

## ESTADO ACTUAL, HISTORIA Y PERSPECTIVAS DE LAS PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA

---

Luis Gámir(\*)

### 1. Introducción

---

Aunque las privatizaciones son hoy un fenómeno mundial, habría que destacar que tienen una vida relativamente corta que podríamos fijar en apenas dos décadas (con diversos precedentes anteriores). Hace veinte años mientras que el Reino Unido iniciaba un amplio programa privatizador, Francia impulsaba las nacionalizaciones. Ese debate de finales de los años setenta y principios de los ochenta se ha ido decantando del lado de la entonces posición británica (aunque sea con elementos diferenciales del enfoque estrictamente thatcheriano).

En España, durante la primera legislatura del Partido Popular las privatizaciones constituyeron uno de los elementos clave de la política económica. Sin embargo, no es este partido el que inicia las privatizaciones en nuestro país. Los gobiernos del PSOE habían privatizado un elevado número de empresas (e incluso el importe ingresado fue significativo), aunque, con características cuantitativa y cualitativamente diferentes, como veremos en los apartados II y III.

Dentro de las privatizaciones el precio de venta o de colocación es uno de los temas que suscita más interés. En el apartado IV se analizan algunos de los trabajos realizados. Veremos que, en general, en relación con los precios de venta, las privatizaciones españolas no

se encuentran mal situadas en las comparaciones internacionales.

Por último –y antes de las conclusiones– en el apartado V se estudiará la evolución de las cotizaciones de las acciones de empresas privatizadas y la conveniencia de esta inversión en relación con otras alternativas en renta variable.

### 2. Las privatizaciones de empresas públicas hasta junio de 1996

---

Con el Gobierno del PSOE comienzan las privatizaciones de empresas públicas en España. Sin embargo, a lo largo de los trece años de Gobierno socialista no existió un Plan o un Programa de Privatizaciones. En Bel y Costas (2000) se recogen diferentes declaraciones de Ministros del PSOE en el Congreso y en el Senado en las que se insiste en la inexistencia de un plan(1). Incluso en Fanjul (1995) se afirma que “España [es] el único país de la CEE, e incluso de la OCDE, que no desarrolla una política activa de privatización”.

Esta última afirmación puede ser, quizás, un poco extrema, pero sirve para reflejar la situación de la “política” de privatizaciones en esta época, en el sentido de la inexistencia de unos principios generales. Las decisiones y actuaciones se iban adoptando caso a caso. De esta

manera, a lo largo de todo el período fueron predominando diferentes motivaciones en las privatizaciones realizadas.

Las privatizaciones van a comenzar de una manera imprevista. Así, las primeras operaciones de privatización van a consistir en la devolución al sector privado de muchas de las empresas del Grupo Rumasa expropiado en febrero de 1983. De esta manera, la decisión de privatizar se puede decir que tiene su origen en una “expropiación–nacionalización”. Desde este punto de vista, no se trataba de una decisión explícita de disminuir el sector público empresarial, sino que se utilizaría la “expropiación–privatización” como un instrumento para intentar superar –desde el enfoque del Gobierno– la crisis de un gran *holding* de empresas.

El Grupo estaba constituido por alrededor de 800 empresas que empleaban a 45.000 personas. De las 800 empresas que formaban el Grupo 20 eran bancos que tenían alrededor de 100 filiales. De las actividades no bancarias del grupo tres compañías sumaban alrededor de dos terceras partes del volumen total de facturación: Galerías Preciados, Hoteles Agrupados (Hotasa) y Constructora Hispano Alemana. En el plazo de dos años, de las 800 empresas expropiadas a Rumasa 226 fueron vendidas, 400 liquidadas o disueltas por considerarse que eran meramente instrumentales y 152 devueltas a sus propietarios originales(2).

En 1985 se produce el comienzo de una etapa de privatizaciones que afecta a algunas empresas que pertenecían al ya extinto Instituto Nacional de Industria. Los motivos, en esta ocasión, se basaban principalmente en la incapacidad del sector público de poner en rentabilidad determinadas empresas que necesitaban de un tamaño y de una continua adaptación tecnológica para competir en los mercados nacionales e internacionales. Normalmente, estas empresas acumulaban pérdidas a causa de las debilidades apuntadas. De esta manera, el objetivo era buscar un socio tecnológico e industrial que permitiera su viabilidad futura. Los ejemplos más importantes de esta fase lo constituyen las empresas del sector de automoción Seat y Enasa, aunque también los podríamos encontrar en otros sectores como el textil, químico, electrónico, alimentación, turismo, etcétera.

