

UNIVERSIDAD DE EXTREMADURA
DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD

LA DIRECCIÓN DE RESULTADOS EN LAS
EMPRESAS PRIVATIZADAS.
TESIS DOCTORAL

POR

JULIÁN CASTAÑO GUILLÉN

DIRECTORES:
DR. D. JUAN MONTERREY MAYORAL
DRA. D^a AMPARO SÁNCHEZ SEGURA

SEPTIEMBRE 2006

LA DIRECCIÓN DE RESULTADOS EN LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.

PRESENTACIÓN.....	12
--------------------------	-----------

PARTE I: CUESTIONES CONCEPTUALES.....	18
--	-----------

CAPÍTULO UNO: ASPECTOS CONCEPTUALES.....	18
---	-----------

1.1.- INTRODUCCIÓN.....	18
1.2.- ANTECEDENTES Y ANÁLISIS DE SITUACIÓN.....	19
1.3.- CONCEPTO DE PRIVATIZACIÓN.....	22
1.4.- RAZONES DE LA PRIVATIZACIÓN.....	25
1.4.1.- RENDIMIENTOS POST-PRIVATIZACIÓN.	
1.5.- MÉTODOS DE PRIVATIZACIÓN.....	32
1.6.- OBJETIVOS DE LA PRIVATIZACIÓN.....	39
1.7.- PRINCIPIOS Y RECOMENDACIONES.....	42

CAPÍTULO DOS: EFECTOS DE LAS PRIVATIZACIONES.	
--	--

2.1.- INTRODUCCIÓN.....	44
2.2.- CONSIDERACIONES POLÍTICAS.....	48
2.3.- ORIGEN DE LAS MEJORAS EN EL RENDIMIENTO POST - PRIVATIZACIÓN.....	50
2.4.- PROPIEDAD DE LOS TRABAJADORES EN LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.....	53
2.5.- GOBIERNO CORPORATIVO Y BENEFICIOS PRIVADOS DEL CONTROL.....	54
2.6.- PRIVATIZACIÓN Y CRECIMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES.....	57
2.7.- PRIVATIZACIÓN Y EFICIENCIA.....	59
2.8.- PRIVATIZACIÓN Y ACCIÓN ESPECIAL.....	63
2.9.- PRIVATIZACIÓN, DESREGULACIÓN Y LIBERALIZACIÓN..	65
2.10.- OTRAS CUESTIONES RELACIONADAS.....	69
2.10.1.- PRIVATIZACIÓN E INFORMACIÓN ASIMÉTRICA.	

2.10.2.- VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.

2.10.3.- AUDITORIA Y PRIVATIZACIÓN.

BIBLIOGRAFÍA PARTE I..... 78

**PARTE II: ESTUDIOS Y EVIDENCIAS EMPÍRICAS SOBRE
PRIVATIZACIONES..... 83**

CAPÍTULO TRES: PRIVATIZACIONES EN EUROPA..... 84

3.1.- PRIVATIZACIONES EN FRANCIA..... 85

3.2.- PRIVATIZACIONES EN REINO UNIDO..... 86

3.3.- ESTRUCTURA ORGANIZATIVA Y DISEÑO CONTRACTUAL
DE LAS PRIVATIZACIONES ALEMANAS..... 88

3.4.- EFECTOS DE LA PRIVATIZACIÓN SOBRE LA MANO DE
OBRA EN TURQUÍA..... 89

3.5.- PRIVATIZACIONES DEL SERVICIO DE LIMPIEZA EN LAS
ESCUELAS DE DINAMARCA..... 90

3.6.- PRIVATIZACIÓN DE VIVIENDAS EN MOLDOVA..... 91

3.7.- PRIVATIZACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EN HUNGRÍA... 92

3.8.- PRODUCTIVIDAD Y REESTRUCTURACIÓN EN LA
PRIVATIZACIÓN RUMANA..... 94

3.9.- PRIVATIZACIONES EN RUSIA..... 95

3.10.- PRIVATIZACIONES EN POLONIA..... 97

3.11.- PRIVATIZACIONES MEDIANTE SUBASTA EN
CHECOSLOVAQUIA..... 98

3.12.- PRIVATIZACIÓN Y PROPIEDAD EN ESLOVENIA.....100

3.13.- PRIVATIZACIÓN Y LIBERALIZACIÓN EN AUSTRIA.....101

3.14.- PRIVATIZACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO EN SERBIA.102

3.15.- REESTRUCTURACIÓN Y PRIVATIZACIÓN DE GRANDES
EMPRESAS EN SLOVAKIA.....104

3.16. – PRIVATIZACIONES Y PRODUCTIVIDAD EN ITALIA.....105

CAPÍTULO CUATRO: PRIVATIZACIONES EN AMÉRICA DEL NORTE. 108

4.1.- PRIVATIZACIONES EN CANADÁ.....	108
4.2.- PRIVATIZACIONES EN ESTADOS UNIDOS.....	109
4.2.1. - CASO DE LA U.S. ENRICHMENT CORPORATION.	
4.2.2. - PRIVATIZACION DE SERVICIOS PÚBLICOS LOCALES EN WISCONSIN.	

CAPÍTULO CINCO: PRIVATIZACIONES EN LATINOAMÉRICA.....111

5.1.- PRIVATIZACIONES EN PERÚ.....	112
5.2.- PRIVATIZACIONES EN BRASIL.....	113
5.3.- PRIVATIZACIONES EN MÉXICO.....	114
5.4.- PRIVATIZACIONES EN CHILE.....	115
5.5.- PRIVATIZACIONES EN BOLIVIA.....	116
5.6. – PRIVATIZACIONES EN ARGENTINA.....	118

CAPÍTULO SEIS: PRIVATIZACIONES EN AFRICA..... 120

6.1.- PRIVATIZACIONES EN EL BOSQUE SOCIAL DE ZIMBABWEN.....	123
6.2.- PRIVATIZACIONES EN EGIPTO.....	124
6.3.- PRIVATIZACIONES EN ERITREA.....	124
6.4.- PRIVATIZACIONES EN NIGERIA.....	126
6.5.- PRIVATIZACIÓN DE LAS TELECOMUNICACIONES EN CÔTE D’IVORE.....	127

CAPÍTULO SIETE: PRIVATIZACIONES EN ASIA..... 129

7.1.- PRIVATIZACIONES EN CHINA.....	130
7.2.- PRIVATIZACIONES PARCIALES EN INDIA.....	131
7.3.- PRIVATIZACIONES EN MONGOLIA. PROPIEDAD Y COMPETENCIA.....	132

7.4.- PRIVATIZACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO: ESTRATEGIA PARA COREA.....	132
7.5.- PRIVATIZACIÓN DE EMPRESAS PÚBLICAS EN BANGLADESH.....	133
7.6.- PRIVATIZACIÓN DE TIERRAS COLECTIVAS EN VIETNAM..	134
7.7.- PRIVATIZACIONES EN MALASIA.....	135
CAPÍTULO OCHO: PRIVATIZACIONES EN OCEANÍA.....	137
8.1.- PRIVATIZACIÓN DE LOS BOSQUES EN NUEVA ZELANDA...	137
8.2.- PRIVATIZACIÓN BANCARIA EN AUSTRALIA.....	138
BIBLIOGRAFÍA PARTE II.....	140
PARTE III: PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA.....	145
CAPÍTULO NUEVE: PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA.....	145
9.1.- INTRODUCCIÓN.....	145
9.2.- PRIMERA FASE DEL PROCESO PRIVATIZADOR: 1985-1992.....	148
9.3.- SEGUNDA FASE DEL PROCESO PRIVATIZADOR: 1992-1995.....	150
9.4.- TERCERA FASE DEL PROCESO PRIVATIZADOR: 1995-1999.....	151
9.5.- PRIVATIZACIONES MEDIANTE OPV.....	154
9.5.1.- COSTE DE LAS OPVs.	
9.6.- PRIVATIZACIONES EN LA ACTUALIDAD.....	157
9.7.- PRIVATIZACIONES, LIBERALIZACIÓN Y REGULACIÓN EN ESPAÑA.....	160
9.8.- CONSEJO CONSULTIVO DE PRIVATIZACIONES.....	162
9.8.1.- RESULTADO DE LAS PRIVATIZACIONES.	
9.9.- GOBIERNO DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.....	168

9.10.- EFECTO SOBRE LA EFICIENCIA DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.....	169
---	-----

