

Privatizaciones y capitalizaciones en Colombia

Conceptos y prácticas

Israel Fainboim Y.¹
María Angélica Arbeláez R.²

I. INTRODUCCIÓN

El Gobierno Nacional se comprometió con el FMI a desarrollar un programa de privatizaciones en este año, que le generaría ingresos por US\$1.965 millones, equivalentes a 2,3% del PIB (Cuadro 1). Con estos recursos se financiaría en un 43% el déficit fiscal del Gobierno en el año 2000, que se ha proyectado en 5,4% del PIB incluyendo el préstamo neto (y 5,0% sin incluirlo). Esto significa que del total del financiamiento del gobierno por 9,3 billones de pesos, 4,0 billones provienen de las privatizaciones. El programa incluye las ventas de ISA, Isagen, Carbocol y algunos bancos públicos.

Como se menciona más adelante, las ventas de acciones de ISA e Isagen se encuentran aplazadas para el segundo semestre del año. El aplazamiento aumentó la incertidumbre, debido a sus conse-

Cuadro 1. PROGRAMA DE PRIVATIZACIONES ACORDADO CON EL FMI 2000

	Monto (US\$ mill.)	Monto (mill. \$)	Fecha (trimestre)
Isagen	385	789	Primero
Carbocol	450	922	Segundo
ISA	380	779	Segundo
Distribuidoras eléctricas	250	512	Tercero
Bancos y corporaciones	500	1.025	Cuarto
Total	1.965	4.027	-
% del PIB	2,3	-	-

Fuente: Fedesarrollo.

cuencias sobre el programa fiscal del gobierno. Por otra parte, se espera concluir el proceso de privatización de Carbocol en septiembre del 2000.

El programa ha generado alguna oposición de congresistas, analistas económicos y hasta del ELN, organización que ha manifestado su opinión reduciendo el posible valor de venta de ISA mediante acciones terroristas (114 torres de ISA derribadas en el primer trimestre del año). El argumento central en

¹ Investigador Asociado de Fedesarrollo.

² Investigadora y Editora de Coyuntura Económica de Fedesarrollo.

contra de estas privatizaciones, particularmente de ISA e Isagen, es que no se deberían vender activos estatales muy rentables (las "joyas de la corona", según el término usado para expresar esta opinión) y menos aún, dos de las empresas públicas más grandes del país.

Simultáneamente el Gobierno Nacional ha venido capitalizando algunas entidades financieras públicas, para evitar una crisis financiera. Este segundo proceso, que constituye un movimiento en sentido contrario al de las privatizaciones, es criticable por el volumen de recursos públicos comprometido (estimado en \$5,3 billones, o 3,7% del PIB) y porque no ha considerado la posibilidad de liquidar algunas entidades que se capitalizaron, en lugar de seguir inyectándoles recursos públicos, alternativa que puede ser mucho menos costosa socialmente. Esta alternativa debe empezar a explorarse, dado que su evolución post-capitalización sigue siendo desfavorable.

Dada la importancia de estos procesos para la economía y las finanzas públicas, hemos querido participar en este debate. Nuestra intervención se divide en tres secciones, además de esta introducción. La primera sección es de carácter conceptual y en ella se mencionan los criterios económicos que el Gobierno debería tener en cuenta para decidir si privatiza o no una empresa y para fijar el precio mínimo de venta. Estos criterios, que nunca han sido explícitamente considerados en Colombia como base para la toma de estas decisiones, se resumen básicamente en el logro del objetivo de maximización del bienestar social. La segunda sección aplica en forma simple estos criterios a algunas de las empresas a privatizar, más como un ejercicio especulativo para indicar los aspectos claves sobre los cuales se debe centrar la discusión de si privatizar o no y a qué precio. La tercera sección se dedica a discutir algunos aspectos críticos del proceso simultáneo de capitalización y estatización de enti-

dades financieras, describiendo la evolución reciente de las entidades capitalizadas, estimando el costo de liquidar algunas de estas entidades y comparándolo con el de seguir apoyándolas.

II. CRITERIOS PARA TOMAR LA DECISIÓN DE PRIVATIZAR Y PARA FIJAR UN PRECIO MÍNIMO DE OFERTA

Generalmente la privatización de una empresa pública en Colombia se decide, ya sea porque la entidad viene generando pérdidas en forma sistemática y/o con base en criterios políticos, o por presiones fiscales. Por su parte, el precio mínimo de oferta se establece con base en una valoración privada de la empresa. Este enfoque es el que Jones et al (1990) han denominado el enfoque de la Escuela *Wall Street* de privatizaciones. Este enfoque ve la venta de una empresa pública como un proceso similar al de la venta de una empresa privada y por ello cree que todo lo que se necesita es contratar una firma de contabilidad entre las "Big Eight" (Jones et al, 1990). Este enfoque es relativamente fácil de aplicar, pero no es suficiente.

El problema con este enfoque es que al Gobierno, como fiduciario de todos los intereses de la sociedad, le interesa la operación de la empresa después de la venta, pues afecta el bienestar social. A un vendedor privado esto no le importaría. La valoración privada captura el valor de la empresa para los potenciales compradores, pero ignora los intereses de los consumidores, trabajadores y otros actores que deben ser protegidos por el Gobierno. Por ello, el Gobierno debe estimar el valor social de la empresa después de su venta (Jones et al, 1990) y comparar este valor con el que tiene antes de la venta. Esta metodología no es otra cosa que la aplicación del análisis de beneficio/costo social, aplicado a los procesos de privatización.