La mayor parte de estas operaciones de venta se realizaron con un coste para el Estado. De esta manera, y aunque es difícil de cuantificar, en Comín (1995) se evalúa en 76 mil millones el saldo neto negativo del conjunto de privatizaciones realizado por el INI entre 1985 y 1994 (este es un saldo neto e incluye los ingresos de casi 300 mil millones de las OPV de ENDESA(3).

En 1988 (aunque con algún precedente en 1986) se sitúa el origen de un nuevo “tipo” de privatizaciones en nuestro país que (tras un paréntesis entre 1990 y 1992) va a tener una gran importancia. Este tipo de privatizaciones presenta unas características comunes que son diferentes a las de las operaciones anteriores. Estas características se refieren tanto al tipo de empresa y a su situación, como al método de venta y a los motivos u objetivos perseguidos.

Así, afecta a grandes empresas que, normalmente, o son un monopolio o representan un porcentaje significativo de su sector en España y que presentan cuentas saneadas con importantes beneficios. El método de venta elegido es el de OPV en las que, normalmente, los tramos minoristas tienen un papel importante. De esta manera, se va acceder de una forma masiva al ahorro minorista mediante amplias campañas publicitarias. En este campo se introdujeron diversas mejoras técnicas en el sistema de la OPV, que incluso se pueden considerar novedades a nivel internacional (ver por ejemplo Mañas, 1998).

Sin embargo, en ninguna de estas operaciones de privatización el Estado abandonó el capital de las empresas. Es decir, se trataba de ventas parciales en las que el Estado seguía conservando el control. Incluso cuando se realizan las primeras operaciones de este tipo se llega a negar el carácter privatizador de estas ventas parciales. Así, en la obra de Bel y Costas citada se recoge la siguiente afirmación del entonces Ministro de Industria y Energía, Claudio Aranzadi (1989): “En el caso de ENDESA, en el caso de ENCE, en el caso de GESA y en el caso de Repsol, no existe privatización en sentido estricto ... No existe privatización ya que la compañía sigue teniendo mayoría pública y la responsabilidad de la gestión sigue estando en manos públicas”.

El objetivo principal de algunas de estas

ventas iba a ser el de realizar caja (también existen declaraciones gubernamentales expresas en este sentido). En ocasiones esos ingresos tenían un objetivo especial (como la venta de un porcentaje de ENDESA en 1995 para cubrir las necesidades financieras de TENEÓ derivadas de los compromisos asumidos para refloatar Iberia). En total se realizaron 16 OPV de empresas públicas hasta junio de 1996 que supusieron unos ingresos cercanos a 1,7 billones en pesetas corrientes(4) que en pesetas de diciembre de 2000 se elevarían a 2,2 billones de pesetas.

Con estas ventas parciales también se pudo contribuir, en algún grado, a mejorar la gestión de la empresa debido a los controles adicionales que aporta la cotización en los mercados, que puede hacer que directivos y propietarios "públicos" tomen más en consideración criterios de eficiencia y rentabilidad. Sin embargo, no parece que éste fuera el objetivo básico de estas ventas parciales.

Como consecuencia de las OPV de empresas públicas a partir de 1993 comienza a disminuir el porcentaje de participación del Estado en la capitalización de la bolsa española, que en 1993 se encontraba en el 16,39 por 100. Tres años más tarde, en 1996 dicho porcentaje se había reducido hasta el 10,87 por 100.