BIBLIOGRAFÍA PARTE III.....	172
-----------------------------	-----

PARTE IV: PRIVATIZACIONES EN EL SECTOR AERONÁUTICO... 175

CAPÍTULO DIEZ: PRIVATIZACIONES, REGULACIÓN, LIBERALIZACIÓN Y DESREGULACIÓN EN EL TRANSPORTE AÉREO. 175

10.1.- INTRODUCCIÓN.....	175
10.2.- PRIVATIZACIÓN.....	176
10.3.- LIBERALIZACIÓN.....	177
10.3.1. – LIBERALIZACIÓN DEL TRANSPORTE AÉREO EN ESPAÑA.	
10.4. - REGULACIÓN.....	181
10.4.1.- LEGISLACIÓN INTERNACIONAL.	
10.4.2.- LEGISLACIÓN COMUNITARIA.	
10.4.3.- LEGISLACIÓN NACIONAL.	
10.5.- DESREGULACIÓN.....	184
10.6.- PRIVATIZACIÓN DE AEROPUERTOS Y SERVICIOS DE NAVEGACIÓN AÉREA.....	190
10.6.1. – EFECTOS SOBRE LAS LÍNEAS AÉREAS.	
10.7.- ALGUNOS CASOS DE PRIVATIZACIONES EN EL SECTOR AÉREO.....	195
10.7.1. - PRIVATIZACIÓN DE BRITISH AIRWAYS	
10.7.2. - PRIVATIZACIÓN DE AEROLÍNEAS ARGENTINAS.	
10.7.3.- PRIVATIZACIÓN DE JAPAN AIRLINES.	

CAPÍTULO ONCE: ANÁLISIS DE SITUACIÓN DEL SECTOR DE LÍNEAS AÉREAS. 205

11.1.- EFECTOS DE LOS ATENTADOS DEL 11 DE SEPTIEMBRE DE 2001.....	205
11.2.- COMPAÑÍAS AÉREAS DE BAJO COSTE.....	210
11.3.- ALGUNOS FACTORES CONDICIONANTES DEL SECTOR AÉREO.....	215
11.4.- SITUACIÓN DEL SECTOR.....	217
11.5.- ANÁLISIS DE UNA MUESTRA DE LÍNEAS AÉREAS DE LA AEA.....	219
11.6.- ANÁLISIS DE UNA MUESTRA DE LÍNEAS AÉREAS A NIVEL MUNDIAL.....	221
11.6.1.- ESTRUCTURA ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA MUESTRA.	
11.6.2.- INDICADORES MEDIOS PARA LA MUESTRA Y AÑOS SELECCIONADOS.	
11.6.3.- ANÁLISIS DE LOS INDICADORES POR GRUPOS PROPIEDAD.	
11.6.4.- INDICADORES ECONÓMICOS Y FINANCIEROS POR GRUPOS DE PROPIEDAD Y AÑOS.	
11.6.5.- INDICADORES ECONÓMICOS Y FINANCIEROS POR AEROLÍNEAS.	
11.6.6.- ANÁLISIS ESTADÍSTICO.	
BIBLIOGRAFÍA PARTE IV.	232
PARTE V: PRIVATIZACIÓN DE IBERIA.	236
CAPÍTULO DOCE: ORIGEN, PRIVATIZACIÓN Y GOBIERNO DE LA COMPAÑÍA.	236
12.1.- ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LA COMPAÑÍA.....	236
12.2.- PRIVATIZACIÓN.....	238
12.2.1.- PRIMERA FASE: ELECCIÓN DE SOCIOS INDUSTRIALES.	
12.2.2.- SEGUNDA FASE: ELECCIÓN DE SOCIOS INSTITUCIONALES.	

12.2.3.- TERCERA FASE: OPV.	
12.3.-ESTRUTURA DE PROPIEDAD Y GOBIERNO CORPORATIVO.	234
12.3.1.- ESTRUCTURA DE PROPIEDAD.	
12.3.2.- ESTRUCTURA DE GOBIERNO.	
12.3.3.- SEGUIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES DEL INFORME ALDAMA.	
12.3.4.- SEGUIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE OCDE PARA EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES.	

CAPÍTULO TRECE: ANÁLISIS DE LA COMPAÑÍA IBERIA..... 256

13.1.- BASE DE DATOS.....	256
13.2.- ESTRUCTURA ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA AEROLÍNEA.....	256
13.3.- ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN CONTABLE.....	258
13.3.1.- COMPONENTES PRINCIPALES DEL COSTE DE VENTAS.	
13.3.2.- COMPONENTES PRINCIPALES DEL IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS.	
13.3.3.- ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS.	
13.3.4.- ANÁLISIS DE LA PRODUCCIÓN, PRODUCTIVIDAD Y DESOCUPACIÓN.	
13.4.- ESTRUCTURA DE RECURSOS HUMANOS Y DE PERSONAL.....	263
13.5.- FLOTA AÉREA.....	263
13.6.- POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y EVOLUCIÓN BURSÁTIL...	265
13.7.- CONSECUENCIAS DE LOS ATENTADOS DEL 11 DE MARZO DE 2004.....	266
13.8.- COMPARACIÓN DE LAS ETAPAS ANTERIOR Y POSTERIOS A LA PRIVATIZACIÓN DE IBERIA.....	266
13.9.- COSTE DEL CAPITAL.....	273
13.10.- VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA.....	274

BIBLIOGRAFÍA PARTE V.....	279
PARTE VI: ANÁLISIS EMPÍRICO.	281
CAPITULO CATORCE: ANÁLISIS EMPÍRICO.....	281
14.1.- DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA Y VARIABLES.....	281
14.2.- ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS.....	282
14.3.- CORRELACIONES ENTRE VARIABLES.....	292
14.4.- EFECTOS ECONÓMICOS DE LAS PRIVATIZACIONES.....	298
14.4.1.- ANÁLISIS UNIVARIANTE. LÍNEAS AÉREAS PRIVADAS Y PÚBLICAS.	
14.4.2.- EL CASO PARTICULAR DE IBERIA.	
14.5.- ANÁLISIS DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD EN LAS COMPAÑÍAS PRIVADAS Y PÚBLICAS.....	301
14.6.- CALIDAD DEL RESULTADO Y MANIPULACIÓN CONTABLEEN LAS LÍNEAS AÉREAS.....	306
BIBLIOGRAFÍA PARTE VI.....	316
PARTE VII: RESUMEN Y CONCLUSIONES.....	319
BIBLIOGRAFÍA GENERAL.....	326
ANEXOS:	
ANEXO I: ESTADÍSTICAS Y GRÁFICAS SOBRE PRIVATIZACIONES...	350
ANEXO II: GRÁFICAS Y ESTADÍSTICAS PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA.....	356
ANEXO III: GRÁFICAS Y ESTADÍSTICAS SECTOR AÉREO.....	365
ANEXO IV: EVOLUCIÓN DE LAS LÍNEAS AÉREAS DE BAJO COSTE...	369
ANEXO V: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD MEDIA DEL SECTOR AÉREO.....	372

ANEXO VI: EVOLUCIÓN TEMPORAL DE INDICADORES ECONÓMICOS Y FINANCIEROS EN EL SECTOR AÉREO.....	374
ANEXO VII: GRÁFICOS E INDICADORES ECONÓMICOS Y FINANCIEROS POR GRUPOS DE PROPIEDAD.....	379
ANEXO VIII: GRÁFICOS Y ESTADÍSTICAS DE EVOLUCIÓN POR GRUPOS DE PROPIEDAD Y AÑOS.....	382
ANEXO IX: GRÁFICOS Y ESTADÍSTICAS IBERIA.....	399

A mis padres, mi mujer y mis hijos

AGRADECIMIENTOS.

A lo largo de los años que hemos empleado en la elaboración de esta tesis ha sido continuo el apoyo, seguimiento y orientación de los directores de la misma, los doctores D. Juan Monterrey Mayoral y D^a Amparo Sánchez Segura. Agradezco sus valiosísimos comentarios y sabios consejos que me han orientado y conducido por el mejor camino en todo momento. Para ambos mi más sincera gratitud.

Mi expreso reconocimiento a Celestino Castaño y Francisco Barroso por sus consejos y opiniones, siempre útiles, a la hora de puntualizar detalles o de aclarar comentarios.

También quiero agradecer a la “Universidad de Extremadura, en la que he recibido toda mi formación” y a todos aquellos investigadores, que con la publicación de artículos o libros, han hecho posible que pudiera realizar los estudios y análisis iniciales y han contribuido a enriquecer todo el trabajo con sus opiniones y resultados.

Todos aquellos errores que contenga este trabajo son de mi exclusiva responsabilidad.

PRESENTACIÓN

Con la presentación de esta investigación pretendemos culminar los estudios del tercer ciclo en la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Extremadura.

