S (oferta privada fuera de Estados Unidos)
Objetivo	Desarrollar y/o ampliar la base de inversionistas estadounidenses con las acciones existentes	Desarrollar y/o ampliar la base de inversionistas estadounidenses con las acciones existentes	Obtener capital accionario en Estados Unidos y ampliar la base de inversionistas estadounidenses	Obtener capital accionario en Estados Unidos entre QIBs	Obtener capital accionario fuera de Estados Unidos
Divulgación / contabilidad	Mercado local	U.S. GAAP	U.S. GAAP	Mercado local (U.S. GAAP opcional)	Mercado local
Requerimientos de reporte en Estados Unidos	Exento (cumplimiento con la Regla 12g3-2(b))	Forma 20-F	Forma 20-F	Ninguno	Ninguno
Registro ante la SEC	Forma F-6	Forma F-6	Forma F-1 y F-6	Ninguno	Ninguno
Operación	Extraburs	NYSE, Amex o NASDAQ	NYSE, Amex o NASDAQ	PORTAL	Londres, Luxemburgo
Tiempo estimado: Mandato a lanzamiento	5 - 9 semanas	14 semanas	14 semanas	7 semanas	7 semanas

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, en 3, disponible en <http://www.adr.com>.

Para una descripción excelente de las diferencias, ventajas y desventajas de cada una de las Opciones de los programas de ADRs, nos referimos en detalle a lo señalado por los creadores del *American Depositary Receipt*, JPMorgan:¹³⁹

¹³⁹ Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, pp. 10-17, disponible en <http://www.adr.com>.

3.9.1 PROGRAMA DE ADRS DE NIVEL I¹⁴⁰

La forma más elemental del programa de ADRs patrocinados, el Nivel I, se utiliza cuando el emisor no busca inicialmente obtener capital en los mercados estadounidenses y no busca cotizar sus ADRs en una bolsa de valores o cotizar en el NASDAQ, ni tampoco desea conciliar su contabilidad contra el U.S. GAAP (*United States Generally Accepted Accounting Principles*, es decir, los *Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados en los Estados Unidos*). Un programa de ADRs de Nivel I, ofrece una forma fácil y relativamente económica para un emisor, de medir el interés en sus acciones y empezar a construir presencia en los mercados accionarios estadounidenses.

3.9.1.1 Operación

Los ADRs de Nivel I se operan en el mercado extra bursátil OTC (*Over the Counter*), con precios de compra y venta actualizados electrónicamente al final de cada día de operaciones mediante el servicio de información LLC de *hojas rosas*. Las cotizaciones en tiempo real y durante el día publicadas por los *creadores de mercado* - o *market makers*- están disponibles a los inversionistas, mediante suscripción a proveedores tales como OTCquote.com.

3.9.1.2 Reglamentos y divulgación

Los programas de ADRs de Nivel I requieren un registro mínimo ante la SEC. El emisor busca estar exento de los requerimientos de reporte y contabilidad tradicionales de la

¹⁴⁰ La descripción se obtuvo de la Op.Cit. nota 121, JP Morgan, *Guía de referencia de ADRs 2002/03*, p. 10.

SEC conforme a la Regla 12g3-2(b). Con esta exención, el emisor acepta enviar a la SEC copias o resúmenes de documentos de reporte públicos liberados en el mercado nacional, ya sea en una versión en inglés o, en ciertas circunstancias, resumidos adecuadamente en inglés (incluyendo documentos para las agencias regulatorias, las bolsas de valores o comunicaciones directas a los accionistas). El depositario, junto con el emisor, también presenta la declaración de registro en la Forma F-6 ante la SEC, con el fin de poder establecer el programa y registrar los ADRs conforme a la Ley de Valores (*Securities Act of 1933*).

Anexo II B: Factores de decisión para el Nivel I

Ventajas	Desventajas
Construye un grupo central de inversionistas	Visibilidad limitada en Estados Unidos debido a que opera de manera extra bursátil
No hay divulgación financiera ante la SEC (U.S. GAAP)	Dificultad para desarrollar liquidez en Estados Unidos
La misma información financiera para divulgación que en el mercado local	No aparece en la bolsa de valores nacional (NYSE, NASDAQ, Amex)
Se puede promover activamente en Estados Unidos	No se puede utilizar para ofrecer capital accionario público en Estados Unidos
Permite que el emisor supervise a los inversionistas estadounidenses y mantenga comunicación directa	
El menor costo para entrar al mercado	
Fácil de ejecutar	

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, en 11, disponible en <http://www.adr.com>.

3.9.2 PROGRAMA DE ADRs DE NIVEL II¹⁴¹

En un programa de ADRs de Nivel II, los ADRs cotizan en las bolsas de valores estadounidenses o se cotizan en el NASDAQ, con lo cual se ofrece una mayor visibilidad en el mercado estadounidense, una operación más activa y mayor potencial de liquidez.

3.9.2.1 Operación

El emisor debe satisfacer los requerimientos de cotización en bolsa de las bolsas de valores estadounidenses o del mercado donde decida cotizar.

3.9.2.2 Reglamentos y divulgación

Los programas de ADRs de Nivel II deben cumplir con las disposiciones de registro y los requerimientos de reporte continuo de la Ley de Intercambio de Valores de 1934, y sus enmiendas, (la "Ley de Intercambio de 1934") al igual que ciertas disposiciones de registro de la Ley de Valores de 1933, lo cual implica lo siguiente:

- Declaración de registro en la Forma F-6 para registrar los ADRs a emitir (excepto que el registro en la Forma F-6 no se requiere para dos tipos de emisiones específicas: acciones *tipo New York* o *Acciones de Registro Global*)
- Declaración de registro en la Forma 20-F, la cual contiene una divulgación financiera detallada sobre el emisor, incluyendo sus estados financieros y

¹⁴¹ La descripción tomada de la Op.Cit. nota 121, JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 12.

conciliaciones de los estados a los U.S. GAAP, para registrar la cotización en bolsa de los ADRs

- Reportes anuales (en la Forma 20-F) y cualquier estado financiero provisional o eventos contemporáneos (*current events*) (en la Forma 6-K) presentados de forma regular y oportuna ante la SEC

Anexo II C: Factores de decisión para el Nivel II

Ventajas	Desventajas
<ul style="list-style-type: none">• Cotizar en la bolsa proporciona una mayor visibilidad y mayor oportunidad para ampliar y diversificar la base de inversionistas estadounidenses del emisor• Soporta la valuación a través de un compromiso con los accionistas de proporcionar información de alta calidad y una total transparencia• Mejora el estado y el perfil de la compañía entre los analistas, inversionistas y los medios• Facilita estructurar los incentivos para empleados estadounidenses• Incrementa la flexibilidad financiera corporativa<ul style="list-style-type: none">— "Divisa" para posibles fusiones y adquisiciones estadounidenses— Acceso a los mercados públicos de bonos y convertibles	<ul style="list-style-type: none">• Requiere divulgaciones sustantivas y sustanciales ante la SEC, conforme a la conciliación con U.S. GAAP• Contabilidad, obligaciones y costos legales y administrativos continuos

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, en 13, disponible en <http://www.adr.com>.

3.9.3 PROGRAMA DE ADRs DE NIVEL III¹⁴²

En el programa de ADRs patrocinados de más alto perfil, el Nivel III, un emisor hace una oferta pública de los *American Depositary Receipts* que representan sus valores en Estados Unidos y cotiza en una de las bolsas de valores estadounidenses o la NASDAQ. Los beneficios son substanciales: la obtención de capital generalmente crea una visibilidad importante en el mercado estadounidense. El emisor debe satisfacer los requerimientos de cotización en bolsa de la bolsa de valores o mercado estadounidense en el que elija cotizar sus ADRs.