A pesar de no perder el control de la gestión, el sector público potenció, en algunas empresas, la creación de grupos de inversores privados con vocación de permanencia ("núcleos duros") siguiendo el esquema francés del "*Noyeau dur*"(5). Adicionalmente, en 1995 se aprueba una legislación que tiene unos objetivos parecidos a los de la *Golden Share* inglesa o la *Action Spécifique* francesa, por la cual el Estado se puede reservar la capacidad de someter a su autorización la adquisición de un determinado porcentaje del capital de la empresa y/o la adopción de determinados acuerdos por parte del Consejo de Administración de la empresa. En esta etapa, sólo dio tiempo a aplicar esta legislación a REPSOL en la OPV realizada en 1996, tras la cual el Estado seguía siendo el principal accionista de la compañía. Este tipo de actuaciones podía anticipar un cambio de estrategia hacia unas ventas que incluyeran la pérdida del control público sobre la gestión de las grandes empresas, pero el resultado de las elecciones de 1996 impidió com-

probar si era esta la interpretación adecuada(6).

### 3. Las privatizaciones de empresas públicas a partir de junio de 1996

La razón por la que elegimos junio de 1996 (y no, por ejemplo, el mes de mayo que es cuando el PP forma gobierno) reside en que a partir de ese mes España cuenta por primera vez con un Programa explícito de privatizaciones. Este hecho, por sí mismo, supone un contraste importante con lo que había sucedido con anterioridad en el campo de las privatizaciones.

Con la existencia de este "Programa" aprobado en el Acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 "por el que se establecen las bases del Programa de Modernización del Sector Público empresarial del Estado" se van a fijar una serie de principios generales y se introducen cambios sustanciales en relación con el enfoque anterior.

Así, la política de privatizaciones tendrá un carácter de globalidad. Esto implica que, por un lado, afecta al conjunto de las empresas del sector público estatal (a menos que explícitamente se haya declarado su excepción como ocurre, entre otros, en el caso de Hunosa) y afecta a la totalidad del capital de la empresa: se trata de privatizaciones totales en las que el Estado sale completamente del capital de las empresas.

Otra novedad que afecta, en este caso, a la gestión del proceso privatizador es que la iniciativa y las decisiones ya no van a recaer sobre los dirigentes de las propias empresas públicas a privatizar, sino que serán los llamados Agentes Gestores (los "holding" públicos tenedores de las acciones de las empresas) los encargados de diseñar, coordinar, gestionar y ejecutar las ventas de las empresas públicas. De esta manera, se trataría de disminuir una fuente potencial de conflictos de interés y de mejorar la coordinación del proceso.

El Programa también se preocupa de incrementar las garantías del proceso privatizador y es en este campo donde se crea el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP), entre otras medidas como la de exigir, con carácter

general, la elaboración de una valoración externa sobre cada empresa a privatizar.

Por otra parte, en los objetivos perseguidos con las privatizaciones, el "Programa" también supone una novedad en relación con el período anterior en que los objetivos eran cambiantes y casi adaptados a cada caso. Así, las privatizaciones se van a entender como un instrumento más, encuadrado dentro de una política más general, cuyo objetivo es incrementar la utilización del mercado en la economía española como medio para aumentar su eficiencia y competitividad. De esta manera, en el "Programa" se recoge que "Es voluntad del Gobierno profundizar en el proceso de privatizaciones, como un elemento complementario del objetivo general de política económica de liberalizar la economía española...". Asimismo, se establece que "la reducción y saneamiento del sector público empresarial tiene como fin último la mejora de la eficiencia productiva y la adecuada asignación de recursos escasos...".

En total, desde junio de 1996 hasta mayo de 2001 se ha realizado la privatización de 39 empresas a través de 46 operaciones (en algunas empresas se han utilizado medios combinados que han implicado más de una operación de venta por empresa). Los ingresos por privatizaciones se han situado por encima de los 4,8 billones de pesetas. Las operaciones de venta por OPV han implicado unos ingresos de 4 billones de pesetas (el 83 por 100 del total), mientras que en los otros procedimientos de venta se ha ingresado 0,8 billones de pesetas (el 17 por 100 del total). A pesar de la importancia de las OPV, su número (12) ha sido muy inferior al de otras operaciones (34).

En este último tipo de operaciones (no OPV), y dependiendo de sus características específicas, se han utilizado diferentes métodos, entre los que podemos distinguir: los concursos (por ejemplo, en la primera fase de Retevisión); los concursos restringidos (ENSB o Babcock & Wilcox); las subastas (Serausa o Comeasa); la venta directa negociada (Enagas o COPE); las operaciones de amortización (Endesa) y ampliación de capital (Aceralia); las fusiones (Construcciones Aeronáuticas) y, dentro de la operativa de los mercados bursátiles, los *block trade* (pequeñas participaciones de SEPPa en Telefónica) y una OPA (Sefanitro).