A lo largo del trabajo hemos intentado realizar un estudio de las privatizaciones, no obstante, dada la extensión del tema hemos limitado nuestra investigación empírica al sector de transporte aéreo, estudiando también un caso concreto: privatización de Iberia. Nuestra idea de partida es que uno de los motivos que llevan a los Gobiernos a desprenderse de las empresas públicas es el de aumentar su eficiencia. Con esta premisa básica hemos revisado la literatura previa sobre privatizaciones a nivel mundial sobre aquellos aspectos teóricos que nos han parecido más relevantes, para posteriormente centrarnos en el análisis de algo más concreto.

El interés del tema radica en que las privatizaciones se han convertido en todo un fenómeno alrededor del mundo. Muchos Gobiernos han desarrollado grandes programas de privatización, aunque con pretensiones distintas según los casos. En particular a nosotros nos interesa analizar los cambios en los rendimientos de las privatizadas.

Con el objetivo de poder distinguir el comportamiento económico de las líneas aéreas públicas y privadas hemos elaborado un panel con los datos

obtenidos en los informes anuales que las aerolíneas tienen publicados en sus páginas webs. Este panel de datos lo hemos sometido a un estudio estadístico y econométrico obteniendo resultados que apoyan la hipótesis de una mayor eficiencia y productividad de las líneas aéreas privadas.

La elección para nuestro trabajo de investigación del sector aéreo está más que justificada por la cantidad de cambios a los que ha sido sometido en los últimos años: privatización de numerosas líneas aéreas de bandera, liberalización del transporte aéreo en numerosos países del mundo, incluida la Comunidad Europea; y desregulación del sector.

La estructura del trabajo consta de siete partes, divididas en catorce capítulos, y nueve anexos, a saber:

PRIMERA PARTE:

Está dividida a su vez en dos capítulos. El capítulo uno lo hemos dedicado al estudio de los antecedentes, conceptos y razones de las privatizaciones; además, exponemos en el mismo los métodos empleados y los objetivos perseguidos en los procesos de privatización.

En el capítulo dos consideramos los efectos y consecuencias de las privatizaciones, fundamentalmente en relación al rendimiento y eficiencia de las empresas tras su privatización; así mismo, se analizan otras cuestiones tales como

la propiedad de los trabajadores en las empresas privatizadas, influencia de éstas en el crecimiento de los mercados de valores, etc.

SEGUNDA PARTE:

En esta parte realizamos un estudio, aunque no exhaustivo, acerca de los análisis empíricos realizados por otros investigadores. Consta de seis capítulos. El capítulo tres está dedicado al estudio de las privatizaciones en algunos países de Europa; el cuarto a las privatizaciones en América del Norte; el quinto a algunos países latinoamericanos; los capítulos seis y siete los dedicamos a los continentes de África y Asia, respectivamente. Por último, el capítulo ocho lo dedicamos a Oceanía.

TERCERA PARTE:

La tercera parte consta de un solo capítulo, el noveno, dedicado al estudio de las privatizaciones en España. En él analizamos las distintas fases por las que han pasado las privatizaciones en nuestro país, así como otras cuestiones relacionadas tales como el coste de las OPVs, liberalización y regulación, gobierno de las empresas privatizadas y el efecto de la privatización sobre la eficiencia de dichas empresas.

CUARTA PARTE:

La cuarta parte la hemos dividido en los capítulos diez y once; el primero de ellos lo dedicamos al estudio de la privatización, liberalización, regulación y desregulación del sector de transporte aéreo. En tanto que el capítulo once lo hemos destinado fundamentalmente al análisis económico y financiero de una muestra de 41 aerolíneas repartidas por todo el mundo. También analizamos los efectos económicos que sobre el sector tuvieron los acontecimientos del 11 de septiembre de 2001 y la entrada en el mercado de las líneas aéreas de bajo coste.

QUINTA PARTE:

Dedicada a Iberia, consta de dos capítulos, el doce, donde estudiamos el nacimiento, evolución y las distintas fases de la privatización la compañía, también analizamos el gobierno corporativo y la estructura de propiedad.

El capítulo trece está destinado al análisis económico y financiero de la compañía y su evolución en las etapas anterior y posterior a la privatización.

SEXTA PARTE:

La parte sexta está compuesta de un solo capítulo, el catorce, dedicado íntegramente al análisis empírico de una muestra de 41 aerolíneas. En una primera parte realizamos un estudio de los estadísticos descriptivos y de correlación entre las variables, en tanto que la segunda está dedicada a la comparación del

rendimiento de las líneas aéreas privadas y públicas de la muestra. La tercera parte del capítulo la hemos destinado al análisis de la calidad del resultado contable tanto en las aerolíneas privadas como públicas.

SÉPTIMA PARTE:

Son las conclusiones obtenidas a lo largo de este trabajo, de la que destaca nuestro principal hallazgo que ha consistido en la demostración empírica de la mayor eficiencia y productividad de las líneas aéreas privadas en relación a las públicas. Además, nuestros resultados revelan el mayor uso de prácticas manipuladoras en las aerolíneas públicas.

Todo el trabajo va acompañado de numerosas representaciones gráficas y cuadros estadísticos en la que detallamos la evolución y comportamiento de las variables en el periodo de análisis. Concretamente hemos realizado nueve anexos.

Los anexos primero y segundo se dedican al análisis estadístico y gráfico de las privatizaciones en el mundo y en España.

Los anexos tercero al octavo están dedicados al análisis gráfico y estadístico del comportamiento económico y financiero, y de su evolución a lo largo del período de análisis, del sector aéreo. Hacemos hincapié, entre otras cuestiones, en la evolución de las líneas aéreas de bajo coste (anexo IV), estructura de propiedad media del sector (anexo V) y evolución de indicadores económicos y financieros por años y grupos de propiedad (anexos VI a VIII).

Finalmente, el anexo IX está dedicado exclusivamente a Iberia, en el se analiza la evolución de la compañía a lo largo de diez años y representamos gráficamente aquellas características que nos han parecido más importantes.

PARTE I: CUESTIONES CONCEPTUALES.

CAPÍTULO UNO: ASPECTOS CONCEPTUALES.

1. 1. – INTRODUCCIÓN.

Uno de los rasgos más llamativos de las políticas gubernamentales de los ochenta, los noventa, y probablemente de los primeros años del presente siglo, ha sido y continúa siendo, la incorporación de propuestas privatizadoras a la agenda de los Gobiernos, tras más de un cuarto de siglo de intervencionismo público creciente en las economías de mercado. Los procesos privatizadores obviamente han seguido episodios en los cuales los Estados han tenido un importante papel. Sin embargo, ello no siempre fue así; muchas de las empresas privatizadas o en vías de serlo fueron originariamente privadas. Los argumentos y contextos que justificaron la propiedad estatal o privada sufren cambios y lo que hoy día es claro en un sentido, en otra época no lo fue.

Produciría (la privatización) –decía Adam Smith¹- una gran cantidad de dinero que, si se aplicara al pago de la deuda pública, liberaría a la Corona de la hipoteca de una renta mayor que cualquiera de las generadas por aquellas tierras. Como vemos, Adam Smith resaltaba las virtudes de las privatizaciones hace ya más de dos siglos, aunque entonces se refería a las tierras de la Corona, y no a las empresas públicas, la esencia de la teoría coincide con la corriente actual.

El proceso de vender empresas de propiedad estatal a entidades privadas suscita fuertes emociones. Quienes respaldan la privatización tienden a considerarla como uno de los acontecimientos económicos más importantes del milenio, mientras que quienes se oponen a ella están igualmente convencidos de que el proceso amenaza las bases del Estado moderno, e incluso de la propia democracia.

¹ En su obra “La riqueza de las naciones”

La privatización alivia problemas financieros, inmediatos y futuros, a los Gobiernos. Pero hay otras razones, aún más importantes, para vender empresas propiedad del Estado, o para ceder su administración en concesión en el caso de infraestructuras, sanidad, educación, etc. Se elimina la política de la administración y se acepta la competencia; se atraen capitales nuevos para reforzar las empresas privatizadas, las empresas competidoras y, también, para otras dedicadas a distintas actividades; se crean o robustecen los mercados de capitales. En definitiva, se hace el país más productivo, más propenso a generar riqueza y capaz para atender problemas sociales.

Cuando una empresa tiene propietarios privados, no es nada fácil cumplir los objetivos y añadir valor a la inversión; ahora bien, si la empresa es del Estado, como es de todos y a la vez de nadie, es poco probable que tenga éxito en el tiempo y genere capacidad financiera para crecer. Por otra parte, cuando las empresas públicas que pierden dinero dejan de ser una carga para el Estado, o las que no lo pierden al ser privatizadas ganan mucho más, el Estado puede invertir los recursos liberados en otras actividades sociales y productivas.