3.9.3.1 Reglamentos y divulgación

Los programas de ADRs de Nivel III, deben cumplir con varias reglas de la SEC, incluyendo el registro total conforme a la Ley de Valores de 1933 y los requerimientos de reporte continuo conforme a la Ley de Intercambio de Valores de 1934. Esto implica lo siguiente:

- Declaración de registro en la Forma F-6 para registrar los ADRs
- Forma F-1 para registrar los valores del capital subyacentes a los ADRs que se ofrecen públicamente en Estados Unidos, incluyendo un prospecto para informar a los posibles inversionistas acerca del emisor y los riesgos inherentes en su negocio, el precio de oferta de los valores, el plan de

¹⁴² La descripción tomada de la Op.Cit. nota 121, JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 14.

distribución de los ADRs, etc. Para los emisores con experiencia, puede estar disponible una declaración de registro abreviada en la Forma F-3.

- Declaración de registro en la Forma 20-F y reportes anuales en la Forma 20-F, una presentación anual que contenga una divulgación financiera detallada del emisor, incluyendo sus estados financieros y una conciliación completa de dichos estados contra los U.S. GAAP. Como alternativa, un emisor puede presentar una Forma 8-A ante la SEC para cubrir el registro inicial conforme a la Ley de Intercambio de Valores de 1934.
- Estados financieros provisionales o eventos contemporáneos (Forma 6-K) presentados de manera regular y oportuna ante la SEC

Anexo II D: Factores de decisión para el Nivel III

<u>Ventajas</u>	<u>Desventajas</u>
Todas las ventajas del Nivel II y permite levantar capital en Estados Unidos	Requiere divulgaciones sustantivas y sustanciales ante la SEC, conforme a la conciliación con U.S. GAAP
Crea un grupo de ADRs para fomentar una máxima liquidez	Contabilidad, obligaciones y costos legales y administrativos continuos
Es la medida más alta de visibilidad y publicidad	
Crea movimiento e inversión en Estados Unidos	

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, en 15, disponible en <http://www.adr.com>.

3.9.4 PROGRAMA DE ADRs CONFORME A LA REGLA 144A¹⁴³

Los ADRs de la Regla 144A, son valores colocados de manera privada, donde el registro ante la SEC y la conciliación con los U.S. GAAP no se requieren. Muchas empresas extranjeras buscan obtener capital en los mercados privados estadounidenses mediante la emisión de valores restringidos conocidos como ADRs de la Regla 144A. Estos ADRs no requieren la revisión por parte de la SEC, ni registro ni conciliación contra los U.S. GAAP. La Regla 144A, facilita la reventa de valores colocados de manera privada para inversionistas institucionales calificados (*Qualified Institutional Buyers o QIBs*).

Después de dos años desde el último depósito de acciones conforme a la facilidad de ADRs de la Regla 144A, los ADRs emitidos conforme al programa de la Regla 144A pueden ser elegibles para fusionarse en un programa de ADRs sin restricciones.

3.9.4.1 Operación

Los ADRs de la Regla 144A se operan electrónicamente entre QIBs, únicamente a través del sistema electrónico denominado PORTAL.

Estos ADR No cotizan en bolsa, ni están disponibles públicamente.

¹⁴³ La descripción tomada de la Op.Cit. nota 121, JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 15.

3.9.4.2 Reglamentos y divulgación

La divulgación requerida es generalmente la información financiera que está disponible conforme a la ley mercantil del mercado local y las convenciones contables.

Anexo II E: Factores de decisión para la Regla 144A

Ventajas

- Maximiza la colocación de ADRs para QIBs (universo de aproximadamente 2,000 inversionistas en Estados Unidos)
- No hay revisión de la SEC de los materiales de la oferta
- No se requiere U.S. GAAP
- Es la forma rápida, fácil y menos costosa para acceder a los mercados de capital estadounidenses y obtener capital accionario en la forma de ADRs
- Puede ser elegible para convertir a ADRs sin restricciones y facilitar las operaciones entre los inversionistas públicos después de dos años

Desventajas

- Posible flujo inverso de los valores hacia el mercado local durante un período restringido
- Liquidez limitada en Estados Unidos debido a la restricción a los QIBs
- Debido a que es una acción privada y restringida, no se puede promover activamente en Estados Unidos

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 16, disponible en <http://www.adr.com>.

3.9.5 RECIBOS DE DEPÓSITO DEL REGLAMENTO S¹⁴⁴

Los recibos de depósito del Reglamento S (*Reg S Depositary Receipts*), permiten que los emisores obtengan capital en uno o más mercados (fuera de Estados Unidos), con lo cual amplían su base de accionistas. Este instrumento generalmente se conoce como "Reg S GDR" (*Regulation S Global Depositary Receipt*). Cuarenta días después de la oferta conforme a la Regulación S, es posible establecer un programa paralelo de ADR Nivel I, con el fin de crear una base de inversionistas estadounidenses.

3.9.5.1 Operación

En general, estos *Recibos de Depósito* tienden a aparecer en las bolsas de valores de Londres y Luxemburgo.

3.9.5.2 Reglamentación y divulgación

Los emisores de DRs de la Reg S deben cumplir con los reglamentos de los mercados en los que se emiten, y las reglas de la bolsa de valores en la que coticen o se operen. Estos valores no están sujetos a los requerimientos de registro de la SEC, pero deben cumplir con las disposiciones del Reglamento S.

¹⁴⁴ Descripción obtenida de la Op.Cit. nota 121, JP Morgan, *Gula de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 16.

Anexo II F: Factores de decisión para los DRs de la Reg S

Ventajas

- Prácticas de divulgación del mercado local
- Acceso listo para obtener fondos de capital social y distribuir valores a nivel global

Desventajas

- El alcance en general está limitado a inversionistas institucionales
- Posibles desequilibrios de liquidez

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 17, disponible en <http://www.adr.com>.

3.10 PARTICIPANTES CLAVE EN UN PROGRAMA DE ADRS

A pesar de que existen varios actores clave que trabajan en conjunto para llevar al mercado un programa de ADRs, nos enfocamos a continuación en las funciones del Banco depositario, el Banco custodio, el Banco de inversión, Consultores Jurídicos y los Contadores.¹⁴⁵

3.10.1 Banco Depositario. El Banco Depositario juega tres papeles diferentes en una oferta de ADRs, siendo todos ellos de gran importancia.¹⁴⁶

Primero, y el más obvio, juega el papel de banco depositario con la responsabilidad de asistir a los intermediarios bursátiles, principalmente los bancos de inversión que operan los ADRs, en la emisión y, de ser necesario, la cancelación de ADRs. Esto es

¹⁴⁵ Funciones y descripciones obtenidas de la nota 121 anterior, JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, pp. 19-20.

¹⁴⁶ Véase Velli, p. 23.

básicamente, el proceso mediante el cual las acciones de un emisor extranjero se depositan en un banco depositario y el banco emite a su vez el *American Depositary Receipt* que representa a cada acción. En esta área, es importante observar el rol del Banco Custodio, el cual generalmente será un banco en el país de origen del emisor, nombrado por el Depositario, con la responsabilidad de recibir las acciones locales del emisor y, después de confirmar su depósito, llevar a cabo la tarea de mantener estas acciones en custodia por cuenta del Depositario.