No se es sin embargo tan ingenuo como para creer que este enfoque tecnocrático de las decisiones de privatización reemplazará los elementos políticos e ideológicos que determinan la decisión; sin embargo, tampoco se es tan cínico como para creer que no puede complementar estos elementos (Jones et al, 1990). El objetivo del enfoque tecnocrático es informar la discusión mediante un detallado análisis de los factores a considerar, y reducir el alcance de la discreción política mediante la cuantificación de los pisos y techos de los costos y beneficios (Jones et al, 1990).

El análisis de beneficio/costo social resulta de comparar el nivel de bienestar de los grupos afectados después de la privatización (en valor presente, bajo un horizonte razonable), con el nivel de bienestar antes de la privatización. Estos niveles de bienestar representan los valores sociales de la empresa antes y después de la venta. Es decir, el valor social de la empresa en cualquiera de los escenarios es la suma de aquellos componentes de los niveles de bienestar de los grupos que podrían ser afectados por las operaciones de la empresa. Entre los grupos afectados se encuentran generalmente los usuarios del servicio que provee la empresa, sus trabajadores, el Gobierno, los inversionistas y quienes perciben costos o beneficios ambientales. Una vez identificados y valorados los niveles de bienestar de estos grupos, se procede a agregarlos, para determinar si la privatización fue favorable desde el punto de vista del bienestar social. Para agregarlos es necesario ponderarlos. Las ponderaciones generalmente se derivan de consideraciones distributivas (por ejemplo, un peso de ingreso de los ricos podrá contribuir menos al bienestar social, que un peso para los pobres), o de consideraciones de eficiencia (por ejemplo, impuestos u otras distorsiones pueden hacer que un peso de ingreso gubernamental desplace más de un peso de consumo).

El ejercicio de determinación del cambio en el bienestar (ΔW) consiste, en consecuencia, en cuantificar los diversos componentes del lado derecho de la ecuación (1), donde los λ 's corresponden a los ponderados mencionados:

$$\Delta W = \lambda_u \Delta U + \lambda_c \Delta C + \lambda_g \Delta G + \lambda_l \Delta L + \lambda_a \Delta A \quad (1)$$

El primer componente de (1), ΔU , el cambio en los beneficios para los accionistas, se mide por el cambio en las utilidades de la empresa. Para los usuarios del servicio, el cambio en el excedente del consumidor (ΔC) es la medida natural del impacto sobre el bienestar de éstos, que resulta de los cambios en tarifas. Con respecto a los ingresos de los gobiernos (ΔG), éstos incluyen los cambios tanto en los ingresos por impuestos directos como indirectos. El cuarto componente, (ΔL), que mide el impacto de la privatización sobre los trabajadores, está relacionado con el cambio en el tamaño de la planta de personal y en el salario promedio pagado. El último componente (ΔA), que recoge los efectos ambientales, se mide por ejemplo por el impacto sobre la salud de los habitantes. Generalmente se asume que $\lambda_c = 1$ y se expresan los demás λ 's en unidades equivalentes de consumo.

Normalmente se espera que las privatizaciones aumenten la eficiencia de las empresas, y en consecuencia las utilidades (AU).

Sin embargo, es claro que si la empresa queda en manos de inversionistas extranjeros, las utilidades salen del país, no beneficiándose de ellas los ciudadanos nacionales. Sin embargo, si las utilidades aumentan fuertemente con la venta de la empresa a inversionistas extranjeros, los gobiernos perciben mayores ingresos tributarios. Si además se desea que los gobiernos perciban ingresos por dividendos después de la privatización, basta que se mantengan como accionistas de la empresa, mediante la

privatización parcial de la empresa, o la capitalización. La privatización parcial permite obtener las ventajas de los dos tipos de propietarios, sin tener que sufrir sus consecuencias negativas. De los propietarios privados se obtiene un manejo más eficiente de la empresa y de los públicos la posibilidad de proteger los intereses de los usuarios (y de la ciudadanía en general). De todas formas, si se toma seriamente la noción de que los ciudadanos son los propietarios últimos de las empresas públicas, y se venden acciones teniendo en cuenta también este criterio ("capitalismo popular"), se evitan las acusaciones de favoritismo e inequidad y se aumenta el bienestar social.

Las privatizaciones pueden no conducir a mejoras tarifarias y en la calidad del servicio, cuando estas variables están reguladas. Este es el caso de los servicios públicos en Colombia, que por estar regulados, la definición de las fórmulas tarifarias y de los parámetros de calidad no tienen porqué cambiar con la privatización. Si bien es posible que cuando se vende un monopolio al sector privado haya incentivos a no mejorar la calidad del servicio, la existencia de una regulación creíble y que se haga cumplir puede obviar este tipo de problemas.

El impacto de las privatizaciones sobre los trabajadores es a priori incierto. Si bien es cierto que después de la venta generalmente se reduce la planta de personal, lo que no es cierto es que el impacto neto de esta operación sobre el bienestar de los trabajadores sea necesariamente negativo. El recorte de la planta se realiza en muchos casos mediante planes de retiro voluntario y jubilaciones anticipadas. Estos planes vienen generalmente acompañados de bonificaciones generosas, que en el caso del retiro voluntario equivalen a varios años de trabajo, lo que proporciona al trabajador un plazo más que suficiente para mejorar su capacitación y emplearse en otras empresas. Además, en muchos casos los

planes de retiro vienen también acompañados de capacitación para el reemplazo. En el caso de jubilaciones anticipadas, estas permiten que el trabajador se emplee en otras empresas y aún así reciba pensión.