Sin embargo, han sido las operaciones realizadas a través de OPV las que, por distintas razones, han tenido mayor importancia. Por otra parte, las OPV presentan ventajas sobre otros medios de venta. Así, presentan un mayor grado de transparencia, concurrencia y publicidad, beneficiándose de un marco regulado que obliga a cumplir un procedimiento reglado y vigilado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

De las OPV realizadas desde el otoño de 1996 hasta mayo de 2001, siete han sido OPV subsiguientes: (Gas Natural; Telefónica-97; Repsol-97; Endesa-97; Argentaria-98; Tabacalera-98 y Endesa-98), y cinco han sido OPV iniciales (Aldeasa; Aceralia; Indra; Red Eléctrica e Iberia). Estas OPV han supuesto una reducción radical de la participación del Estado en las bolsas de valores, de tal manera que mientras en 1996 el 10,87 por 100 de la capitalización bursátil era propiedad del Estado, en el año 2000 esta participación se había reducido hasta el 0,54 por 100.

Aunque algunas OPV sólo han contado con tramos institucionales, los tramos minoristas han sido los verdaderos protagonistas de las OPV. Así, en las OPV anteriores a junio de 1996 habían representado el 48 por 100 de este tipo de operaciones, mientras que su importancia aumenta al 68 por 100 en las OPV realizadas con posterioridad a esa fecha. Además, se van a cursar más de 8.200.000 peticiones por parte de inversores minoristas frente a los 3 millones registrados con anterioridad a junio de 1996.

Asimismo, a lo largo de este proceso los Agentes Gestores han fomentado la competencia entre las entidades financieras que optaban a ser Coordinadores Globales. Una de estas vías ha sido, de acuerdo con las recomendaciones del CCP, la de incrementar en los baremos de selección la ponderación del criterio de comisiones. El resultado de esa mayor competencia ha implicado una importante reducción de las comisiones pagadas, que se han reducido en más de la mitad (desde el entorno del 3 por 100, nivel al que se habían estabilizado en 1996, hasta el 1,45 por 100 de la última OPV realizada). Este descenso de comisiones ha dado lugar a un ahorro para el sector público que podría situarse cerca de los 40.000 millones de pesetas.

#### IV. Comentarios sobre el precio al que se han vendido las empresas públicas

En las operaciones realizadas a través de los mercados de valores se cuenta con una referencia de mercado como es el precio al que se negocian las acciones. Por ello, la mayoría de los análisis sobre el precio de las empresas privatizadas se suele centrar en las ventas de empresas a través de OPV, que serán el objeto de los comentarios de este apartado.

Sobre las empresas que no se han privatizado a través de los mercados de valores, en Ribas (1999) se realiza un estudio que concluye que "a partir de las diferentes operaciones de privatización efectuadas en los últimos tres años, se ha comprobado cómo el precio obtenido en las transacciones examinadas, ha superado en media un 7 por 100 aprox. a la valoración externa". Este resultado es interesante, aunque las valoraciones externas tengan un margen de discrecionalidad al plantear los supuestos a utilizar, así como al elegir el método a utilizar.

Cuando nos centramos en las OPV podemos realizar una clara distinción, en relación con el problema de la fijación de precio, entre las OPVs subsiguientes (en las que la empresa ya cotiza en bolsa) y las OPV iniciales (o IPO, *-Initial Public Offering*, en terminología anglosajona, en las que la empresa sale a cotizar a Bolsa). En las salidas a Bolsa se carece de la importante referencia de la cotización que, lógicamente, sí está disponible en las OPV subsiguientes.

Precisamente esa falta de un precio de referencia provoca una mayor incertidumbre sobre cuál será el valor en el que el mercado finalmente sitúe a la empresa. De esta manera, los inversores tendrán que ser "compensados", de alguna manera, por esta mayor incertidumbre que asumen, lo que genera que, de media, los precios alcanzados en las OPV iniciales sean menores en relación a los de cotización posterior en OPV secundarias o subsiguientes. Éste es un resultado que encuentra apoyo en numerosos estudios empíricos, así como en el que presentamos en este apartado.