Segundo, el Depositario actúa como el agente de transferencia en Estados Unidos para el emisor extranjero. Las principales responsabilidades del Banco depositario como agente de transferencia involucran tareas tales como, el mantenimiento de los registros de tenedores de ADRs, enviar notificaciones de poderes, y desembolsar los pagos de dividendos. Estas funciones se llevan a cabo junto con el Banco custodio quien, durante la vida del programa de ADRs, deberá notificar al depositario sobre las acciones corporativas anunciadas en los mercados locales, proporcionar al depositario copias de las notificaciones de las asambleas de accionistas, al igual que otras comunicaciones corporativas, remitir dividendos para su pago al depositario, y mantener al depositario actualizado sobre los asuntos locales regulatorios, fiscales y de pagos.

Se debe hacer una mención especial respecto a las responsabilidades del Depositario con respecto a los tenedores de ADRs. Éstas incluyen los servicios de transferencia y registro de los tenedores de ADRs, proporcionándoles información detallada sobre el mercado, las tendencias y los desarrollos, aconsejándoles y coordinando las acciones corporativas a

favor de los tenedores de ADRs y, sobre todo, el deber de asistir a las asambleas de accionistas del emisor extranjero, y en caso de que el ADR tenga derechos de voto, votar las acciones subyacentes de conformidad con las instrucciones específicas de los tenedores de los ADRs.

Tercero, y último, el Banco Depositario también actúa como administrador y consejero del emisor extranjero, aconsejándole sobre el valor a otorgarse y la correlación de valor entre los ADRs y las acciones locales a utilizar en el programa, ayudando al emisor a entender los mercados financieros estadounidenses, anunciando y promoviendo el programa hacia el mercado, explicando las estrategias y limitaciones para atraer a los inversionistas estadounidenses y, sobre todo, manteniendo informado con lujo de detalle al emisor extranjero, acerca de la manera en que se está desempeñando su programa de ADRs, quiénes son los principales tenedores y los intermediarios bursátiles más activos, y especialmente el precio de operación y el número de valores en circulación. Finalmente, con respecto al número de ADRs en circulación en los mercados estadounidenses, es el Banco depositario quien incrementa o reduce el número de ADRs en circulación como respuesta a la demanda, o falta de la misma, de los inversionistas para un ADR específico, creando una fluctuación constante de ADRs y el correspondiente retorno de ADRs hacia el mercado local del emisor.¹⁴⁷

3.10.2 El Banco de inversión. Por otro lado, el papel del Banco de inversión difiere del papel del Banco Depositario, y sus responsabilidades incluyen informar al emisor sobre

¹⁴⁷ Véase la Op.Cit. nota 121, JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 24.

la correlación de valor entre el ADR y la acción local del emisor, el lanzamiento del programa, al igual que la bolsa o mercado adecuado para cotizar u operar los valores; cubrir al emisor a través de informes de investigación y promoción frente a la base de clientes del Banco de Inversión; organizar e informar al emisor sobre *road shows* para promover los valores del emisor. Adicionalmente, si está involucrada una oferta pública, el Banco de inversión deberá de informar acerca del tamaño, el precio y la comercialización de la oferta; llevar a cabo *road shows* con la administración para promover los ADRs correspondientes; contactar a los colocadores de acciones participantes (*underwriters*), y sobre todo, puede tener la obligación de comprar la totalidad o parte de las acciones del emisor extranjero y ofrecerlas en venta en los Estados Unidos.

3.10.3 Consultores Jurídicos. Finalmente, el Consultor Jurídico norteamericano está a cargo de preparar y presentar ante la SEC las formas y declaraciones de registro requeridas, administrar el cumplimiento del emisor con las leyes, reglamentos y regulaciones de valores estadounidenses, perfeccionar y obtener cualquier excepción de registro o reporte ante la Ley de Valores de 1933 disponible para el emisor. Adicionalmente, junto con el emisor y el Banco de inversión, deberá estar a cargo de preparar la circular de oferta o el prospecto, negociar el Contrato de depósito, aconsejar sobre los *road shows* subyacentes, completar los requerimientos del mecanismo de operación y liquidación ante el mercado seleccionado, al igual que revisar los materiales generales de comunicación con los accionistas.

3.10.4 Contadores. Dos de las funciones importantes de los contadores en este proceso son, la preparación de los estados financieros del emisor no estadounidense de conformidad con, y, de ser requerido (Nivel II y III), conciliados con los requerimientos del U.S. GAAP, al igual que preparar y revisar los requerimientos de declaración (*disclosure filings*) y las circulares de oferta ante la SEC.

3.11 RELACIÓN Y VALOR DE LOS ADRS

Cada ADR representa un número específico de acciones subyacentes en el mercado local del emisor, de acuerdo con una relación específica determinada entre el emisor y el Banco de inversión, quien aconseja al emisor con base en el valor de los valores comparables en el mercado estadounidense. El número específico de acciones que cada Recibo de Depósito representará, varía entre una acción y otra, y puede representar varias acciones o una fracción de una acción de la compañía subyacente; por ejemplo, en el año 2000, un ADR de *Vodafone* representaba 10 acciones de la compañía alemana, mientras que la relación para *Nokia* era de 1:1, esto es, un ADR representaba una acción subyacente, y por otro lado, la compañía *AXA* (una empresa de seguros francesa) emitió ADRs bajo una relación de un ADR por cada media acción de la compañía.¹⁴⁸

Una nota importante al establecer la relación de valor entre los ADRs y las acciones subyacentes, es que, mientras que no existe una fórmula establecida sobre cuál debe

hacerse la relación, el número de acciones subyacentes que representen a un ADR, y en algunas ocasiones el número de ADRs que representan a una acción subyacente, debe depender de los objetivos del emisor, pero los consultores del emisor deberán cuidar que el emisor se mantenga dentro de un rango similar al precio de las acciones de una industria similar y comparable en Estados Unidos.¹⁴⁹ Para tal efecto, la siguiente tabla es una guía representativa del promedio de los precios por acción en Estados Unidos de los principales sectores industriales para mediados del año 2002:

1 Anexo III A: Precio promedio por acción por industria

Industry	Average \$ price per share	Industry	Average \$ price per share
Airlines	\$19.10	Oil & Gas (integrated)	\$49.80
Automobiles	\$36.50	Paper & forest products	\$34.10
Auto parts & equipment	\$37.20	Pharmaceuticals	\$43.80
Banks (major regional)	\$40.70	Retailing (specialty)	\$34.80
Beverages (non-alcoholic)	\$40.20	Steel	29.70
Biotechnology	\$32.80	Technology (hardware)	\$23.30
Chemicals (specialty)	\$38.60	Technology (software)	\$21.70
Conglomerates	\$63.90	Telecom (equipment)	\$9.60
Foods	\$42.10	Telecom (long distance)	\$24.60
Health care equipment	\$38.00	Telecom (wireless services)	\$5.90
Metals/mining	\$25.80	Utilities	\$36.40
Movies & entertainment	\$27.60		

Source: S&P 500, June 2002

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, en 18, disponible en <http://www.adr.com>.

¹⁴⁸ Rob Carrick, *ADRs Make your Investments a Little More Worldly*, *Personal Finance*, Report on *Businessnews*, The Globe and Mail (septiembre 30, 2000).

¹⁴⁹ *Ibidem* note 121, JP Morgan, *Guía de Referencia de ADRs 2002/03*, p. 18.