Esta crítica tampoco tienen en cuenta el hecho de que si bien con las privatizaciones el empleo directo generalmente tiende a reducirse, el indirecto puede aumentar. Ello por tres razones. La primera y más simple, es que las empresas privatizadas tienden simultáneamente a aumentar el "outsourcing", contratando externamente aquellas actividades que consideran que un contratista desarrollaría más eficientemente que la misma empresa, como el mantenimiento, la facturación, el recaudo, la limpieza, etc.

La segunda razón, es que las plantas de las empresas y entidades públicas generalmente están sobredimensionadas como resultado de la interferencia política y de las prácticas clientelistas, manteniéndose dentro de ellas a personal completamente improductivo. En esas circunstancias, el recorte de las plantas aumenta la eficiencia de los trabajadores que permanecen en la empresa y permite que los trabajadores retirados se empleen más productivamente en otras empresas (o actividades). Ello a su vez aumenta la eficiencia de la economía, lo que se traduce en aumentos de competitividad y, tarde o temprano, en mayor empleo a nivel agregado. Finalmente, la tercera razón es que a menudo las empresas privatizadas tienden a invertir más de lo que invertían cuando eran empresas públicas (y de manera más eficiente), y esas mayores inversiones producen un efecto multiplicador mayor sobre el empleo.

Con respecto a los salarios de los trabajadores que permanecen en la empresa, lo que muchas veces ocurre es que con la privatización es que se cam-

bien las prácticas salariales, pasándose de un esquema de remuneraciones basado en las influencias políticas o la presión sindical, a uno basado en el esquema que favorece a los trabajadores más productivos. La privatización también da lugar a procesos más transparentes de selección, promoción y despido de personal, y a mejoras en la seguridad industrial, y en consecuencia a reducciones en la accidentabilidad laboral.

A. ¿Debe la empresa privatizarse?

Podemos obtener ahora la expresión básica para tomar la decisión de privatizar. Si Z es el precio de venta de la empresa, se puede determinar el cambio en el bienestar social como resultado de la venta de la empresa a un comprador particular, de la forma siguiente:

$$\Delta W = V_{sp} - V_{sg} + (\lambda_g - \lambda_p) Z \quad (2)$$

El primer término de la derecha nos da el bienestar social después de la venta, el segundo término, el bienestar social antes de la venta y el tercer término, el efecto sobre el bienestar de la transacción misma. Note que el V_{sp} puede ser diferente para distintos compradores y será mayor entre más eficiente el comprador. De allí la importancia de seleccionar bien la firma compradora, no sólo con base en el mayor Z , sino también la mayor experiencia y capacidad, pues estas garantizan mayor eficiencia.

El objetivo del Gobierno es maximizar el bienestar. Para ello, ΔW debe ser positivo; de otra forma, el gobierno no deberá vender. La regla de venta es en consecuencia la siguiente:

Venda la empresa si:

$$\Delta W = V_{sp} - V_{sg} + (\lambda_g - \lambda_p) Z > 0 \quad (3)$$

Esta expresión puede reordenarse:

$$V_{sp} + (\lambda_g - \lambda_p) Z > V_{sg} \quad (4)$$

La regla simplemente dice que el Gobierno debe vender la empresa si el bienestar social bajo propiedad pública es menor que bajo propiedad privada, más una prima de venta.

Podría pensarse que cuando λ_g es mucho mayor que λ_p , la venta es más probable. Esto explicaría el mayor interés gubernamental en las privatizaciones después de una crisis fiscal y de balanza de pagos. Esta conclusión es sin embargo prematura, pues λ_g y λ_p también entran en los cálculos de V_{sp} y V_{sg} como multiplicadores de los ingresos tributarios y de las utilidades del Gobierno en un caso y de las utilidades de la empresa en el otro caso.

Si $\lambda_g > \lambda_p$, la regla de venta puede escribirse como:

Venda la empresa si:

$$Z > \frac{V_{sg} - V_{sp}}{(\lambda_g - \lambda_p)} \quad (= Zg) \quad (5)$$

El lado derecho de la expresión representa el precio mínimo que el Gobierno debe aceptar por la empresa, o precio de oferta del Gobierno (Zg). De la desigualdad (5) se deduce que si el bienestar social es mayor bajo operación privada que bajo operación pública ($V_{sp} > V_{sg}$) y ($\lambda_g > \lambda_p$), el precio será negativo, lo que significa que el Gobierno deberá pagar al sector privado para que este se quede con la empresa (Jones et al, 1990). Es decir, si la sociedad (la nación) está económicamente mejor con la empresa en manos privadas, el Gobierno deseará pagarle una suma a la empresa privada para lograr esta mejora. Ello podría ocurrir por ejemplo si la empresa está perdiendo dinero bajo la operación

gubernamental, pero se vuelve viable bajo operación privada, sin que ello además implique otros costos sociales. Esta conclusión, podría escandalizar a las Contralorías que inmediatamente abrirían juicio fiscal por detrimento patrimonial.

Finalmente, si $\lambda_g < \lambda_p$, el sentido de la desigualdad se invierte y el Gobierno ya no tendrá un precio mínimo de oferta sino un precio máximo.

¿Cuál es la razón de establecer un precio mínimo de oferta? En países como Colombia generalmente no se va a observar en la subasta un gran número de compradores y vendedores, debido a la estrechez del mercado de capitales. Para reducir la posibilidad de colusión en las ofertas, es bueno que el Gobierno tome un rol activo en valorar la empresa y definir el precio de reserva, para además mejorar su posición negociadora.