Debido a esta infravaloración mayor que se suele dar en las OPV iniciales, algunos autores han defendido las ventajas que puede presen-

tar realizar la privatización en diferentes tramos. De esta manera, se vendería un determinado porcentaje en una primera fase, con el objetivo de que su cotización ofreciera una referencia de mercado para la fijación del precio en la siguiente. Así, se evitaría que esa subvaloración por falta de referencia afectara a la totalidad de las acciones. Este procedimiento también puede presentar inconvenientes debido a la incertidumbre que se genera en los inversores sobre cuándo se retirará el Estado del capital de la empresa.

En la literatura existente se ha tratado desde diferentes puntos de vista el problema de la infravaloración de precios de venta en OPV, tanto en el caso de que el vendedor sea el Estado como si los que venden son accionistas privados. Uno de los sistemas empleados ha sido el de las primas bursátiles, calculadas en diferentes plazos (y con diferentes metodologías) a partir de la fecha de venta de las acciones.

En Jones, Megginson, Nash y Netter (1999) se analiza exclusivamente el incremento del precio en el primer día de cotización tras la OPV. A pesar de la aparente sencillez de su análisis (debido a que no tiene en cuenta la evolución del mercado en ese día), este estudio tiene un gran valor por la amplitud del horizonte temporal, así como del número de países y de muestra analizada. En concreto, se concluye que de una muestra de 303 OPV de empresas públicas de todo el mundo realizadas entre 1977 y 1997, la rentabilidad inicial (medida como diferencia entre el precio de venta y el precio de cierre el primer día de negociación tras la OPV) fue del 29,1 por 100 (la rentabilidad inicial en las IPO fue del 34,1 por 100 y en las subsiguientes del 9,4 por 100).

En el CCP se ha realizado este análisis para el caso español sobre las OPV de empresas públicas desde junio de 1996 hasta 2001. La media de la rentabilidad inicial en el conjunto de las OPV se sitúa en el 0,57 por 100 y aumenta hasta un 1,34 por 100 en las IPO, cifras que se comparan favorablemente con la experiencia internacional. También pueden ser comparadas satisfactoriamente con los países europeos de nuestro entorno que han realizado procesos de privatización. Volviendo al trabajo de Jones y otros (1999), en el período 1977-1997 en el Reino Unido la rentabilidad inicial media en OPV de empresas públicas fue

del 35 por 100, en Francia un 9 por 100, en Italia un 4 por 100 y en Alemania un 7 por 100. Para las IPO, la rentabilidad inicial calculada en empresas de estos países fue un 35 por 100 en el Reino Unido, un 11 por 100 en Francia, un 8 por 100 en Italia y un 10 por 100 en Alemania.

En Jenkinson y Mayer (1994) la metodología se sofisticó, ya que se analiza la evolución de la cotización en la siguiente semana en comparación con la evolución de un índice representativo del mercado. Estudia las privatizaciones británicas por OPV hasta 1991 y muestra que las primas por infravaloración del precio de venta al cabo de ese período en OPV públicas ascendía a un 10 por 100, frente a un 8 por 100 registrado en OPV privadas. Asimismo, en OPV de gran tamaño las primas se situaban en el 13 por 100 en las OPVs públicas, frente a un 5 por 100 en el sector privado. El resultado es que, según este trabajo, en la experiencia británica el sector privado resultaba más "eficiente" que el público en la fijación de los precios de las OPV.

En España se han realizado diferentes estudios con esta metodología para calcular las "primas bursátiles". Uno de estos análisis es el realizado desde el CCP, que se ha actualizado hasta la reciente OPV de Iberia (ver cuadro núm. 1). En él se compara la evolución del valor en un día con la evolución del índice de referencia, que en nuestro caso es el Ibex-35. Concretamente, el premio bursátil se define como el porcentaje de apreciación/depreciación del valor sujeto a OPV en el período de referencia ponderado por la apreciación/depreciación del Ibex-35. Para evitar que la evolución del valor pueda afectar al mismo Ibex, se ha calculado en las OPV secundarias la evolución del Ibex sin considerar la influencia del valor sobre el índice.