3.12 EL USO DE *AMERICAN DEPOSITARY RECEIPTS* COMO DIVISA DE ADQUISICIÓN

Otra tendencia notable, como se indicó anteriormente en este trabajo, es el uso cada vez mayor de los *American Depositary Receipts* como divisa de adquisición. Dentro de las ventajas que para el inversionista representa el uso de ADR como moneda de adquisición podemos mencionar, la frecuencia con la cual dichas operaciones transfronterizas de adquisición vía ADRs son estructuradas como intercambios de acciones libres de impuesto, con el resultado de convertir a los propietarios del capital accionario ostentado previamente, en nuevos propietarios de ADRs.¹⁵⁰

Como lo muestra la siguiente gráfica, esta tendencia ha ido creciendo, tanto en el porcentaje de ADRs utilizados en cada transacción y claramente en el valor de la transacción misma. Como muestra de lo anterior, bastan señalar los datos que señalan que, en 1999, diversas compañías europeas adquirieron varias compañías estadounidenses, invirtiendo un total de US\$242,000 millones de dólares, alcanzando los US\$268,000 millones de dólares en el año 2000.¹⁵¹

¹⁵⁰ JP Morgan, *ADRs As Acquisition Currency In Cross-Border M&A, Trend Continues And Accelerates*, (2000), p. 4.

¹⁵¹ Brent Shearer, *Vive la Difference: ADR Grow as an Acquisition Currency*, THE DEALMAKERS JOURNAL (domingo, abril 1, 2001).

Anexo VIII B: Compras extranjeras de entidades estadounidenses y canadienses utilizando ADRs como divisa de adquisición
Announced deals, valued greater than \$1 billion Jan-96 through Aug-02

Date	Target	Buyer	Country	% deal ADRs	Size (\$Bn)	Prior ADR Rating/program
Mar-01	American General Corporation	Prudential plc	U.K.	100	24.7	Yes
Dec-00	Bio-Chem Pharma (Canada)	Shire Pharmaceuticals	U.K.	100	4.0	Yes
Nov-00	Delhaize America, Inc.	Delhaize Group	Belgium	100	1.9	No
Oct-00	AXA Financial	AXA Group	France	35	9.4	Yes
Oct-00	Sitcon Valley Group	ASTIL Holding ¹	Netherlands	100	1.6	Yes
Sep-00	Dura Pharmaceuticals	Elan Corp.	Ireland	100	1.8	Yes
Aug-00	Nibroga Mohawk	National Grid	U.K.	100	3.0	Yes
Aug-00	Chris-Craft/BHC	News Corp.	Australia	60	5.3	Yes
July-00	VideaStream Wireless	Deutsche Telekom	Germany	85	50.7	Yes
July-00	PaineWebber	UBS AG ²	Switzerland	50	12.0	Yes
Jun-00	Sagarm Co. (Canada)	Vivendi	France	100	34.0	OTC
May-00	Lyco	Terra Networks	Spain	100	12.5	Yes
May-00	Young & Rubicam	WPP Group	U.K.	100	4.7	Yes
Mar-00	LHS Group	Sema Group plc	U.K.	100	4.7	No
Feb-00	NextBridge Networks (Canada)	Alcatel	France	100	7.1	Yes
Feb-00	Consolidated Papers	Stora Enso	Finland	50	4.0	No
Feb-00	Snyder Communications	Havas Advertising	France	100	2.1	OTC
Sep-99	Genssys Telecommunications	Alcatel	France	100	1.5	Yes
Aug-99	Cislen Corporation	Adecco	Switzerland	59	1.5	Yes
Jul-99	Roberts Pharmaceutical	Shire Pharmaceutical	U.K.	100	1.1	Yes
Apr-99	Aro	BP Amoco	U.K.	100	28.8	Yes
Jan-99	AirTouch Communications	Vodafone	U.K.	91	60.3	Yes
Feb-98	Transamerica	Aegon NV	Netherlands	70	9.7	Yes
Dec-98	PacificCorp	Scottish Power	U.K.	100	12.6	Yes
Aug-98	Amoco	British Petroleum	U.K.	100	54.3	Yes
Jun-98	DSC Communications	Alcatel	France	100	5.1	Yes
May-98	Chrysler	Daimler-Benz ¹	Germany	100	40.5	Yes
Jul-97	Equitable of Iowa	ING Group	Netherlands	49	2.6	Yes
Feb-97	Tastemcker	Roche Holding AG	Switzerland	100	1.1	OTC
Mar-97	Heritage Media	News Corp. Ltd.	Australia	56	1.4	Yes
Jan-97	Deepfin Deposit	Allied Irish Bank	Ireland	51	1.3	Yes
Dec-96	Provident (Insur. Unit)	Aegon NV	Netherlands	75	3.5	Yes
Nov-96	Alli Mgmt. Group	Invesco	U.K.	100	1.6	Yes
Sep-96	Morton Automotive	Autoliv	Sweden	100	2.6	Yes
Sep-96	New World Communications	News Corp. Ltd.	Australia	100	2.2	Yes
May-96	Vandy Corp.	Lucas plc	U.K.	100	2.0	Yes
Feb-96	Fresenius USA (WR Grace Unit)	Fresenius AG	Germany	100	2.2	OTC
Jan-96	Fremer Industrial	Farrell Electronics	U.K.	52	2.7	Yes

¹ Acquisition currency: N.Y. Shares

² Acquisition currency: Global Registered Shares

Note: All targets are U.S. companies except where indicated

Source: Thomson Securities Data Company, JPMorgan

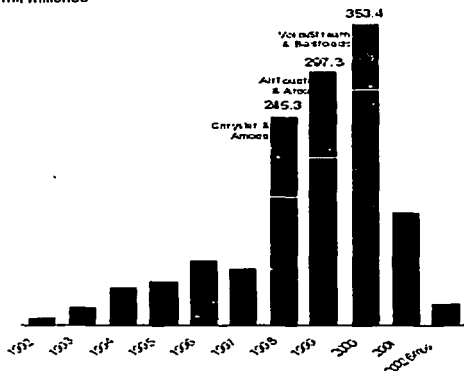
Nota: Véase JP Morgan, *Guía de referencia de ADRs 2002/03*, en 44, disponible en <http://www.adr.com>.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Para ilustrar el cada vez mayor uso de ADRs como divisa de adquisición, es suficiente hablar acerca de la adquisición de la compañía *Amoco*, en diciembre de 1998, por parte de *British Petroleum PLC*. De acuerdo con el *Dealmakers Journal*,¹⁵² como consecuencia de la adquisición por parte de *British Petroleum*, por US\$55,000 millones de dólares, de la compañía estadounidense *Amoco*, los tenedores estadounidenses de *Amoco* observaron como sus intereses se transformaron en 3.97 acciones de BP en la forma de *American Depositary Receipts* de *BP-Amoco* por cada una de las acciones ordinarias en *Amoco*, lo cual a su vez representó seis acciones ordinarias emitidas por el adquirente británico original (BP). La nueva compañía combinada (BP-Amoco) cotizó en la Bolsa de Valores de Londres, y los nuevos ADRs, que representan la teneduría de los antiguos accionistas de *Amoco*, se cotizarían en la Bolsa de Valores de Nueva York.

Compras por extranjeros de entidades de Estados Unidos

\$ mil millones



TESIS CON FALLA DE ORIGEN

Nota: Véase JP Morgan, *Guía de referencia de ADRs 2002.03*, p. 42, disponible en <http://www.adr.com>.

¹⁵² *Ibidem* Brent Shearer, *Vive la Difference*.