B. ¿A qué precio debe venderse?

Cabe anotar que el precio mínimo de oferta no es el precio al cual la venta debe efectivamente ejecutarse. El precio de venta debe ser tal que se maximice $\partial\Delta W$. El precio de venta afecta el bienestar social tan sólo a través del factor $(\lambda_g - \lambda_p)$:

$$\partial\Delta W/\partial Z = (\lambda_g - \lambda_p) \quad (6)$$

El caso más razonable es aquel en que $\lambda_g > \lambda_p$. En este caso: $\partial\Delta W/\partial Z > 0$ y el Gobierno debería tratar de obtener el más alto valor de venta posible¹. Este valor es el máximo valor que un comprador privado deseará pagar:

¹ Si se estructura el proceso de venta de tal forma que se pueda extraer de los oferentes el máximo precio de oferta, mediante la utilización de mecanismos de subasta transparentes, competitivos y que eviten la colusión entre licitantes, difícilmente el argumento se sostiene.

$$Z^* = Z_p = V_{pp} \quad (7)$$

El límite inferior y el superior de precios son Z_g y Z_p . El primero representa el precio bajo el cual la sociedad no gana ni pierde con la transacción; y el segundo, el precio al cual el comprador es indiferente entre comprar la empresa o no cambiar su portafolio.

III. UN EJERCICIO ESPECULATIVO DE APLICACION DEL ANALISIS DE BENEFICIO/COSTO SOCIAL A LAS PRIVATIZACIONES PROPUESTAS

En esta sección se utiliza el esquema analítico de la sección anterior para evaluar ex-ante la decisión de privatizar ISA e Isagen y para definir un precio mínimo de oferta. Queremos recalcar que los ejercicios realizados tienen tan sólo el objetivo de ilustrar la aplicación del análisis de beneficio-costosocial a los procesos de privatización de las empresas mencionadas, y que se hicieron con información muy limitada y con supuestos discutibles. En consecuencia, sus conclusiones no deben tomarse como una recomendación de política de quienes suscriben este artículo. De hecho, los autores estamos realizando en la actualidad un ejercicio de cuantificación de los impactos sobre el bienestar más rigurosos y con mucha mayor información y supuestos más pausibles, que daremos a conocer en un artículo posterior.

A. ISA

ISA es propietario de cerca del 75% del Sistema de Transmisión Nacional. Los activos de ISA en diciembre de 1999 ascendían a \$3.2 billones y los pasivos a \$1.6 billones. El Gobierno Nacional posee en ISA el 76.1% de las acciones. El Consejo de Ministros aprobó en octubre 15 de 1999 la venta de

esta participación por un precio mínimo de US\$ 1.357 millones, de los cuales US\$900 millones corresponden a deuda de ISA y US\$400 millones a patrimonio. Estas sumas incluyen a Transelca y el negocio de telecomunicaciones de ISA (que opera como filial bajo el nombre de Internexa). Sin embargo, el Decreto al respecto no salió firmado.

En la Asamblea de accionistas del 30 de marzo del 2000 se decidió vender un porcentaje de acciones de ISA a través de un proceso de participación ciudadana. Se ha especulado que podría ser del 10%, aunque no hay una decisión definitiva al respecto. Este porcentaje se ofrecería al público en general a través de bancos y corredores de bolsa. Para ello se ha solicitado la aprobación de la Superintendencia de valores. Se ha pensado ofrecer incentivos a estos compradores, descontando el 10% del valor en las ventas a crédito y el 5% en las ventas al contado.

Todavía se está estudiando el esquema a adoptar con respecto a este proceso de "democratización", que se espera tener listo para el segundo semestre de este año. El Gobierno contrató una encuesta con el fin de conocer el grado de aceptación y el monto que estarían dispuestos a invertir los colombianos en la empresa. En 1997 ISA realizó un primer intento de democratización y capitalización, que fue suspendido en razón de la crisis asiática. En ese momento, entre 70 mil y 120 mil colombianos estaban interesados en comprar acciones de ISA, lo que había llevado a una meta de emisión de acciones de \$82 mil millones. Vale la pena mencionar que el porcentaje a vender al público en general sería adicional al que se vendería al sector solidario (empleados, fondos de pensiones y cooperativas).

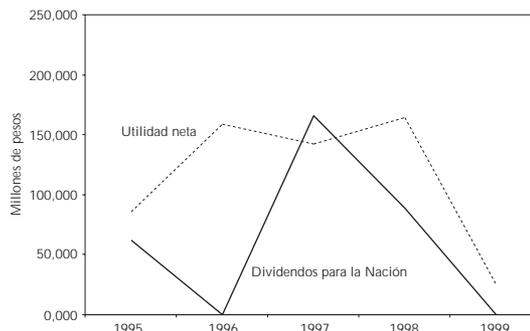
El Gráfico 1 y el Cuadro 2 muestran la evolución desde mayo de 1995, año en que ISA se escindió en dos empresas (ISA e Isagen), de algunas de las

variables que determinan el bienestar social asociado con la operación de ISA. Las cifras muestran una caída de 10.3% en las utilidades en 1997 y otra muy fuerte en 1999. En promedio ISA registró utilidades anuales de \$115.151 millones entre 1995 y 1999. La distribución de dividendos a la Nación ha sido por su parte muy volátil; en promedio fue de \$89.174 millones entre 1995 y 1999. El pago de impuestos por su parte fue de \$11.539 millones en promedio anual en ese mismo período y los gastos ambientales de \$6.209 millones anuales.