Una de las ventajas del plazo de un día tras la operación es que, dado el corto intervalo de tiempo en que se analizan los valores, difícilmente se ven afectados por factores externos a la OPV. Sin embargo, hay que tener en cuenta que en los momentos posteriores a la colocación los bancos colocadores realizan operaciones de estabilización que pueden distorsionar este análisis.

Las conclusiones que pueden extraerse del cuadro 1 son las siguientes:

CUADRO 1  
PRIMAS BURSÁTILES EN EL PRIMER DÍA  
DE NEGOCIACIÓN TRAS LA OPV  
(En porcentaje)

	1992-Oct. 1996	Nov. 1996- Abr. 2001	Total
OPVs Públicas.....	4,01	0,34	1,91
Iniciales.....	11,94	2,60	4,16
Subsiguientes.....	3,02	-1,27	1,01
OPVs Privadas.....	10,54	15,06	13,79
Iniciales.....	19,97	21,13	20,89
Subsiguientes.....	1,10	-1,50	-0,41

Nota: Cuanto más positivas son las primas, mayor revalorización de la acción en relación al IBEX35.

1. En términos generales las OPV públicas tienen primas mucho menores que las OPV privadas.

2. Lo anterior se cumple especialmente en las OPV iniciales, pero no necesariamente en las OPV subsiguientes, donde las empresas privadas muestran una prima menor que las públicas (en todo caso, la cuantía relativa de las primas en las OPV subsiguientes es muy pequeña e inferior a las OPV iniciales, por lo que no queda invalidada la conclusión del punto 1 anterior).

3. Las primas de empresas públicas bajo el actual Programa de Privatizaciones son inferiores a las registradas anteriormente para todos los tipos de OPV (inicial y subsiguiente) tanto públicas como privadas.

En resumen, desde el punto de vista de los premios bursátiles, puede considerarse que el Estado ha sido más "eficiente" que las empresas privadas a la hora de vender sus empresas. Expresado de otra manera, se podría decir que el Estado ha vendido a unos precios más "ajustados" las empresas públicas a través de OPV(7).

## V. La evolución de las cotizaciones de las acciones de empresas privatizadas

Otro de los estudios que complementan al anterior llevados a cabo también desde el Consejo Consultivo de Privatizaciones ha consistido en la elaboración de unos índices que tratan de simular el resultado de una determinada inversión en acciones de empresas privatizadas. Estos índices se pueden dividir en dos grupos: el primero simula la inversión de un ahorrador

CUADRO 2  
**RENTABILIDAD DE LOS ÍNDICES DE PRIVATIZACIONES  
 FRENTE AL IBEX-35**  
 (Rentabilidad acumulada anualizada. En porcentaje)

Fecha	Ibex-35	Fondos R.V.	CCP1- (instituc.)	CCP2- (minorista)
Dic-1997.....	54,3	42,5	53,3	62,1
Dic-1998.....	43,1	39,4	51,3	58,4
Dic-1999.....	34,5	35,4	36,8	41,1
Dic-2000.....	17,7	19,9	24,0	27,0
Abr-2001.....	18,1	19,8	23,6	26,6

minorista (un particular) y el segundo grupo simula la de un institucional (bancos, fondos de inversión, compañías de seguros, etc.). La diferencia entre ambos es que los inversores institucionales no pueden beneficiarse de descuentos específicos para el tramo minorista, de bonos fidelidad o de coberturas por caída de precio. Ambos grupos incluyen dividendos. La ponderación que se otorga en el índice a las distintas privatizaciones que se van produciendo está relacionada con el tamaño relativo de cada OPV(8).

En el cuadro 2 se recoge la rentabilidad anualizada de los índices CCP, así como la del Ibex-35 y del índice de fondos de inversión de renta variable elaborado por el diario Expansión.

Podemos observar que la rentabilidad del índice CCP1 es menor que la del CCP2. Ello es lógico si tenemos en cuenta que el índice CCP2 incluye los incentivos diseñados para el tramo minorista antes mencionados.