3.13 DESEMPEÑO A LARGO PLAZO DE LAS EMISIONES DE ADRS

Para analizar el desempeño a largo plazo de las emisiones de ADRs, es importante mencionar el estudio presentado por el Dr. Aybar, el cual revisa el desempeño de las privatizaciones mediante emisión de ADRs en los mercados emergentes y desarrollados conforme a tres evaluaciones comparativas diferentes: el índice del mercado local (que muestra los retornos en dólares sobre las carteras del mercado local); el índice S&P 500 (muy importante como evaluación comparativa para los inversionistas estadounidenses que planean invertir en compañías internacionales); y el Índice Mundial Financial Times o Índice FT (una evaluación comparativa útil para el inversionista diversificado a nivel global).¹⁵³

La comparación entre los diferentes tipos de ADRs (Niveles I, II y III, al igual que la Regla 144A) muestra que al final del mes 36.¹⁵⁴

Conforme a los datos del índice del país: los ADRs 144A tienen un desempeño negativo del -14.5%, mientras que los programas de Nivel II y III tienen un desempeño positivo contra el índice del 25.84% y los programas de Nivel I también lo hacen en un 51.12%;

Por otro lado, conforme al índice S&P 500, el estudio concluye que todas las emisiones excepto las del Nivel I (con un +7.43%) tienen un desempeño por debajo del índice (lo cual se puede explicar debido al fuerte desempeño histórico del mercado de valores

¹⁵³ Aybar, Op.Cit. nota 130, p. 19.

estadounidense durante los 90); mientras que conforme al Índice FT: únicamente las emisiones de la Regla 144A tienen un desempeño por debajo del índice en -23.17%, mientras que el Nivel I sobresale en un 60.11% y las emisiones del Nivel II y III logran superar al índice por 21.69%.

En general, es importante observar que las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones han tenido efectos positivos a largo plazo en la mayor parte de las áreas dentro de una compañía: ventas, rentabilidad y eficiencia operativa que se incrementan de manera significativa; los gastos de inversión de capital se incrementan después del proceso de privatización; y finalmente, contrario a la idea popular, el empleo total no presenta una baja significativa después de concluida la privatización.

En apoyo a esta hipótesis existen una serie de estudios que concluyen que, el retorno promedio a largo plazo, ajustado al mercado local, que obtienen los inversionistas en las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones, no sólo en las privatizaciones con ADRs, ha sido significativamente positivo a nivel de rendimientos.¹⁵⁵ Estos estudios explican una serie de resultados que, aunque no son tan homogéneos entre ellos, apoyan las conclusiones antes mencionadas, y también mencionan que existen al menos dos buenas razones por las cuales se debe considerar que será difícil que estos buenos resultados continúen, al menos durante la primera parte de la década de 2000, debido principalmente

¹⁵⁴ *Ibidem* Aybar, p. 23.

¹⁵⁵ *Véase* Boutchkova & Megginson, Op.Cit. nota 29, p. 23.

a una reducción en la prima de riesgo político requerida par a los países emisores, así como al desempeño negativo de las compañías de telecomunicaciones.

En lo que se refiere a los retornos iniciales de las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones, lo cual implica comprar las ofertas públicas primarias de la privatización respectiva al precio de oferta, para después proceder a vender las acciones en el primer día de operaciones bursátiles, los estudios documentan resultados significativamente positivos en los retornos del mismo día. Además, estos estudios muestran niveles variables, y en algunos casos niveles masivos (940% para China) de reducción de precios en la Oferta Pública Primaria de privatización por parte del gobierno que privatiza, y en general, tienen una reducción de precios mayor en comparación con la Oferta Pública Primaria tradicional llevada a cabo por el sector privado.¹⁵⁶

Por otro lado, la mayor parte de los estudios documentan retornos positivos significativos a largo plazo para la Privatización mediante Emisión de Acciones, lo cual no es el caso para las Ofertas Públicas Primarias tradicionales del sector privado, las que frecuentemente dan como resultado retornos planos o negativos. Según dichos estudios, los retornos positivos a largo plazo, son consecuencia de una resolución gradual de la incertidumbre por parte de los inversionistas respecto al éxito económico del programa, al igual que el compromiso a largo plazo de los gobiernos por mantener un régimen de

¹⁵⁶ *Ibidem* Boutchkova & Megginson, pp. 18-19.

privatización, resistiendo la tentación de expropiar las ahora ricas y eficientes empresas recientemente privatizadas.¹⁵⁷

Es importante hacer aquí, una advertencia en cuanto a las diferencias sobre el desempeño posterior a la privatización entre las empresas vendidas a los empleados o anteriores administradores, frente a las empresas vendidas a inversionistas ajenos a la compañía. Considerando como un nivel de medición las privatizaciones en Europa Central, Frydman et al. concluyen que, el primer tipo de privatizaciones no muestran ningún cambio fundamental en su desempeño posterior a la privatización comparado con su desempeño cuando eran empresas de propiedad estatal; mientras que, por otro lado, existen cambios significativamente positivos en el desempeño para todas las empresas vendidas a inversionistas ajenos a la compañía.¹⁵⁸

¹⁵⁷ *Ibidem* Boutchkova & Megginson, pp. 21-23.

¹⁵⁸ Roman Frydman, Cheryl Gray, Marek Hessel, Andrzej Rapaczynski, *When Does Privatization Work? The Impact Of Private Ownership On Corporate Performance In The Transition Economies*, QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS, Vol. 114; Issue 4 (noviembre de 1999).

3.14 CONDICIONES PREVIAS NECESARIAS PARA UN PROCESO DE PRIVATIZACIÓN EFECTIVO

A pesar de que las características mencionadas a continuación se han presentado claramente durante la reciente oleada de privatizaciones en Europa del Este, también es claro que, en general, para lograr un proceso de privatización exitoso, el gobierno que privatiza tiene que sufrir una transformación que va mucho más allá de la simple venta de las Empresas de Propiedad Estatal. Entre los factores más importantes dentro de esta transformación, se encuentra, la creación de estructuras legales e institucionales sólidas para la tenencia de la propiedad, la liberalización y, en muchos casos, la creación de un mercado competitivo, prácticas de gobernabilidad corporativa modernas y transparentes, prácticas contables y de auditoría ampliamente aceptadas y, sobre todo, la creación o consolidación de los mercados accionarios nacionales que puedan gestionar exitosamente al menos una parte de las privatizaciones subyacentes.¹⁵⁹

Un factor clave para entender la diferencia entre el sistema jurídico en un gobierno con planeación central, y con frecuencia en desarrollo, y aquel de una economía de mercado ampliamente desarrollada, es que, mientras que bajo el primer sistema la ley principalmente se utiliza como instrumento de control estatal, en el segundo sistema, la ley se utiliza como un instrumento que *ayuda a definir las reglas del juego*, dando a los individuos tanto los elementos como las instituciones jurídicas y regulatorias necesarias

¹⁵⁹ Véase en general Beim and Calomiris, Op.Cit. nota 9, p. 105.

para evitar una interferencia gubernamental indebida, en donde el poder del Estado se encuentra definido y limitado por la ley misma.¹⁶⁰

Es decir, para atraer tanto a los inversionistas nacionales, como a los inversionistas internacionales (sospechosos de las intenciones y compromisos del gobierno a largo plazo en cuanto a sus políticas de privatización), es imperativo contar con una sólida estructura legal. Se requiere una sólida estructura para proteger los derechos de propiedad de los inversionistas y aplicar las obligaciones contractuales pertinentes, al igual que para aplicar las nuevas leyes que se emitan, creando con las mismas instituciones capaces de llevar la aplicación de las leyes de la teoría a la práctica.¹⁶¹ También se requiere de una legislación corporativa efectiva, que permita a las compañías nacionales acceder eficientemente a los mercados financieros internacionales.¹⁶²

Con respecto a las precondiciones legales e institucionales para un mercado bursátil sólido, la Profesora Black argumenta, que existen dos prerequisites principales para un mercado bursátil sólido. Estos son: i) Asimetría de la información, esto es, información adecuada y transparente acerca del valor del negocio de una compañía, y ii) confianza de que los administradores de la compañía no defraudarán a los inversionistas externos

¹⁶⁰ *World Development Report of 1996, From Plan to Market*, OXFORD UNIVERSITY PRESS (1996), p. 87.