1. 2. – ANTECEDENTES Y ANÁLISIS DE SITUACIÓN.

Aunque es posible encontrar antecedentes que datan de finales del siglo XIX, no es hasta los últimos años de la década de los setenta cuando se sientan las bases de las privatizaciones como fenómeno a escala mundial, proceso que se aceleró en la década de los noventa. Pese a la amplia aceptación que las privatizaciones han alcanzado a nivel mundial, se observa como el peso de Europa Occidental sobre el volumen total de las ofertas ha sido muy superior.

El tratamiento de la privatización, vista como un fenómeno global, y utilizada como instrumento en la modernización del sector público empresarial a escala mundial, convierte el proceso privatizador no en una simple transferencia de propiedad del Estado al sector privado, sino en una fórmula para mejorar la

eficiencia y la competitividad de la empresa dentro de un contexto actual, donde los mercados son cada vez más globales y cambiantes.

Para comprender la importancia que los programas de privatización han tenido como agentes de cambio económico, Megginson (1998) resalta los siguientes aspectos:

- Menos de diez años después del colapso del comunismo, se ha reducido espectacularmente la propiedad estatal en los antiguos países comunistas.
- Desde 1979, más de 60 Gobiernos nacionales han obtenido cerca de medio billón de dólares a través de la ofertas públicas de acciones de unas 600 empresas.
- Desde 1988, más de 70 países han recurrido a la venta directa de activos para despojarse de las empresas propiedad estatal.

En España empieza a crearse un tejido empresarial público tras la guerra civil, el cual se consolida con el nacimiento del Instituto Nacional de Industria (INI) en 1941. Tras varias décadas de nacionalización e intervención pública en la actividad económica, llegamos a 1985, año en que empiezan las primeras privatizaciones.

En Europa, las privatizaciones se iniciaron tras la segunda guerra mundial, impulsadas por el Gobierno de Margaret Thatcher en 1979, y seguidas en Alemania con la privatización de Volkswagen. Los objetivos perseguidos por el Gobierno británico eran, entre otros, aumentar la eficiencia económica, disminuir la intervención del Estado en la economía, someter las empresas públicas a la disciplina del mercado, aumentar la competencia, ... amen de desarrollar un mercado nacional. El éxito del Gobierno británico, no exento de tensiones políticas y sociales, impulsó a otros países a seguir su ejemplo y vender empresas públicas. Así, los Gobiernos franceses de Chirac, Balladur y Jospin han privatizado una buena cantidad de empresas públicas, siendo la mayor France Telecom, realizada por el Gobierno Jospin. En definitiva, varios Gobiernos

europeos, incluido el español, han lanzado grandes programas de privatización en los 90.

A nivel internacional, también el precursor de las privatizaciones son las nacionalizaciones, así los Gobiernos poscoloniales de Asia, África y América Latina buscaron un crecimiento rápido a través de la nacionalización.

Pues bien, los Gobiernos asiáticos llevaron a cabo un exitoso programa de privatizaciones también en los años noventa, aumentando la capitalización del mercado de valores considerablemente y encontrando situaciones dispares por el diferente desarrollo económico de los países del continente y los diferentes Gobiernos.

En América Latina se han privatizado muchas empresas destacando, entre otros, Chile, México y sobre todo Brasil por el tamaño del programa y de su economía. La severa crisis de los ochenta fue la que provoco la necesidad de una profunda reestructuración económica, destinándose una parte importante de los ingresos logrados al cumplimiento de los compromisos derivados de la deuda externa.

Aunque su desarrollo ha sido el más lento, en la mayor parte de los casos debido a la carencia de instituciones financieras y a la falta de voluntad política, en algunos países del continente africano se han llevado a cabo privatizaciones en la última década, a menudo actuando bajo presión de instituciones acreedoras, con el objeto de estimular el sector privado y atraer inversión extranjera y tecnología.

La última zona en iniciar las privatizaciones ha sido la de los países del bloque comunista, en orden a orientar sus economías hacia la de mercado. No obstante, y a diferencia de lo que ocurre en los países occidentales que privatizan empresas de mediana o gran dimensión, en las economías en transición se privatizan desde pequeños negocios hasta la propia vivienda que era propiedad del Estado.

Según el Banco Mundial la participación en el PIB de las empresas públicas descendió del 9% al 6% entre 1978 y 1991. No obstante, pocos Gobiernos han transferido completamente la propiedad y el gobierno corporativo al sector privado, observándose, además, diferencias en los procedimientos de transferencia de recursos; mientras que algunos países optan por la venta directa a inversores institucionales, otros intentan vender a un número muy grande de inversores privados, haciendo grandes ofertas. En el primer caso se pretende aumentar el ingreso de la privatización, entregando el control de la sociedad y en el segundo capitalizar el mercado de valores y / o fomentar el capitalismo popular, entre otras cuestiones que analizaremos más adelante.

De hecho, el crecimiento de las ventas de empresas públicas a inversores privados, ha marcado un cambio en la política pública de participación del Estado en el comercio mundial, siendo abrumadora la magnitud del fenómeno. Las privatizaciones han sido una estrategia de globalización de muchas economías y ha provocado el crecimiento del mercado de valores, diversificando las oportunidades de los inversores.

1. 3. – CONCEPTO DE PRIVATIZACIÓN.

No hay que confundir la provisión pública de un bien o servicio con la prestación de los mismos. En este último caso, el Estado realiza por sí mismo una actividad económica, mediante el empleo de una empresa pública o un departamento de la Administración. Sin embargo, puede también comprometerse tan sólo a facilitarla, estableciendo la regulación pertinente o proporcionando financiación a través de diferentes sistemas como la subcontratación, concesión de ayudas a empresas privadas, etc. (Fernández, 1995).

Siguiendo a García Echevarría (1999), los procesos de regulación y de privatización deben perseguir, como objetivo, en primer término, la ampliación sistemática del funcionamiento de la economía de mercado, fortaleciendo un orden económico y social basado en la actuación eficiente de los mercados y en la máxima simetría posible en las relaciones entre todos los partícipes. El pilar básico para que funcione una economía de mercado es la existencia

institucionalizada de los mercados, como amplios espacios reguladores de la racionalidad económica y social, con su impacto en la racionalidad de todos los comportamientos humanos, tanto en sus dimensiones económicas como sociales. Los procesos de privatización deben contribuir a lograr una mayor eficiencia económica y social a través del cambio de las culturas empresariales y de las instituciones del entorno.

También hay que distinguir los términos privatización y liberalización, ya que actúan en ámbitos diferentes. La liberalización implica la adopción de medidas dirigidas al estímulo (y la protección, cuando es necesario) de la competencia en los mercados de bienes y servicios. La privatización, por su parte, en su acepción más estricta supone el cambio de propiedad de empresas o el cambio en la entidad jurídica del prestatario de bienes y servicios.

Siguiendo a Cuervo (1997), existe privatización cuando la transferencia de propiedad implica la pérdida de la influencia dominante de los poderes públicos en la empresa. La existencia de influencia dominante del sector público se presupone cuando:

- El sector público posea directa o indirectamente la mayoría del capital.
- Puede designar o, de hecho, designa, a más de la mitad de los miembros del Consejo o la dirección de la empresa.

Por su parte, la política de desregulación, consistente en la eliminación o la disminución de las intervenciones gubernamentales que restringen el funcionamiento de los mercados, aún cuando ha tenido poca intensidad, ha puesto un mayor énfasis que la privatización en la competencia y, a través de ésta, en el estímulo de la eficiencia de la competencia (Costas y Bel, 1997).

En la formulación de las políticas privatizadoras, es importante conocer las distintas modalidades y aplicar la adecuada a cada caso específico. En este contexto, el término privatización es mucho más amplio que la simple transferencia de una empresa al sector privado, y abarca incluso el proceso mediante el cual una empresa pública es sometida a la disciplina del mercado. Por tanto, la palabra privatización comprende, desde el cambio de propiedad de la

empresa del sector público al privado, pasando por la liberalización o desregulación de las actividades previamente restringidas al sector público, hasta la provisión de bienes y servicios en determinadas condiciones, por empresas del sector privado antes adscritas en exclusiva al sector público.

De una revisión de la literatura más reciente sobre el tema, se pueden inferir al menos tres enfoques que ayudan a comprender este proceso. El primero, considera la privatización como un fin en sí misma y enfatiza en los aspectos económicos (reducción del déficit público, capitalización del mercado de valores, etc.). El segundo enfoque destaca los aspectos sociales y políticos del proceso de privatización (fomento del capitalismo popular, influir en las inclinaciones políticas del votante). Finalmente el tercer enfoque, estudia la privatización desde el punto de vista teórico - conceptual, es decir, discute el contenido del concepto analizando los problemas de carácter metodológico que podría acarrear su instrumentación (venta directa de parte o la totalidad de la empresa, cesión del control corporativo, oferta pública de venta).