Asimismo, se observa que la inversión en acciones de empresas privatizadas ha resultado más rentable en media que la inversión en los dos índices de referencia, tanto el Ibex-35 como el índice de fondos de inversión de renta variable. Se observa también que la mayor rentabilidad se mantiene tanto en períodos con una tendencia del mercado bursátil alcista (años 1997-1999) o en un entorno bursátil más bajista (año 2000). Incluso la diferencia se agranda en los últimos períodos, lo que indica una menor exposición de los valores privatizados a entornos bursátiles menos favorables. Desde este punto de vista, una inversión en las diferentes OPV en proporción a su tamaño relativo habría conseguido una rentabilidad superior a la alternativa de invertir replicando el Ibex o con un fondo de inversión de renta variable "medio" a lo largo del período considerado.

## V. Conclusiones y perspectivas futuras

El proceso de privatizaciones en España ha ido evolucionando desde esquemas adaptativos, sin política de privatizaciones y con objetivos cambiantes (para privatizar las empresas nacionalizadas de Rumasa; por la incapacidad del Estado para situar a las empresas en rentabilidad dada la falta de economías de escala y tecnología; por motivos recaudatorios; para financiar déficit de otras empresas públicas; etc.) hacia un modelo más programático. Este último modelo ha buscado principalmente el incremento de la eficiencia tanto de las empresas como del conjunto de la economía. Desde este punto de vista se considera a las privatizaciones como un instrumento más dentro de la política económica para conseguir una economía más liberalizada, más eficiente y más competitiva.

Al mismo tiempo se ha buscado la eficiencia en el propio proceso de venta, como muestran las reducidas primas bursátiles registradas en las OPV de empresas públicas o el descenso en las comisiones por venta de empresas, así como un incremento en el sistema de garantías del proceso para el mejor cumplimiento de los principios de transparencia, concurrencia y publicidad (aunque sea necesario seguir profundizando al respecto).

Desde otro punto de vista, la compra de acciones de empresas en fase de privatización ha sido una decisión con mayor rentabilidad que otras alternativas en renta variable.

En el ámbito estatal se ha realizado un intenso esfuerzo privatizador en estos últimos años. Prueba de ello es que en 1992 el 16,64 por 100 de la capitalización bursátil se encontraba en poder del Sector Público, mientras que a finales de 2000 este porcentaje había disminuido hasta el 0,54 por 100. Sin embargo, aún queda en poder de los Agentes Gestores un buen número de empresas públicas susceptibles de ser vendidas, que presumiblemente irán siendo privatizadas progresivamente.

En el momento de escribir este artículo están en proceso de privatización las empresas Expasa y Ence. El tamaño de las empresas que aún quedan en poder de los Agentes Gestores es pequeño en relación con las que ya han sido

privatizadas durante los años 1996–2001. Por ello, los ingresos previsibles serán menores que en los primeros años de aplicación del Programa de Privatizaciones. Por otra parte, según declaraciones del Ministro de Hacienda, el ritmo privatizador será también más pausado que en la anterior legislatura.

Quedan en el ámbito estatal grandes empresas relacionadas con otros Ministerios(9). La decisión de privatizar estas empresas es política y es posible que algunas de ellas sean objeto de privatización en el futuro, aunque no a corto plazo. No se plantean, sin embargo, en España (ni en general en la “cultura de la Unión Europea”, salvo quizás alguna excepción en el terreno de la “gestión”, no de la “propiedad”) privatizaciones incluidas en lo que se ha llamado en Iberoamérica “tercera ola de privatizaciones”, que afectaría a servicios y prestaciones sociales del Estado (o sociedad) del Bienestar.

## NOTAS

(\*) Catedrático de política económica de la Universidad Complutense y Presidente del Consejo Consultivo de Privatizaciones.

(1) Así, entre otras declaraciones de miembros de los Gobiernos del PSOE, por ejemplo, Croissier (1988), Ministro de Industria y Energía, afirma que “en ningún caso el gobierno ha dicho que tiene una política de privatizaciones”, y el Vicepresidente Serra (1994) que “El Gobierno no está elaborando ni ha elaborado ni elaborará un plan general de privatizaciones para reducir el déficit presupuestario ... no hay un plan general, sino que estudiaremos caso por caso”.

(2) Ver World Bank (1986). No es éste el lugar de un análisis a fondo de la decisión de “expropiación–nacionalización”, ni de los sistemas empleados en la venta de empresas.