¹⁶¹ *Ibidem World Development Report of 1996*.

¹⁶² De acuerdo con el Informe de desarrollo mundial de 1996, Op.Cit. nota 85, p. 90, un ejemplo de la importancia de una estructura legal mercantil sólida se puede ver en el hecho que, en 1995 el valor de una compañía rusa podría ser alrededor de una vigésima parte de lo que la misma compañía valdría en una economía madura.

robándose todo o casi todo el valor de su inversión, mediante operaciones en beneficio propio de los administradores y en perjuicio del gran público inversionista.¹⁶³

Además, antes de cualquier privatización, el gobierno necesita establecer todos los instrumentos legales necesarios para reestructurar efectivamente a las EPEs bajo una nueva forma y estructura corporativa y accionaria que se adecue a la nueva realidad. Una forma corporativa adecuada, permitirá que el estado conforme la estructura de capital de la compañía y venda sus acciones, o determine si vende o arrienda sus activos, y si debe o no formar coinversiones.

No sólo eso, sino que, por su parte, Vernava argumenta que, para contar con una reducción efectiva de la intervención del estado, los gobiernos que privatizan requieren tener lo que se conoce como la capacidad de *generación estatal (state-building capability)*, lo cual se traduce en una burocracia funcional y responsable, capaz de hacer valer los marcos regulatorios esenciales para la distribución de los beneficios de la privatización.¹⁶⁴

¹⁶³ Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. Rev. (2001), pp. 781, 783.

¹⁶⁴ Vernava, Op.Cit. nota 44, pp. 300-301.

En lo referente a competencia, es importante que el gobierno utilice su poder para introducir no solo la legislación, sino cualquier otro instrumento necesario, para asegurar la entrada de nuevos competidores en las actividades comerciales restringidas, y, en el caso de las compañías previamente operadas por el estado bajo el estigma de monopolios, establecer mecanismos mediante los cuales, la antigua compañía monopolista sea dividida en varias empresas privadas y competitivas entre sí.¹⁶⁵ Asimismo, las mejoras en la eficiencia industrial quedan traducidas claramente en una reducción de los precios de manufactura de los bienes y en la creación de los servicios, lo que, a su vez, se debe traducir en un beneficio directo para el consumidor mediante la disminución directa de los precios de los bienes y servicios relativos.

3.15 POSIBLES ASPECTOS NEGATIVOS EN LA UTILIZACIÓN DE LA PRIVATIZACIÓN MEDIANTE EMISIÓN DE ACCIONES COMO MÉTODO DE PRIVATIZACIÓN.

La principal desventaja de un proceso de Privatización mediante Emisión de Acciones es que, para que los mercados locales reciban todas las ventajas del programa y obtengan los beneficios pretendidos hacia los inversionistas privados nacionales, debe existir un mercado accionario nacional con el desarrollo e infraestructura suficiente para colocar en los mercados nacionales al menos parte de la emisión, y, sobre todo, se cuente con los inversionistas locales con los recursos necesarios, que puedan adquirir un cierto porcentaje de la oferta subyacente, al igual que dichos inversionistas tengan la capacidad y el conocimiento técnico necesarios para llevar a cabo las operaciones correspondientes.

¹⁶⁵ Véase Beim y Calomiris, Op.Cit. nota 9, p. 105 en la cual se presenta un ejemplo de la manera en que Estados Unidos manejó el monopolio telefónico de American Telephone and Telegraph Company del momento, que se dividió en las que se llaman ahora "baby bells".

En lo referente a inversionistas privados, es conveniente señalar que, mientras que las Ofertas primarias de acciones tienen el potencial de alcanzar no solamente a los inversionistas institucionales y a individuos de alto poder adquisitivo, sino también a un número de inversionistas poco sofisticados, también se presenta la desventaja de tener que contar con una estructura de venta de acciones con información muy detallada, con la consecuente necesidad y costos implícitos de lograr que dicha información esté disponible para un grupo mucho más amplio de inversionistas. Otras atribuciones implican la necesidad de registrarse ante las autoridades correspondientes en todos los países en los que sea conducente, al igual que la necesidad de dar un valor y precio a la oferta.

Una última característica que hay que tener en cuenta al hablar sobre las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones, es que, a diferencia de lo que sucede en una Oferta Pública Primaria de una compañía privada, los fondos obtenidos por la privatización de la Empresa de Propiedad Estatal, no irá a formar parte del capital de la compañía privatizada, sino que irán a formar parte del capital del gobierno privatizador.

CONCLUSIONES

La ola actual de privatizaciones dio inicio en la primera parte de la década de los 80s, cuando el gobierno británico inició lo que se ha llamado "la transferencia de activos más grande de la historia."

Hasta ese punto, y como resultado de la gran Depresión y de las dos guerras mundiales, los gobiernos en todo el mundo, habían logrado amasar intereses en industrias y convertirse en proveedores de servicios en diversas áreas de la economía, con la aprobación de la sociedad, las instituciones gubernamentales y las organizaciones financieras internacionales.

En el presente trabajo, he pretendido demostrar que la privatización, y especialmente la Privatización mediante Emisión de Acciones funciona, y que el modelo de Empresa de Propiedad Estatal es un modelo anticuado que debería ser disminuido hasta el menor grado posible, con el fin de permitir que los mercados privados establezcan libremente un precio justo y las condiciones necesarias para los bienes y servicios producidos en las economías locales de los países en desarrollo.

Un proceso de Privatización involucra, no solamente, la transferencia física de bienes y servicios de manos públicas a manos privadas, sino también el logro de objetivos políticos, sociales y económicos, mismos que influyen en el establecimiento del mecanismo específico así como en el precio que el gobierno decide fijar para la privatización de la

Empresa de Propiedad Estatal a privatizar. Como ejemplo, se ha demostrado en este trabajo que, en diversas ocasiones, un gobierno decidirá privatizar abaratando el costo de la Oferta Pública Primaria, renunciando a una maximización de utilidades, con el fin de *subsidiar* la adquisición, que es otra manera de decir que, el gobierno estará dispuesto a *reconocer, absorber* y cancelar, parte de la deuda adquirida durante el período en que la empresa estuvo en manos del estado.

Aunque existen varios métodos de privatización que pueden y han sido utilizado a través de los tiempos, las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones han sido el método preferido en la última gran corriente privatizadora utilizada en países fuera del antiguo bloque de la Unión Soviética (en donde el método de elección fue la privatización por vales), y mediante este método de privatización, se han recabado la mayor concentración de recursos provenientes de las privatizaciones modernas.