En los cuadros y gráficos no se registran las cifras del tamaño de la planta y el costo de ésta. ISA tenía en diciembre de 1999 un total de 863 empleados, de los cuales 732 tenían contrato a término indefinido, 109 a término fijo y 22 eran aprendices del SENA y estudiantes en práctica. Esta planta costó en 1999 un total de \$80.013 millones, cifra que incluye no sólo salarios, prestaciones sociales, bonificaciones y auxilios, capacitación, aportes, etc., sino también pensiones de jubilación.

¿Qué efectos de importancia sobre el bienestar social podrían esperarse de la privatización de ISA? Hagamos un ejercicio especulativo:

Gráfico 1. ISA: UTILIDAD NETA Y DIVIDENDOS PARA LA NACIÓN



Fuente: ISA.

Cuadro 2. ISA: IMPACTOS SOBRE EL BIENESTAR SOCIAL
(Millones de pesos)

	1995	1996	1997	1998	1999
Utilidades Netas	85.742	158.471	142.139	164.473	24.933
Dividendos Nación	61.802	0	165.520	89.169	0
Impuestos y Contrib.	23.561	2.037	10.796	7.633	13.672
Contrib. Ambientales	3.989	4.796	3.661	11.105	7.497

Fuente: ISA

- ❑ Determinar el impacto sobre los usuarios es una tarea compleja y de difícil cuantificación; en consecuencia, descartamos este efecto en nuestra discusión. No creemos sin embargo que la privatización de ISA pueda afectar el ritmo óptimo de expansión de la transmisión.
- ❑ Es muy probable que la planta de ISA se reduzca. Sin embargo, las reducciones se producen vía planes de retiro voluntario y jubilación anticipada y los nuevos dueños continúan honrando los derechos y beneficios existentes de los empleados. Además, esos planes generalmente implican que los trabajadores que se acogen perciben una suma que equivale a varios años de trabajo y capacitación para el reempleo. Es por lo tanto plausible asumir que el impacto neto sobre los trabajadores en el corto y mediano plazo (15 años) es más o menos neutro. Sin embargo, para no ser calificados de sesgados, asumamos que este impacto es negativo en \$20 mil millones por año (en pesos constantes).
- ❑ Es posible que, como consecuencia de una mayor eficiencia, las utilidades de ISA aumenten. Sin embargo, puesto que la empresa se privatiza, la Nación no va a seguir percibiendo dividendos. Estos los recibe en nuevo dueño. Si es colombiano, vamos a suponer que percibe \$10 mil millones adicionales por año. Si este fuera

extranjero, el impacto sobre el bienestar sería nulo.

- ❑ Mayores ingresos y utilidades significan sin embargo mayores pagos por impuestos y mayores contribuciones ambientales. Vamos a suponer que los impuestos aumentan en promedio en \$10 mil millones por año y los gastos ambientales en \$4 mil millones.

Bajo estos supuestos, la pregunta pertinente sería la siguiente: ¿A qué precio mínimo debería venderse ISA para que su venta genere un impacto positivo sobre el bienestar social? Como conocemos el precio mínimo de venta, otra forma de plantear la pregunta sería la siguiente: ¿Ese precio mínimo es suficiente para garantizar un impacto positivo sobre el bienestar? El Cuadro 3 resume los resultados de este ejercicio especulativo.

La diferencia anual entre la situación antes y después de la privatización es de \$4 mil millones. Esta diferencia debe traerse a valor presente para obtener un valor del cambio total en el bienestar y compararlo con el precio mínimo de oferta ya establecido (US\$1.357 millones). Nótese dos cosas: que los supuestos sobre el impacto de la privatización son conservadores; y que el hecho de que se venda o no a nacionales podría modificar los resultados en forma importante. Sin embargo, esto no tiene en

Cuadro 3. EFECTOS SOBRE EL BIENESTAR DE LA PRIVATIZACIÓN DE ISA (Millones de \$ de 1999)

	Pre-Privatización	Post-Privatización
Usuarios	-	-
Accionistas	89.174	99.174
Gobierno: Impuestos	11.539	21.539
Gobierno: Cont. Amb.	6.209	10.209
Trabajadores	80.013	60.013
Total anual	186.935	190.935

Fuente: ISA; cálculos de los autores.

cuenta el hecho de que una firma extranjera podría aumentar considerablemente los demás resultados.

La agregación de los efectos sobre el bienestar se hizo sin ponderarlos. Si se diera una ponderación de 2.0 a los ingresos de los trabajadores y del Gobierno y una ponderación de 1,0 a los de los accionistas, la diferencia anual entre la situación antes y después de la privatización es de \$91 mil millones. Esta suma, traída a valor presente a una tasa de descuento del 30%, ascendería a \$303 mil millones, valor que es muy inferior al precio mínimo de oferta que se estableció en \$900 mil millones. En consecuencia, si ISA se vendiera a ese precio, el impacto sobre el bienestar de esa venta sería muy positivo.

B. Isagen

El proceso de reestructuración de Isagen fue aprobado en el programa de privatización mediante el Decreto 1738 de septiembre de 1999. El Gobierno espera por su venta unos ingresos de alrededor de US\$385 millones. La primera etapa de reestructuración plantea un prepagó de las deudas que Isagen tiene y cuya totalidad está respaldada por la Nación. Esta acción permite levantar todas las garantías otorgadas por la Nación con el fin de que en el proceso de venta el Estado no quede comprometido

en ningún aspecto. Para ello, se planteó adelantar la cancelación de parte de los compromisos adquiridos. De esta manera de los \$610.000 millones que se deben a la Financiera Energética Nacional (FEN) se cancelarán inicialmente \$400.000 millones, recursos que están en caja, y los restantes \$210.000 millones los deberá cubrir el nuevo propietario en un plazo de tres meses, una vez asuma el control de la empresa.