Entendemos por privatización el proceso económico, político y social de reestructuración que, a través de la transformación jurídica del carácter de pública al de privada de la propiedad de una empresa, de un sector o de una actividad económica, abre nuevos espacios de acumulación y ganancia privada.

Las proposiciones de privatización se fundamentan en la creencia de que las fuerzas del mercado distribuyen los recursos más efectiva y eficientemente que las fuerzas interventoras del Estado¹. En este sentido, la privatización definida de forma amplia abarcaría todas aquellas acciones que tienen como meta reducir la intervención del Estado en la economía. En consecuencia, comprendería no sólo una transferencia de bienes públicos al sector privado, sino también la desregulación de determinadas actividades públicas o privadas, al igual que la concesión de la prestación de servicios públicos al ámbito privado. En sentido estricto, la privatización se circunscribiría al cambio de titularidad o gestión del

¹ D' Souza y Megginson (1999); Boubakri y Cosset (1998); Megginson et al.(1994)

sector público al privado lo cual implica la asunción, por los particulares de bienes o actividades económicas anteriormente bajo la titularidad o gestión pública.

De acuerdo con González Páramo (1995), privatizar es cambiar las relaciones de agencia que caracterizan a una determinada actividad. Cuando se privatiza una empresa, cambian tanto el principal – pasa a serlo el nuevo accionariado - como los controles internos y externos a los que se ve sometida la empresa.

Pero tan importante como la venta de las empresas es la desregulación de los mercados o la regulación para la competencia posterior. Así ocurre en los denominados “servicios públicos comercializables” (Public Utilities), bienes de provisión privada pero cuya dependencia de la Administración se explica por su interés público, esto es, correos, transporte (ferroviario, marítimo, aéreo, urbano e interurbano), energía (electricidad y gas), telecomunicaciones, abastecimiento de agua, puertos y aeropuertos. En estos casos no es suficiente con privatizar, es necesario además fomentar la competencia creando mecanismos que la defiendan.

1. 4. – RAZONES DE LA PRIVATIZACIÓN.

Las empresas públicas y privadas presentan importantes rasgos diferenciales que pueden resumirse, siguiendo a Cuervo (1997), en los siguientes:

CUADRO 1.1: Rasgos diferenciales entre empresas públicas y privadas

	EMPRESA PUBLICA	EMPRESA PRIVADA
DIRECCIÓN: Relación agente-principal (propiedad dirección) Orientación. Estilo.	Borrosa. Quien actúa de principal no es la propiedad. Producción. Intereses de los grupos: consumidores, proveedores, trabajadores Reactivo. Gestión de la rutina. Limitaciones políticas.	Clara Mercado. Orientación a los clientes. Proactivo. Interés de los accionistas.
OBJETIVOS	Múltiples, algunas veces difusos y cambiantes. Dificultad de evaluación directivos. Centrados en Inputs, en la continuidad de la empresa. Mercados protegidos subsidiados.	Claros: beneficio, rentabilidad, creación de valor. Centrados en los outputs, en el mercado y su capacidad de adaptación. Mercados abiertos.
DISEÑO ORGANIZATIVO.	Jerarquía, piramidal	Descentralización. Centros de

	centralizada. Irresponsabilidad de los mandos medios. Funcional.	beneficios. Unidades de negocios.
RELACIONES LABORALES	Alta sindicalización Negociación centralizada Salarios garantizados Alta seguridad empleo	Baja sindicalización Negociación descentralizada Empleo con base en resultados Menos seguridad en el empleo
COMUNICACIONES Y SISTEMAS DE INFORMACIÓN.	Burocráticas y formales Entorno más estático Comunicaciones internas vía memorándum Estructuras formales Procedimientos formales y planes Sistemas de información y dirección sobre cumplimiento de planes	No burocrática, informal Entorno más turbulento Más cara a cara Ad hoc grupos de trabajo Objetivos financieros Modernos sistemas de información y dirección.
NATURALEZA Y LOCALIZACIÓN DE LOS NEGOCIOS.	Política y geográficamente condicionados Desarrollo limitado de negocios Dentro del espacio nacional	Determinados por razones comerciales Diversificación, inversión y desinversión. Orientación global.
CONTROL	Exhaustivo Formal Remisión de problemas a la tutela Irresponsabilidad dirección, descontrol	Con base en resultados Formal e informal Toma de decisiones desviación objetivos Responsabilidad plena dirección.

Pues bien, en el nuevo entorno europeo, que le exige a la empresa comportamiento y estricta lógica privada: ¿Qué hacemos con la empresa pública?. La respuesta es sin duda, los procesos de privatización. Tanto es así que los grandes programas de privatización se han llevado a cabo en las últimas décadas tanto en los países desarrollados como en desarrollo. La razón más importante ha sido la búsqueda del incremento de rentabilidades y productividad. Sin embargo, la importancia que han tenido muchos programas de privatización ha sido por sus consecuencias políticas y económicas. Así, los argumentos teóricos para las ventajas de la propiedad privada de los medios de producción se basan en el teorema fundamental de la economía del bienestar: el equilibrio competitivo, pero esto incluye presunciones que no pueden asumirse en algunos casos, de ahí la necesidad de intervención del Estado, es decir, el argumento para que exista la propiedad estatal: el fracaso del mercado; a su vez, el fracaso del Estado es el argumento de la privatización.

Las razones que se argumentan para justificar la generalización de las privatizaciones son múltiples y variadas, en la mayor parte de los países desarrollados:

- El deseo político de disminuir el papel del Estado en la economía, es decir, desregularla con el fin de iniciar o incrementar la competencia en determinados sectores. Se dice a veces que la privatización tiene una dimensión política, afirmándose que los Gobiernos conservadores son más propensos a privatizar para ganarse el apoyo electoral.
- Ampliar el número de propietarios de las empresas, potenciando el denominado capitalismo popular. De esta forma se aumenta la credibilidad del programa de privatización, al reducirse el riesgo de nacionalizaciones posteriores.
- Las privatizaciones pueden tener un impacto en la distribución de la riqueza, cambiando la estructura de la economía, liberalizando mercados y aumentando la competitividad de las empresas; reduciendo al mismo tiempo las distorsiones económicas provocadas por las interferencias políticas en el sector público empresarial.
- Aumentar los ingresos públicos sin incrementar la deuda o los impuestos, reduciendo la deuda pública y el déficit público (650 mil millones de dólares en los países de la OCDE en la última década, según OCDE (2001)). Los países con elevada deuda pública pueden acudir a la privatización para mejorar la situación, pues de hecho la privatización se ha recomendado a menudo como política de ajuste estructural.
- Las privatizaciones pueden facilitar el desarrollo del mercado de capitales, así como el aumento de la población propietaria de acciones y el aumento de los empleados en la propiedad de las empresas. El aumento de la liquidez del mercado favorece el éxito de los programas de privatización y facilita la supervisión de los propietarios. España es un buen ejemplo de ello.
- El argumento más frecuente a favor de las privatizaciones hace referencia a la percepción general de que los resultados de las empresas públicas son peores que los de las privadas. De hecho, la principal explicación que se atribuye a los peores resultados de la empresa pública

es, además de su elusión de la disciplina del mercado, la dificultad para supervisar la actuación de sus directivos.

– Finalmente, existen las razones políticas dado que se presume a priori que los mercados han mostrado mayor eficiencia que los políticos en la asignación de recursos. La respuesta del mercado a la elección de preferencias del individuo será mejor y más ajustada que la que emana del proceso político. De otro lado, se ve la privatización como base para crear un capitalismo popular que facilite, como hemos dicho, el cambio en el voto.

Los argumentos anteriores se pueden resumir en tres tipos de razones: financieras, económicas y políticas. Desde el punto de vista financiero, la privatización proporciona una entrada de recursos y reduce las necesidades futuras de financiación pública; desde la óptica económica, por la posibilidad de que la privatización suponga una forma de mejorar la eficiencia a todos los niveles de la empresa, y en cuanto a su dimensión política, quedan justificadas por la mejor asignación de recursos que hacen los mercados respecto a las decisiones con orientación política.

Como destacan recientes estudios empíricos las privatizaciones mejoran el rendimiento y los gobiernos obtienen elevados ingresos por la venta de las empresas públicas, así para Megginson y Netter (2001) la cantidad obtenida por los Gobiernos alrededor del mundo en las dos últimas décadas asciende a 400 mil millones de dólares, sin tener en cuenta las empresas privatizadas por el método de venta directa.

1.4.1. – RENDIMIENTOS POST-PRIVATIZACIÓN.