Así mismo, es importante hacer notar que, en la mayoría de los casos, el gobierno que privatiza no ofrece su control accionario en una sola Oferta Inicial, sino que esparce la oferta en diferentes licitaciones ya sea en el mismo o en diferentes mercados,¹⁶⁶ en un intento por alcanzar al número más amplio de compradores interesados.

¹⁶⁶ Para una revisión general véase Jones, *Ibidem* Op.Cit. nota 91, p. 15, en donde se muestra que, para el período cubierto - 1977-1997 - únicamente 11.5% del total de 384 Privatizaciones mediante Emisión de Acciones involucraron la venta total de las acciones de la compañía en una sola licitación, con algunas exenciones del Reino Unido y la mayoría de las privatizaciones francesas. Una de las razones dadas sobre el porqué esta forma ha sido la preferida, ha sido la percepción de que el gobierno debe asumir parte del riesgo de redistribución involucrado en la privatización, especialmente para aquellos gobiernos que anteriormente se han retractado de sus políticas de privatización, o aquellos que cuentan con un historial que envuelve el expropiar compañías que anteriormente habían privatizado.

En general, no es posible pensar en un programa de privatización como una solución autocontenida que se encargará de resolver todos los problemas financieros del país. Para que funcione, el programa de privatización deberá estar acompañado por un bagaje de legislación de cuando menos igual envergadura, capaz de reformar y adaptar a la nueva realidad, tanto a las nuevas empresas, como a las nuevas instituciones jurídicas que de ello se deriven. Como se ha comentado anteriormente,¹⁶⁷ la modificación repentina de un sistema de propiedad estatal hacia un sistema de propiedad privada, sin un desarrollo legal e institucional *ex ante*, no asegura de manera alguna, que el nuevo sistema trabajará en pos de los inversionistas, ni que se logrará una conversión legal eficaz y mucho menos que los mercados de capital se desarrollaran o consolidarán de manera automática.

También debe observarse, que la evidencia general apoya la teoría de que, las privatizaciones, y especialmente las Privatizaciones mediante Emisión de Acciones, han ayudado en gran medida al desarrollo y la consolidación de los mercados accionarios nacionales en todo el mundo, permitiendo que los gobiernos generen y amplíen la llamada cultura bursátil entre sus ciudadanos.

Los gobiernos que privatizan y deciden cotizar parte o la mayoría de las acciones de la compañía privatizada en el extranjero, han elegido principalmente los mercados financieros estadounidenses como el lugar preferido, ello por las diversas razones que se han expresado en el cuerpo de este documento.

¹⁶⁷ Curtis J. Milhaupt, *Privatization and Corporate Governance in a Unified Korea*, 26 IOWA J. CORP. L. (2001), pp. 199, 202 (respecto a la aparente falla en las primeras privatizaciones rusas).

Cuando se decide cotizar en los mercados estadounidenses, alguna variación del *American Depositary Receipt* ha sido el instrumento bursátil predilecto utilizado por los gobiernos privatizadores para dar a conocer a la nueva compañía ya sea frente a los inversionistas institucionales, o frente a los inversionistas individuales norteamericanos.

Los diferentes tipos de ADRs, permiten que las compañías o gobiernos que privatizan, elijan el grado de divulgación y apeamiento a la regulación norteamericana a la que estén dispuestos a sujetarse, siendo importante mencionar que, cuanto más escapen al cumplimiento de las normas estadounidenses a través de alguna de las excepciones disponibles, menos dinero y accionistas estadounidenses podrán obtener, en parte debido a las restricciones legales, y en parte debido a la falta de confianza del público inversionista.

Es importante observar que, el desarrollo del mercado de capitales de un país, presenta a su vez nuevas amenazas. Al tratar, y tener éxito, en crear un mercado nacional más desarrollado, transparente y sólido, dicho mercado nacional, por un lado, atraerá a inversionistas extranjeros y permita una operación mejor y más amplia entre las compañías locales, pero, a su vez, alentará (una vez que se consolide el desempeño financiero y la experiencia de mercado), a que los emisores nacionales exploren los mercados de capital internacional ampliamente desarrollados en busca de mayor liquidez, mayor exposición y por supuesto la posibilidad de recaudar fondos más baratos.

Esta fuga de compañías y su capital, puede a su vez tener el efecto de que el propio éxito de los mercados de capital nacionales, lleven a muchas compañías a empezar a cotizar en las bolsas extranjeras, lo que a su vez debilitará lo que previamente se consideraba un mercado nacional fortalecido, con la consecuente necesidad, de que el mercado bursátil se fusione con otros mercados nacionales de la región o, en el peor de los casos, que el mismo desaparezca.

Existe una fuerte evidencia que apoya esta conclusión, misma que no está limitada a los mercados emergentes y poco sofisticados. Esto se puede ver en los recientes intentos de ciertos países europeos por consolidar sus mercados accionarios nacionales, al igual que la experiencia estadounidense, a través de la cual, un alto número de mercados accionarios nacionales se ha visto reducido de manera importante durante el último siglo.

Algunos autores han llegado a mencionar que, inclusive, podría ser mejor que los países dejaran de preocuparse en desarrollar bolsas de valores locales que ofrezcan todos los servicios bursátiles para sus empresas participantes, y que, en vez, se avocaran a la creación de condiciones tales como, mejorar los derechos de los accionistas y la calidad de los sistemas jurídicos locales, con el fin de permitir que las empresas locales emitan y operen sus acciones en el extranjero de una manera eficiente.¹⁶⁸

¹⁶⁸ Stijn Claessens, Daniela Klingebiel, y Sergio L. Schmukler, *Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Economies to International Centers*, (2001) p. 18.

Los gobiernos que privatizan tienen que entender que, las privatizaciones de las empresas de propiedad estatal, por cualquier método que sea, no resolverán de manera mágica el subdesarrollo nacional, sino que, por el contrario, un conjunto completo de reformas financieras e institucionales, son necesarias para apoyar, acompañar y aprovechar el vasto flujo de ingresos que pueden ofrecer los programas de privatización.

Finalmente, es importante señalar que, la privatización como tal funciona, pero depende de cada gobierno y de la sociedad en general, el asegurar que los ingresos obtenidos de los procesos de privatización no se desperdicien o vayan a parar en manos de funcionarios corruptos, sino que sirvan para crear un fundamento sólido para el desarrollo y el crecimiento entre los ciudadanos y las instituciones.

BIBLIOGRAFÍA

Adr.com, JPMorgan ADR Group, 75th Anniversary of the ADR, A heritage of innovation and leadership 1927-2002

America's Largest Overseas Investors, *Institutional Investor (Int'l ed.)*, Jul. 1995

Aybar, Bulent C., *The Long Run Performance of Privatization Related ADR Issues* (Southern New Hampshire University, Graduate School of Business, Working Paper) (preliminary draft, 2001)

Beim, David O., Calomiris, Charles W., *Emerging Financial Markets*, (McGraw-Hill Irwin, 2001)

Black, Bernard S., *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. Rev. 781, 783 (2001)

Bortolotti, Bernardo, Fantini, Marcella & Scarppa, C., *Why do Governments Sell Privatized Companies Abroad*, (Fondazione Eni Enrico Mattei, Italy, Working Paper)

Boutchkova, Maria K. & Megginson, William L., *Privatization and the Rise of Global Capital Markets*, Financial Management (forthcoming fall 2000)

Bushnell, David & Macaulay, Neill, *The Emergence of Latin America in the Nineteenth Century* (1988)

Camara, Paulo, *The End of the "Golden" Age of Privatizations? - The Recent ECJ Decisions on Golden Shares*, European Business Organization Law Review 3, (2002)