Otro de los pasos fundamentales tiene que ver con una reducción de capital por \$321 mil millones, que consiste en sacar del balance los activos no operativos que Isagen tiene en cuentas por cobrar y que son dineros difíciles de recuperar, pues corresponden a deudas con entidades públicas en mala situación financiera. La reducción de capital requiere de la autorización de la Superintendencia de Sociedades y del Ministerio de Trabajo. La solicitud de autorización fue hecha en noviembre, pero fue necesario reiniciar el trámite en enero.

Cuando se abrió oficialmente la licitación en septiembre para vender las 528.312 acciones de Isagen, el plazo que se dio para que los interesados presentaran su oferta fue el 15 de noviembre, pero esa fecha se debió postergar debido a que no se había podido concretar la estructura de venta. Entonces se fijó una nueva fecha para el 6 de diciembre, pero los inversionistas estratégicos le solicitaron al gobierno una nueva prórroga para poder estudiar más detenidamente la estructura del negocio. Así las cosas, el gobierno decidió entonces fijar como fecha de entrega de las propuestas el 20 de enero.

Aunque la solicitud de autorización a la Superintendencia de Sociedades para la reducción de capital fue radicada el 4 de noviembre del año 1999, por solicitud de dicho organismo fue necesario realizar una nueva asamblea de accionistas en Isagen el pasado 7 de enero. En febrero la Asamblea de

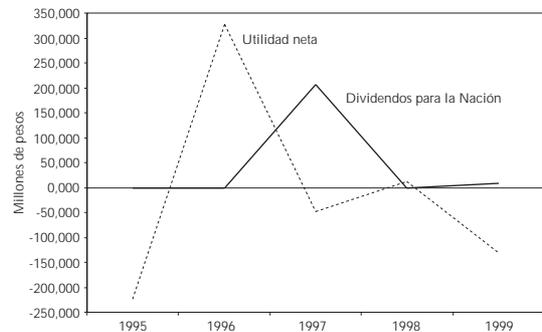
Accionistas aprobó la corrección de los balances. Por esta razón, el trámite de autorización fue reiniciado. De ahí que fuera necesario aplazar el plazo de oferta pública de acciones al sector solidario.

El 20 de enero el Gobierno anunció que se aplazaba para marzo 21 la oferta pública de las acciones debido a que la Superintendencia de Sociedades no había aprobado la reducción de capital propuesta por la banca de inversión y aprobada por el gobierno dentro del plan de reestructuración de la empresa para su venta. Debido a que la Superintendencia seguía sin aprobar la reducción de capital y a que EPM solicitó más plazo para participar en el proceso, el Gobierno decidió en marzo prorrogar hasta junio del 2000 la venta de la empresa.

El Gráfico 2 y el Cuadro 4 muestran la evolución desde mayo de 1995 de algunas de las variables que determinan el bienestar social asociado con la operación de Isagen. Como mera ilustración, el Cuadro 5 compara la evolución de las mismas variables antes y después de la escisión de ISA (es decir, en 1995), agregando las cifras de las dos empresas en el segundo período.

Las cifras muestran una volatilidad muy fuerte en las utilidades y pérdidas muy altas en 1995 y 1999 (Cuadro 4 y Gráfico 2). En promedio Isagen registró

Gráfico 2. ISAGEN: UTILIDAD NETA Y DIVIDENDOS PARA LA NACIÓN



Fuente: Isagen

utilidades anuales negativas de \$12.330 millones entre 1995 y 1999. La distribución de dividendos a la Nación ha sido por su parte muy volátil; en promedio fue de \$43.131 millones entre 1995 y 1999. El pago de impuestos por su parte fue de \$2,612 millones en promedio anual en ese mismo período; y los gastos ambientales, de \$10.367 millones anuales.

En los cuadros y gráficos de Isagen tampoco se registran las cifras del tamaño de la planta y el costo de esta. Isagen tenía en diciembre de 1999 un total de 395 empleados, cuyo costo en ese año fue de \$26.011 millones.

Cuadro 4. ISAGEN: IMPACTOS SOBRE EL BIENESTAR SOCIAL (Millones de pesos)

	1995*	1996	1997	1998	1999
Utilidades Netas	-222.800	327.733	-48.056	11.797	-130.326
Dividendos Nación**	0	0	207.504	0	8.163
Impuestos y Contrib.	5.971	598	692	2.714	3.089
Contrib. Ambientales	7.129	12.901	9.610	9.743	12.455

* Período mayo-diciembre después de escisión

** Las utilidades transferidas corresponden a las generales en el año anterior

Fuente: Isagen.

El Cuadro 5 resume los resultados de un ejercicio especulativo de cálculo del impacto sobre el bienestar de la privatización de Isagen, similar al realizado para ISA.

La diferencia anual entre la situación antes y después de la privatización es también de \$4 mil millones, como en el caso de ISA. Ponderando los efectos sobre el bienestar de manera similar a como se hizo con ISA y trayendo las diferencias a valor presente, se obtiene un valor de \$150.436 millones. Esta suma es también muy inferior a los ingresos esperados por la venta de Isagen, de \$789 mil millones (US\$385 millones). Si Isagen se vendiera por al menos ese valor, el impacto sobre el bienestar de esa venta sería muy positivo.

De nuevo, queremos enfatizar que esta conclusión no debe tomarse como una recomendación de política, pues resulta de un ejercicio puramente ilustrativo de la aplicación del análisis de beneficio-costosocial a la privatización de la empresa y no de una utilización rigurosa de estos métodos.