Tanto la doctrina como las instituciones, han investigado si las privatizaciones y los programas de privatización ejercen un efecto positivo en el rendimiento de las empresas y en la economía del país privatizador. El propio

Banco Mundial respalda la opinión general de que es probable que la privatización mejora el bienestar económico, World Bank (2003).

Los argumentos a favor de aumentos de rendimientos post-privatización están basados en los siguientes puntos:

- El sistema de remuneración del gestor: un sistema puede tener una parte fija (aversión al riesgo) y otra variable dependiente directamente de los resultados que obtenga el principal, de forma que sea más fácil que se acerquen los objetivos de gestor y principal. Así, el sistema de incentivos al que está sujeta la empresa privada en competencia exige la maximización de beneficios, o reducción de costes, esto es, aumento de eficiencia. En una empresa pública, priman otros objetivos, como el aumento del personal, mayor inversión, etc., contrarios a la minimización de costes y consecución de la eficiencia.
- Nombramiento de directivos: el nombramiento de directivos en las empresas públicas obedece habitualmente a razones políticas y no por su experiencia y capacidad de gestión, y su permanencia no está en función de los resultados obtenidos.
- Ausencia de sometimiento: Los mercados de capitales no imponen su disciplina a la empresa pública; a las cotizadas por la inexistencia de riesgos de tomas de control y las no cotizadas por el respaldo público a su financiación. Además, la empresa pública no quiebra, sus pérdidas las absorbe el presupuesto. La presión de las fuerzas competitivas en los mercados en los que se desenvuelve la empresa privada podría dar lugar a la quiebra y a la desaparición de la entidad.
- Ausencia de supervisión: la propiedad privada genera incentivos para que se organicen eficientemente los recursos productivos y adicionalmente crea un efecto positivo sobre el crecimiento de la empresa y por tanto de la economía. Adicionalmente, los mercados de valores y financiero, y los propios accionistas, supervisan la labor gerencial; supervisión de la que adolece la empresa pública. El control ejercido por el mercado de capitales a través del llamado control societario (que en el caso extremo podría originar la toma de control de la empresa por otros accionistas, los cuales

pueden proceder a la sustitución de directivos) y, también, a través del mercado de créditos.

En el cuadro 1.2 presentamos los estudios empíricos más relevantes que avalan las mejoras de resultados post-privatización.

CUADRO 1.2: Algunos estudios empíricos sobre mejoras post-privatización.

AUTOR	RESULTADO
Djankov and Pohl (1998). (Slovakia)	El grupo de empresas privatizadas aumentó su rendimiento en $\frac{3}{4}$ de los casos y $\frac{1}{4}$ tiene dificultades.
McDavid and Laliberté (1999). (Canadá)	Los productores privados son más eficientes que los públicos, bajo competencia directa entre ambos.
Clarke (1999). (Nueva Zelanda)	La privatización ha logrado los objetivos de rentabilidad y competitividad y aumento de la inversión, aunque no mayores niveles de empleo.
Argimon, et al.(1999). (España)	La eficiencia productiva de las empresas puede aumentarse con medidas tendentes a estimular la competencia de los mercados donde operan, especialmente a través de la apertura exterior.
Boubakri, et al.(2001). (análisis comparativo)	Documentan aumentos de rentabilidad, eficiencia, inversión y rendimiento, consistentes con la separación entre propiedad y control en las empresas públicas.
Meggison, et al. (2001). (análisis comparativo)	La mayor recompensa al aumento de eficiencia y liquidez del mercado de valores, además de la posibilidad de financiación de oportunidades, es la posibilidad de control. Por otra parte, el crecimiento económico permite a las empresas consolidar oportunidades de inversión.
Hernández Cos, et al. (2001). (España)	La titularidad afecta de forma negativa y significativa a la productividad relativa...la titularidad pública parece afectar de forma negativa a la eficiencia empresarial.
Alesandre and Charreaux (2001). (Francia)	Influencia notable de las privatizaciones en el rendimiento y conducta financiera de las empresas públicas tras su privatización.
Earle and Telegdy ((2001). (Rumania)	La privatización ha ejercido un efecto positivo sobre el nivel de crecimiento de la productividad laboral, variando el resultado en función del método de privatización empleado.
Omran (2001). (Egipto)	Aumentos de rentabilidad, eficiencia, dividendos y descensos de apalancamiento, nivel de empleo y riesgo financiero.
Gupta and Davidson (2001). (India)	La privatización parcial ejerce un efecto positivo sobre la rentabilidad de la firma y la eficiencia, sin descenso de empleo.

Por último, como podemos observar en el cuadro 1.3, cuadro resumen de un estudio realizado por Buobakri y Cosset (1998) sobre 203 empresas pertenecientes a más de 26 países, las nuevas empresas privatizadas se caracterizan por:

- Mejoras significativas de rentabilidad, eficiencia operativa y producción después de la privatización en un 63%, 80% y 76%, respectivamente, de las empresas de la muestra, todo ello para un nivel de significación del 1%.
- También se observan incrementos notables de inversión y dividendos para un 62% y 76%, respectivamente, de las empresas de la muestra.
- El endeudamiento desciende un 2,48% en el 63% de los casos, y contrariamente al miedo a la pérdida de empleo que supone uno de los mayores obstáculos a las privatizaciones, éste aumenta en el 57% de las empresas privatizadas

CUADRO 1.3: Resultados antes y después de la privatización

VARIABLE	N	VALOR MEDIO PRE- PRIVATIZACIÓN	VALOR MEDIO POST- PRIVATIZACIÓN	VARIACION MEDIA DEBIDA PRIVATIZA CION	% EMPRESAS CON MEJORAS DE RENDIMIENTO
RENTABILIDAD Rendimiento de las ventas	78	4,9%	11,0%	6,05%	62,8%
EFICIENCIA Ventas reales por empleado	56	0,922	1,17	24,79	80,4%
INVERSIÓN Gastos de capital : ventas	48	10,52%	23,75%	13,22%	62,5%
PRODUCCIÓN Ventas reales	78	0,969	1,22	25,3	75,6%
EMPLEO TOTAL	57	10,672	10,811	139	57,8%
ENDEUDAMIENTO Deuda: Activo total	65	54,95%	49,86%	- 2,48%	63,1%
DIVIDENDOS Dividendos : Ventas	67	2,84%	5,28%	- 2,44%	76,1%

Fuente: Boubakri y Cosset (1998, pp. 13-18)¹

¹ Este cuadro resume los resultados de la comparación de resultados operativos y financieros promedio trianuales de empresas privatizadas, con sus resultados promedio durante los últimos 3 años como empresa pública. Las medidas de rentabilidad, inversión, endeudamiento y dividendos se muestran en porcentaje. Las medidas de eficiencia y producción son valores índices; el valor de año de privatización se define como 100. El empleo está expresado en cifras absolutas.

Los resultados anteriores concuerdan esencialmente con los obtenidos por D' Souza y Megginson (1999) y Megginson et al.(1994), efectuado para privatizaciones realizadas en países desarrollados.

1. 5. – MÉTODOS DE PRIVATIZACIÓN.

No es fácil establecer cual es el método más adecuado en el proceso de privatización debido a la influencia que ejercen diferentes factores tales como:

- Posición competitiva de la empresa a privatizar.
- Regulación de los mercados.
- Pasado, presente y futuro del país.
- Existencia de grupos interesados en la privatización.
- Respeto de los derechos de los propietarios tras la privatización.
- Estructura del mercado de capitales e institucional del país.
- Voluntad de los inversores potenciales.
- Voluntad del Gobierno de dar entrada a inversores exteriores.

Las modalidades de privatización pueden agruparse en tres categorías muy amplias:

- Transferencia de la propiedad de los activos públicos al sector privado. Se puede llevar a cabo de diferentes maneras:

Venta directa.

Oferta de venta pública (en adelante, OPV).

Venta negociada de acciones y activos públicos.

- Concesiones, contratas y subvenciones públicas para la provisión de bienes y servicios por parte de las empresas del sector privado.
- Liberalización o desregulación de los mercados de monopolio legal, haciendo especial referencia a la libertad de entrada y de acceso de nuevas empresas al mismo.

Un estudio empírico realizado por Megginson y Netter (2001), sobre el método de privatización, muestra que de 1992 privatizaciones realizadas en 92 países, 767 empresas fueron privatizadas mediante ofertas públicas y 1225 se privatizaron mediante venta directa. Por su parte, y usando una muestra de 2477 privatizaciones en 108 países entre 1977 y 2000, Megginson et al. (2001), concluyen que la OPV es más usada en los

mercados menos desarrollados, probablemente para estimular el mercado de capitales, y para las empresas públicas mayores y más rentables. Por el contrario, el método de venta directa se usa más por aquellos Gobiernos que respetan los derechos de propiedad y por tanto no se teme una expropiación futura. No obstante, continúan, la opción del método de privatización depende de varios factores: económicos, políticos e institucionales, aspectos comerciales, ambiente político y legal y características específicas de la empresa a privatizar.