Carrick, Rob, *ADRs make your investments a little more worldly*, *Personal Finance, Report on Businessnews*, The Globe and Mail (September, 30, 2000)

Chua, Amy L., *The Privatization-Nationalization Cycle: The Link between Markets and Ethnicity in Developing Countries*, 95 Colum. L. Rev. (1995)

Claessens, Stijn, Klingebiel, Daniela, and Sergio L. Schmukler, Sergio L., *Explaining the Migration of Stocks from Exchanges in Emerging Economies to International Centers*, (forthcoming 2001)

Cochane, James L., Shapiro, James E, and Tobin, Jean E, *Emerging Capital Markets: Foreign Equities and US Investors: Breaking Down the Barriers Separating Supply and Demand*, 2 Stan. J.L. Bus & Fin 241, (1996)

D'Souza, Juliet and Meggison, William L., *The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s*, J OF FIN 54, (Forthcoming) (Revised Draft, February 1999)

D'Souza, Juliet and Meggison, William L., *The Financial and Operating Performance of Privatized Firms during the 1990s*, Journal of Finance 54, citing David Roche, *It Depends what you mean by Privatization*, Euromoney, (February 1996)

Fantini, Bortolotti et al., *Why do Governments Sell Privatized Companies Abroad*

Forrester, S. and Karolyi, A., *The Long Run Performance of Global Equity Offerings*, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 11 (December, 2000)

Frydman, Roman, Gray, Cheryl, Hessel, Marek, Rapaczynski, Andrzej, *When Does Privatization Work? The Impact Of Private Ownership On Corporate Performance In The Transition Economies*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 114; Issue 4 (November, 1999)

Gibbon, Henry *Worldwide Economic Orthodoxy*, Privatisation International, 123, at 4-5 (1998); and Editor's letter, *Privatization Yearbook*, London: *Thompson Financial*, 1 (2000) figures

Hart, John M., *Revolutionary Mexico* (1987)

Jones, Steve L., Meggison, William L., Nash, Robert C., Netter, Jeffrey M., *Share Issue Privatizations as Financial Means to Political and Economic Ends*, Journal of Financial Economics (Forthcoming 1999)

JP Morgan, *ADRs As Acquisition Currency In Cross-Border M&A*, Trend Continues And Accelerates, (2000)

JP Morgan, *The ADR Reference Guide 2002/03*, disponible en <http://www.adr.com>

JP Morgan, *The ADR Reference Guide 2002/03*, quoting a report by the US Federal Reserve, *Flow Funds Report 2002*, available at <http://www.adr.com>

Katz, Friedrich, *The Liberal Republic and the Porfiriato, (1867-1910), in Mexico since the Independence*, (Leslie Bethell ed.) (1991)

La Porta, Rafael, Lopez-Silanes, Florencio, *The Benefits of Privatization: Evidence from Mexico*, Quarterly Journal of Economics, Volume 114, Issue 4 (November, 1999)

Lazcano Espinoza, Enrique, *Política Económica en México*, 2ª Edición, Ed. IMEF, México, 1989

Lopez-de-Silanes, Florencio, *Determinants of privatization prices*, Quarterly Journal of Economics, Vol. 112, No. 4 (1997)

Lothian, Tamara, *The Democratized Economy in Latin America*, CORNELL INT'L L. J., p. 177 (1995)

Martínez Legorreta, Omar, *Preface to Modernization and Revolution in Mexico: A Comparative Approach* (1989)

Meggison, William L., Netter, Jeffrey M., *Equity to the People: The Record on Share Issue Privatization Programs*, Privatisation (International) Yearbook, (1997)

Meggison, William L., Netter, Jeffrey M., *From State to Market Participation*, J OF ECO. LIT. (forthcoming June 2001) (on file with author)

Meggison, William L., *The Impact of Privatization: Economic Reform Today The Lessons of Privatization*, No. 1, (1998) at <http://www.cipec.org/publications/fs/ert/e27/megge27.htm>

Mexico: A country Study 75 (James D. Rudolph ed. 3d ed. 1985)

Meyer, Michael C. & Sherman, William L., *The Course of Mexican History* (1979)

Milhaupt, Curtis J., *Privatization and Corporate Governance in a Unified Korea*, 26 IOWA J. CORP. L. 199, 202 (2001) (referring to the apparent failure of early Russian privatizations)

Miller, Robert R., *Mexico: A History*, at 267 (1985); and Ulloa Berta, *Conflict Threatening Mexico's Sovereignty: The Continuing Crisis (1867-1940)*, in Martínez Legorreta Omar, *Preface to Modernization and Revolution in Mexico*

Privatisation [sic] Yearbook 1996 (Henry Gibbon ed., 1996)

Sader, Frank, *Privatization and foreign investment in the developing world, 1988-1992*, (World Bank Working Paper No. 01202)

Sanders, Sol W., *Mexico: Chaos on our Doorstep*, (1986)

Scott, Hal S., Wellons Philip A., *International Finance; Transactions, Policy, and Regulation*, (Ninth Ed.)

Shearer, Brent, *Vive la Difference: ADR Grow as an Acquisition Currency*, The Dealmakers Journal (Sunday, April 1, 2001)

Sheshinski, Eytan and López Calva, Luis Felipe, *Privatization And Its Benefits: Theory, Evidence, and Challenges*, (paper prepared as part of the Consulting Assistance on Economic Reform II (CAER II) program at the Harvard Institute for International Development, Harvard University, December 2000)

Shleifer, Andrei, *State Versus Private Ownership*, (NAT'L BUREAU OF ECO. RESEARCH, WORKING PAPER NO. 6665, 1998)

Silkenat, James R., *Overview of US Securities Markets and Foreign Issuers*, 17 Fordham Int'l L.J. 4, (1994)

Smith, Peter H., *Mexico since 1946: Dynamics of an Authoritarian Regime, in Mexico Since Independence*

Speech given by Miguel Alemán before the Confederación de Trabajadores de México. The Bank of New York, Global Offerings of Depository Receipts 1 (1992)

Uhlfelder, Eric, *Big International Fish In Shallow U.S. Waters*, Registered Representative, Investing, Volume 27, Number 1, (January 1, 2003)

Velli, Joseph, *American Depository Receipts: An Overview*, 17 Fordham Int'l Law Journal, 1994

Vera Ferrer, Oscar H., *The Political Economy of Privatization in Mexico, in Privatization of Public Enterprises in Latin America*, (William Glade ed., 1991)

Vernava, Anthony M., *Latin American Finance, A financial Economic and Legal Synopsis of Debt Swaps, Privatizations, Foreign Direct Investment, Law Revisions and International Securities Issues*, 15 Wis. Int'l. L. J. (1996)

Villarreal, René, *El Desequilibrio Externo en la Industrialización de México (1929-1975) un Enfoque Estructuralista*, (1ª reimpresión, Ed. CFE, México, 1981)

Waddell, J., *Testimony Before the Small Business Committee of the U.S. House of Congress* (April. 14, 1994)

**Waterhouse, Price, *Privatization: Learning the Lessons from the U.K. Experience* (1989);
and *Privatization: The Facts* (1989)**

World Bank, *World Development Report of 1996*

World Development Report of 1996, *From Plan to Market*, at 87 (Oxford University Press, 1996)

Wright Harry K., *Foreign Enterprise in Mexico*, (1971)

Wu and Kwok Chuck, *Why US Firms Choose Global Equity Offerings*, AIB Annual Meeting (1999)