II. LAS ENTIDADES PÚBLICAS DEL SECTOR FINANCIERO

Como se mencionó en el capítulo anterior, dentro del acuerdo con el FMI el Gobierno de Colombia

Cuadro 5. EFECTOS SOBRE EL BIENESTAR DE LA PRIVATIZACIÓN DE ISAGEN (Mill. de \$ de 1999)

	Pre-Privatización	Post-Privatización
Usuarios	-	-
Accionistas	43.131	53.131
Gobierno: Impuestos	2.612	4.612
Gobierno: Cont. Amb.	10.367	12.367
Trabajadores	26.011	16.011
Total anual	82.121	86.121

Fuente: Isagen.

estableció el compromiso de privatizar entidades públicas del sector financiero para el año 2000 por un monto de recursos de US\$500 millones. Hasta la negociación con el FMI, el Gobierno se había mostrado reticente a privatizar sus bancos. Pero el significativo monto de recursos proyectado a principios de 1999 que debía ser inyectado para su capitalización (que terminó siendo casi el doble), y las severas dificultades por las que atraviesan estas entidades, en parte por serios problemas de corrupción, de ineficiencia y de incentivos incorrectos, hizo que las autoridades accedieran finalmente a su venta a inversionistas internacionales.

A. Desempeño de los bancos públicos frente a los privados

El descalabro de los bancos públicos no es un historia reciente. Un análisis detallado de la información del sistema financiero desde mediados de la década, revela que los establecimientos públicos tuvieron un desempeño muy inferior al del sector privado. Incluso, la crisis que enfrentan las entidades públicas desde 1998, ha sido mucho más pronunciada que en los establecimientos de crédito privados.

Algunos indicadores ilustran bien este punto: el indicador de calidad de la cartera de los bancos públicos (Cartera Vencida / Cartera Bruta) llega hoy a niveles de 27%, mientras que aquel de los privados es de 13%; los depósitos han caído a tasas superiores a las de las entidades privadas, con incrementos temporales que responden a las capitalizaciones; la cartera neta, consecuencia en buena parte del deterioro del riesgo crediticio y el riesgo de liquidez -reflejados en los dos indicadores anteriores- ha caído de una manera más pronunciada que en el caso de los privados; la rentabilidad se ha reducido en forma más marcada; y la capacidad patrimonial es menor que en resto de entidades (Gráficos 3, 4, 5, 6 y 7)

Gráfico 3. CALIDAD DE LA CARTERA CON CASTIGOS (%)

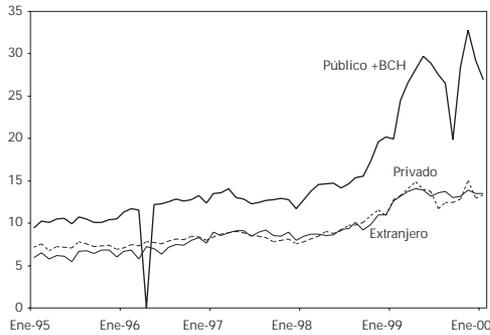


Gráfico 6. UTILIDAD SOBRE ACTIVOS (%)

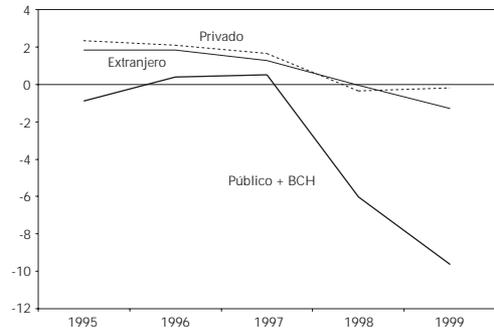


Gráfico 4. CRECIMIENTO REAL DE LOS DEPÓSITOS (%)

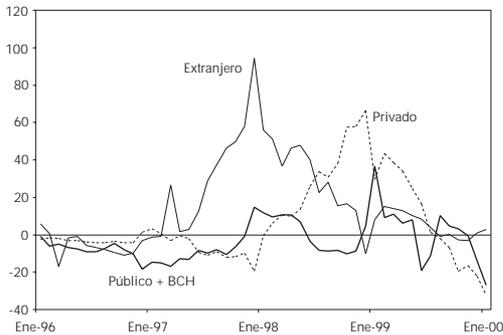


Gráfico 7. UTILIDAD/PÉRDIDA (Billones de pesos)

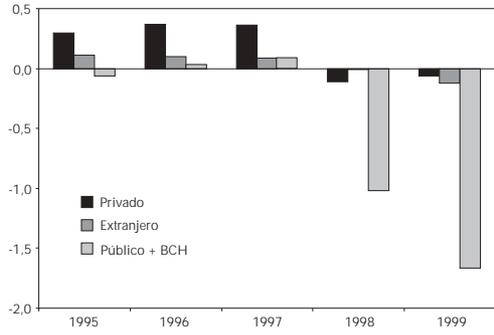
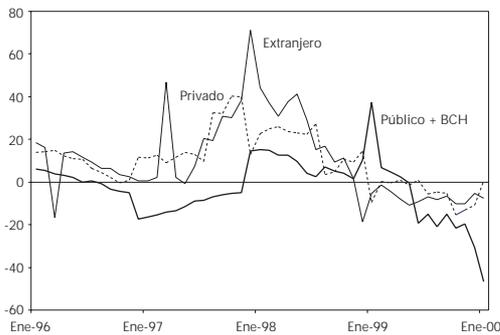


Gráfico 5. CRECIMIENTO REAL DE LA CARTERA NETA



Fuentes: Superintendencia Bancaria

B. Capitalizaciones

La opción del Gobierno de mantener las entidades financieras públicas ha resultado bastante costosa para el país. Mientras se está tomando la decisión de privatizar empresas del Estado, en particular del sector minero-energético y de las telecomunicaciones, el Gobierno ha optado por mantener las entidades públicas del sector financiero y capitalizarlas para sacarlas de la profunda crisis.