Un problema importante en las privatizaciones es cómo llevar a cabo la misma: de forma rápida o lenta, secuenciada o no, y con o sin reformas macroeconómicas complementarias. Pues bien, varios autores¹ han estudiado la importancia de la secuenciación y organización de la privatización, concluyendo en la importancia de la solvencia del programa de privatización y la localización del máximo número de inversores para aumentar la eficiencia de la empresa en el futuro.

Otra cuestión es si los Gobiernos deben reestructurar o no algunos aspectos de la empresa pública antes de ser privatizada, como por ejemplo la plantilla. El Banco Mundial (1999) opina que si se debería reestructurar la plantilla, así en el caso de la mano de obra sobrante, esta puede ser incluida en subsidios de desempleo o jubilaciones anticipadas.

En España, las privatizaciones se han llevado a cabo en dos grandes bloques, las primeras, utilizaron como método de privatización la venta directa, y eran principalmente empresas industriales, que presentaban pérdidas. Las segundas, fueron vendidas mediante oferta pública, y eran grandes empresas con alta rentabilidad, muy bien posicionadas en el mercado y con proyección internacional. En nuestra opinión los motivos que llevaron a la privatización fueron diferentes según el momento de la misma; así:

- La mayoría de las empresas del primer bloque fueron privatizadas en la primera fase, aún muy reciente nuestra incorporación a la Unión Europea. Se perseguía el saneamiento y reestructuración del sector público español.
- Por el contrario, el segundo bloque, está formado en su mayoría por empresas privatizadas en la década de los noventa con intenciones bien distintas como el

¹ Gupta y Davidson (2001), Villalonga (2000), Hailemariam et al (2002)

fortalecimiento del mercado de valores y la internacionalización de nuestra economía.

En algunas ocasiones se ha restringido la venta a algunos inversores, por ejemplo a los extranjeros, como en el caso de México, confiando exclusivamente en la venta directa. Según Jones et al. (1999) las privatizaciones de las mayores empresas estatales fueron mediante OPV, concretamente las 17 mayores. Según los datos recopilados en 59 países por Jones, entre 1977 y 1997 se realizaron 630 ofertas públicas iniciales, de las que 133 corresponden a China y Reino Unido (21%), 238 se llevaron a cabo en Europa Occidental, 160 en Asia, 88 en el Norte y Este de África, 64 en Europa Oriental, 31 en América del Norte y 18 en América del Sur; obteniéndose la suma de 446.000 millones \$.

En España, de acuerdo con Álvarez Otero (2000), se llevaron a cabo 20 OPVs – iniciales y subsiguientes – en el periodo 1985-1997. Según la autora son los inversores minoristas los que recogen la mayor parte de los beneficios de las privatizaciones más rentables en nuestro país. Este resultado es totalmente congruente con la política de incentivos específicos establecida por el Gobierno español para los inversores minoristas como son:

- Los descuentos explícitos respecto al precio de venta institucional para los inversores minoristas generales, o descuentos aún más importantes para empleados o jubilados.
- El bono de fidelidad, de manera que si el inversor mantiene su participación en la empresa por un mínimo de un año se le hace entrega gratuita de un número de acciones proporcional a su participación en el capital social.
- Garantías de precio aportadas en algunos casos, como el de Repsol, de manera que si la cotización de la acción en las sesiones bursátiles previas al año de la OPV hubiera sido inferior al precio de venta, la empresa emisora se obliga a compensar a los inversores minoristas por importe de hasta el 10% del precio.

Una característica importante de la OPV es que ésta puede tratarse de una OPV inicial, cuando la empresa que se vende no cotizaba con anterioridad en Bolsa, o de una OPV subsiguiente, cuando la empresa ya se negociaba en los mercados con anterioridad. La diferencia es importante, ya que las OPV subsiguientes tienen la ventaja de contar con una referencia clara para el precio de colocación. En las IPO (initial public offerings,

ofertas públicas iniciales), no existe esta referencia y, por tanto, uno de los momentos más críticos en la operación es el de la fijación del precio.

En Europa Central y Oriental se han subastado miles de negocios. En unos casos los Gobiernos han vendido directamente a un grupo de inversores o incluso a los empleados y directivos. En otros, el Gobierno limpió y saneó los activos materiales de la empresa.

Un caso particular de subasta, es la subasta secuencial, consistente en ofrecer en primer lugar una porción minoritaria del capital, para después, y aprovechando el conocimiento asimétrico de estos accionistas minoritarios lanzar otra subasta mayor, donde iría incluido el control de la empresa. Este procedimiento logra mayores ingresos que la subasta en bloque.

Otro caso particular, es la restitución a sus propietarios anteriores, que es una fórmula llevada a cabo en aquellos países que con anterioridad se habían llevado a cabo grandes nacionalizaciones. El objetivo de las restituciones de las pequeñas y medianas empresas es crear capitalismo en todas las capas de la sociedad que ayude al cambio del sistema económico.

En Cuervo (1997) se considera como formas de presentación del proceso de privatización: la gestión privada de la empresa pública, el fomento de la prestación privada de bienes y servicios públicos y la privatización propiamente dicha o venta de activos y empresas públicas.

- La gestión privada de la empresa pública consiste en la equiparación plena del marco jurídico, los criterios de evaluación – beneficios – y los sistemas de control de este tipo de empresas con los de la privada.

Esta forma de privatización es denominada por Vergés (2003), “privatización organizativa”.

- El fomento de la prestación privada de bienes y servicios públicos es una alternativa de privatización, al facilitar que un conjunto amplio de bienes y servicios públicos sean ofertados por el sector privado. El Estado determina los servicios y el nivel de funcionamiento requerido y el sector privado compite para producirlos y gestionarlos.

Este movimiento incluye una serie de medidas como:

- 1.- La transferencia de gestión y prestación de servicios públicos a entidades privadas, se privatiza la gestión de la empresa sin transferir la propiedad de los activos.
 - 2.- El establecimiento de acuerdos de contratación y subcontratación de servicios y actividades.
 - 3.- La realización de contratos de arrendamientos, que permitan el uso de activos de la empresa pública.
- La privatización de empresas propiamente dicha suele diferenciar en: a) la transferencia de propiedad o control del sector público al sector privado de activos sin uso o actividades secundarias de las empresas públicas o empresas públicas sin relevancia económica y social, y b) la privatización de las grandes empresas públicas que implica el desarrollo de una estrategia global de venta de empresas del sector público.

A la hora de elegir el método de privatización, los Gobiernos toman en consideración numerosos factores, tales como las características del mercado, los inversores potenciales, el ambiente institucional, y las características de la empresa a privatizar, así como sus propios objetivos políticos.

El nivel de valoración del mercado es un factor crítico a la hora de determinar el método de privatización, así si el mercado está alto, el método de oferta pública de venta será el más adecuado al objeto de incrementar los ingresos de la privatización. Diversos investigadores argumentan la relación positiva entre el volumen de ofertas públicas de venta e índice de la bolsa¹. Además la oferta pública se suele utilizar cuando los ingresos medios son similares en todo el país, pues aumentan el número de inversores potenciales y evita poner un precio demasiado bajo. Otros defienden que el nivel de actividad y contratación de la bolsa de valores es la característica más importante para el desarrollo del mercado de capitales². La mayor liquidez y profundidad del mercado promueve la eficacia informativa.

¹ Melle (1999); Rapallo (1999)

² Otero (2000); Bel y Costas,(2001)

Álvarez Otero (1998) afirma que un factor a tener en cuenta es el nivel de información disponible, pues la presencia de inversores informados hará que los que no lo están se enfrenten al llamado problema de la “maldición del ganador”, que se produce porque cuando logran suscribir acciones es probable que se trate de emisiones sobrevaloradas. Suponiendo que el mercado primario depende de la participación continuada de inversores no informados, en la medida que la demanda de informados sea insuficiente, resulta necesario buscar la manera de mantener a los no informados en el mercado. Un modo de conseguirlo es mediante la rebaja en el precio de los títulos.

La infravaloración es, por otra parte, una forma de transmitir el valor de los títulos a los potenciales compradores, porque si una empresa es capaz de soportar el coste que supone rebajar el precio de las acciones está señalizando sus expectativas favorables y previsiblemente, disfrutará de mayores posibilidades de obtener futura financiación y la adecuada valoración en el mercado de capitales.