(3) Las otras grandes empresas como Telefónica, Argenta y Repsol no pertenecían al INI y por tanto no están incluidas en este cálculo.

(4) Debido al resultado neto negativo de las ventas de empresas no realizadas a través de OPV, se puede estimar en unos 1,3–1,4 billones los ingresos obtenidos por las privatizaciones durante los diferentes Gobiernos del PSOE con anterioridad a junio de 1996.

(5) El núcleo duro de la empresa está constituido por una agrupación de accionistas con objetivos comunes que tienen un porcentaje de acciones suficiente como para nombrar un número significativo de miembros del Consejo de Administración y, por tanto, influir sobre las decisiones importantes que toma la empresa. Normalmente, los miembros de un núcleo duro son poco numerosos (dos, tres, o cuatro accionistas significativos) y para grandes empresas puede ser suficiente tener entre todos los miembros del núcleo duro entre un 10 por 100 y un 15 por 100 del capital (este porcentaje depende de cómo esté dispersa la propiedad del resto de la empresa).

(6) Tampoco es este trabajo el lugar para analizar la metodología empleada en la privatizaciones del período 1985–1996.

(7) En otros trabajos, por ejemplo, en Gámir (1999, página 64) se ha destacado que: a) la privatización no asegura el incremento de la eficiencia; b) sin embargo, existen con diferencia muchos más casos en los que se ha incrementado la eficiencia que lo contrario; c) el punto anterior cobra mucha más fuerza cuando las privatizaciones se producen en mercados competitivos o se crean dichos mercados, hasta el punto de que el desarrollo de situaciones concurrenciales parece explicar más el incremento de la eficiencia que el cambio de propiedad.

Este enfoque positivo pero no dogmático de la relación privatización–eficiencia se ve reforzado por situaciones como ésta, en la que el sector público resulta más eficaz en la propia acción de privatizar que las salidas a bolsa privadas. No es éste el lugar para el análisis de las posibles causas de este resultado concreto.

(8) También se han elaborado los índices CCP sin ponderar (no se incluyen en este trabajo), en los que no se tiene en cuenta la importancia relativa de las privatizaciones.

(9) Los dos Agentes Gestores (SEPI y SEPPa) pertenecen al Ministerio de Hacienda y se está produciendo un transvase de la mayoría de las empresas de SEPPa a SEPI.

## BIBLIOGRAFÍA

- Aranzadi, C. (1989), *Diario de Sesiones del Congreso, Pleno*, nº 196, 24 de mayo (III Legislatura), pág. 11199.
- Bel, G., y Costas, A. (2000), “La privatización y sus motivaciones en España: de instrumento a política”, *Revista de Historia Industrial*, nº 17/18 –en prensa–.
- Comín, F. (1995), “La empresa Pública en la España Contemporánea: Formas Históricas de Organización y Gestión (1770–1995)”, *Documento de Trabajo*, núm. 9505, julio 1995, Fundación Empresa Pública.
- Consejo Consultivo de Privatizaciones (2000). *Informe de Actividades – 1999*, Madrid.
- (2001). *Informe de Actividades – 2000*, Madrid.
- Croissier, L. C. (1988), *Diario de Sesiones del Congreso*, Comisión de Industria, Obras Públicas y Servicios, nº 274 (III legislatura), 4 de mayo, pág. 9454.
- Gámir, L. (1999) *Las privatizaciones en España*, Editorial Pirámide, Madrid.
- Jenkinson, T., y Mayer, C. (1994), “The Cost of Privatization in the UK and France”, en M. Bishop, J.A. Kay y C. Mayer (eds.), *Privatization and Economic Performance*, Oxford University Press, Oxford.
- Jones, S.; Megginson, W.; Nash, R., y Netter, S. (1999), “Share Issue privatizations as financial means to political and economic ends”, *Journal of Financial Economics*, nº 53, agosto.
- Ribas, E. (1999), “Análisis del valor de las empresas privatizadas”, *Economía Industrial*, nº 328 (1999–IV).
- Serra, N. (1994), *Diario de Sesiones del Senado, Pleno*, nº 22 (V legislatura), 22 de febrero de 1994, pág. 1012.
- World Bank (1986), *Techniques of Privatization of State-Owned Enterprises, II Selected Country Case Studies*, Washington.