En efecto, desde noviembre de 1998 con el decreto de Emergencia Económica, y frente al desempeño desfavorable de las entidades financieras estatales

y de las enormes pérdidas arrojadas, las autoridades decidieron inyectarle recursos públicos a través de Fogafin. Las capitalizaciones que originalmente se estimaron en \$3 billones de pesos, hoy ascienden a \$5.2 billones, donde el mayor monto de recursos irrigados frente a lo estimado es el reflejo del catastrófico desempeño de los establecimientos de crédito públicos en el último año y de los severos problemas de liquidez que dichas entidades afrontan (Cuadro 6).

A pesar de los esfuerzos del Gobierno, las capitalizaciones, que representan el 3,6% del PIB, no han tenido el efecto esperado. Los depósitos han man-

Cuadro 6. ENTIDADES PÚBLICAS CAPITALIZADAS CON RECURSOS DE FOGAFIN (Miles de millones)

Entidad	Capitalización	Fecha
Banco Agrario	30 junio de 1999	150
Banco del Estado	31 de agosto de 1999	763
	30 septiembre de 1999	60,1
	29 octubre de 1999	30,2
	30 noviembre de 1999	39,8
	29 diciembre de 1999	347
Subtotal		1240,1
Bancafé	29 septiembre de 1999	587,6
		930
	1 octubre de 1999	12,4
Subtotal		1530
BCH	30 julio de 1999	325
	24 agosto de 1999	75
	29 septiembre de 1999	150,3
	Febrero del 2000	690
	Marzo del 2000	15
		334,8
Subtotal		1590,1
IFI	Agosto de 1999	100
Grahanorrar	Agosto de 1999	307
	Diciembre de 1999	22
	Enero del 2000	250
Subtotal		579
FES		90
Total		5279,1

Fuente:

tenido una tendencia decreciente y su aumento fue sólo temporal, la cartera se recuperó después de las capitalizaciones pero posteriormente se deterioró de nuevo, y las pérdidas siguieron creciendo. Estas últimas fueron de casi \$2 billones en enero de 2000, más del 90% de las pérdidas totales arrojadas por el sistema.

Pero al mismo tiempo que las medidas de apoyo no ha recuperado los balances de los bancos, los costos fiscales de las capitalizaciones son cada vez más importantes. Al igual que en caso de la banca privada (Resolución 006 de junio de 1999), las capitalizaciones a la banca pública se han hecho a través de bonos emitidos por Fogafin, los cuales están respaldados con recursos de la Nación contra vigencias futuras. Esto es, no tienen contraparte en las cifras de gasto público presente pero si en el de los próximos años.

Los cálculos hechos a principios de 1999, cuando el monto se estimaba en \$3 billones, indicaban que los bonos, que tendrán un plazo de 9 años, empezarían a rendir intereses a partir del año 2000, y en el 2001 el Gobierno Central iniciaría el pago de capital. Este último se haría cada dos años por un monto equivalente a \$713 mil millones. Los intereses serían pagados cada año desde el 2000 hasta el 2009 en los siguientes montos en miles de millones: \$158, \$615, \$492, \$492, \$369, \$369, \$246, \$246, \$123, \$91. Estos montos se consideran gasto del Gobierno Central y se incluyen en el rubro de "Préstamo Neto". Con las nuevas cifras de \$5,2 billones, evidentemente los costos anuales para la próxima década serán mayores.

C. Privatizar vs liquidar

Aunque el Gobierno ha reconocido la necesidad de privatizar los bancos, o por lo menos algunos de

ellos (se ha exceptuado el Banco Agrario), no parece muy probable que las ventas puedan llevarse a cabo en el corto plazo, debido, entre otros factores, a la crítica situación del sector financiero en general y al estado actual de la banca pública.

Pero ante los enormes costos que las capitalizaciones generaron en un año y la incertidumbre sobre su venta a agentes privados, queda abierta la pregunta de si no es mejor opción proceder a liquidar en forma inmediata las entidades.

Un cálculo muy preliminar y que está siendo objeto de un estudio más detallado sobre el tema permite pensar que, descontando las dificultades políticas que conllevan las liquidaciones, podría resultar menos costoso para el país cerrar los bancos públicos que seguirle inyectando recursos. Los depósitos

de los bancos públicos -que sería el costo que tendrían que asumir las autoridades- ascendía a 5,1% del PIB en enero del 2000, cifra que podría reducirse sustancialmente si se descuenta el seguro de los depósitos. una comparación de monto con un valor de las capitalizaciones que hasta hoy representa el 3,7% del PIB, plantea el interrogante de si la liquidación no representa un costo menor, habida cuenta de que las capitalizaciones pueden seguir aumentando.

En esta dirección el Gobierno ha iniciado un proceso gradual de cierre de algunos bancos (BCH), donde buena parte de las funciones y de los depósitos están siendo transferidos a otros bancos estatales. Pero queda la inquietud sobre el gradualismo del proceso y sobre la manutención de otros bancos y entidades financieras públicas.

BIBLIOGRAFÍA

Jones, Leori, Ahmed Galal, Pankay Tondon e Welfore Consequences of Selling Ingo Vogelsang, (1990), Public Enterprises. An Empirical Analysis, The World Bank.