Alternativamente, los Gobiernos pueden utilizar las privatizaciones para desarrollar el mercado financiero. Además, privatizando los Gobiernos pretenden desarrollar una nueva clase de accionistas que no existían antes, que no poseía antes acciones. Por otra parte, si el mercado de capitales está poco desarrollado o anticuado puede ser difícil que la privatización tenga éxito, en parte porque es difícil encontrar compradores. Si las desigualdades sociales son muy importantes es posible que se tenga que poner un precio demasiado bajo para fomentar el capitalismo popular, cuestión que choca frontalmente contra el objetivo recaudatorio.

La protección de la propiedad privada y el respeto de los compromisos contractuales a largo plazo, pueden tener un impacto importante en la política de privatización y en el método elegido. La mayor protección de lo privado decantará al Gobierno por el método de venta de activos. Para ello los inversores han de tener la convicción de que el Gobierno no renacionalizará o regulará o impondrá impuestos excesivos a la firma privatizada. Por el contrario, en las OPV en donde la empresa pública se vende a un número grande de inversores, el Gobierno ha de comprometerse a una

conducta determinada post-privatización. Además, la venta mediante oferta pública genera, por regla general, cientos de miles o millones de pequeños propietarios, por lo que la renacionalización generaría un elevado coste político. Finalmente, la protección del accionista también es un indicador global de protección de los derechos de propiedad, importante para los compradores potenciales mediante venta de activos.

Además podemos distinguir entre OPV institucional, dirigida a inversores institucionales (bancos, sociedades de valores, compañías de seguros, fondos de inversión,...), y OPV minorista dirigida a inversores particulares.

Las empresas privatizadas por métodos distintos de la OPV presenta una mayor heterogeneidad, es decir, no existe un perfil definido, ni en el aspecto financiero (unas tienen beneficios y otras pérdidas), ni en el tamaño, ni en el método de venta empleado.

Acudir al mercado de capital para la venta de empresas públicas presenta importantes ventajas: garantiza un mayor grado de transparencia, concurrencia y publicidad en todo el proceso; permite ampliar la base accionarial de las empresas; y potencia los mercados financieros al dotarlos de mayor profundidad y liquidez.

La elección del concurso público, en su alternativa de convocatoria universal, tiene el riesgo del elevado número de concursantes sin capacidades reales financieras y / o industriales, la falta de flexibilidad y pérdida de control ex post de la operación, así como la larga duración del proceso. Por el contrario, sin duda, facilita la transparencia y concurrencia del proceso.

El concurso público con convocatoria limitada implica determinar previamente los criterios de preselección de candidatos con el riesgo de discrecionalidad. No obstante, facilita la competencia entre compradores con capacidades reales contrastadas, se evita el riesgo de la asignación con criterios financieros (precio) al poder exigir como requisitos capacidades empresariales y directivas.

Los procesos de privatización han desarrollado instrumentos que han permitido su aceptación política. Uno de ellos es el denominado “acción de oro” (goldem share system) o la creación de acciones con derechos especiales y la creación de núcleos duros nacionales

de accionistas. El sistema de la creación de una acción específica, que analizaremos más adelante, se suele aplicar en aquellos supuestos en los que la protección de los intereses nacionales así lo exige o bien cuando con dicha acción se favorece la aceptación social y política del proceso.

La opción del método de privatización también se ve afectada por las características de la firma privatizada. Como cualquier empresa privada que busca financiación externa, un Gobierno debe considerar la incertidumbre con respecto al valor previo de la empresa pública al seleccionar el método de privatización. Al privatizar los Gobiernos deben considerar el grado de asimetría de información en la valoración de las acciones y elegir el método óptimo.

Como operación singular se puede mencionar el management buy out (MBO), que permite a los directivos y trabajadores adquirir la empresa. Es aplicable a pequeñas y medianas empresas y la financiación de la operación se realiza con base en los ahorros de los compradores o por medio de préstamos garantizados con los activos (acciones) de la empresa objeto de compra. Este método facilita la aceptación de la privatización, pero puede condicionar la concurrencia y valoración de la empresa privatizada.

La actuación posterior a la privatización de la compañía es determinante para el éxito del programa de privatización. Las primeras privatizaciones deben ser exitosas para animar a los inversores a participar en las privatizaciones posteriores. Se suelen privatizar primero grandes empresas, bien establecidas, donde hay poca asimetría informativa entre gerentes y mercado.

El sector al que pertenece la empresa pública también puede determinar el método de privatización a utilizar. La industria de defensa, transporte y energía puede ser de tal importancia estratégica que la propiedad extranjera no tenga cabida. Por ello, es más probable que se use el método de venta de activos.

1. 6. – OBJETIVOS DE LA PRIVATIZACIÓN.

El objetivo generalmente perseguido con la privatización ha sido la reducción de gastos y la realización de ingresos para las Haciendas Públicas; no obstante, en el caso de

los países europeos, las presiones derivadas de los requisitos de convergencia en la Unión Europea han sido un estímulo adicional para la búsqueda de nuevos ingresos.

La privatización persiguió también objetivos de carácter político, ya fuese para debilitar a sectores como los sindicatos, contrarios al proceso de privatización, o para buscar la creación de grupos sociales y económicos que se beneficien del proceso de privatización y aumenten el apoyo político a los gobiernos privatizadores.

Según Costas y Bell (1997), los objetivos perseguidos por la privatización fueron, en primer lugar, la reducción de los déficits presupuestarios, mediante la obtención de ingresos o la reducción del gasto público. En segundo lugar, la obtención de objetivos netamente políticos, como aumentar la adhesión al propio programa político y el debilitamiento de sectores adversos al mismo, como los sindicales. Y sólo ocasionalmente las medidas privatizadoras han sido acompañadas de la voluntad de introducir mayor eficiencia en la economía.

Algunas privatizaciones han perseguido mejorar la eficiencia del sector público y de la economía en general, transfiriendo al sector privado empresas que desenvolvían sus actividades productivas en entornos muy competitivos.

En cambio, García Echevarría (1999) destaca como primer objetivo impulsar una respuesta de eficiencia económica y social a través de los procesos empresariales privatizados dentro del ámbito de una economía global y crecientemente competitiva. Como segundo objetivo, las privatizaciones deben contribuir a crear y dinamizar los mercados, abriéndolos y obligando a una mayor eficiencia económica que sirva para cubrir las necesidades de las personas en mejores condiciones y a su satisfacción.

De acuerdo con García Echevarría, las claves del proceso de cambio en la empresa privatizada, consisten en dar una orientación de la actividad de la misma y una respuesta a

los tres grupos constitutivos de la empresa: a los clientes, logrando niveles de satisfacción que permitan su fidelización; al personal, por su integración y por su capacidad de adaptación a las nuevas estructuras competitivas; y a los accionistas, dándole respuesta a las expectativas generadas de creación de valor.

El estudio del caso español realizado por Sanchís (1996) que valora la privatización, reestructuración y la introducción de competencia en las empresas del INI y del INH entre 1978 y 1990, indica que la introducción de la competencia ha tendido a aumentar significativamente la eficiencia (productividad del trabajo) con pocas excepciones. Por su parte, Argimón et al. (1999), concluyen que la eficiencia productiva de las empresas puede aumentarse con medidas encaminadas a estimular la competencia de los mercados en donde operan, especialmente a través de la apertura al exterior.

Es casi imposible distinguir con claridad las razones de las privatizaciones. No obstante, podemos establecer como objetivos:

- Despolitizar las decisiones.
- Conseguir mayor eficiencia.
- Mayor grado de competitividad.
- Que los bienes expresen los costes reales.
- Que se refleje el verdadero coste del capital utilizado.
- Aumentar los fondos públicos.
- Evitar el despilfarro.
- Ampliar los mercados de capitales.

Rapallo (1999) afirma que el primer área objeto de la privatización es aquella en la que los mercados funcionan correctamente o, al menos, funcionarían si se lo permitieran, esto es, donde la empresa pública es competitiva con la empresas privadas no intervenidas. Una

segunda área a considerar es aquella donde los mercados no funcionan correctamente, es decir, existen fallos del mercado.

Finalmente, según el informe de la OCDE (2002), se ha traspasado ya la propiedad de las grandes empresas que eran vendibles con facilidad, y que se vieron como indicadores de la orientación gubernamental del momento. Un factor adicional es que parte de las empresas que generaban pérdidas y no eran vendibles con expectativas de continuidad en la actividad, se han ido cerrando. Otras se vendieron discretamente para facilitar su cierre ordenado sin generar tensiones políticas. Sin embargo, en la mayor parte de los países industrializados, quedan todavía activos empresariales que están siendo preparados para lanzarlos al mercado en cuanto sus características, de una parte, y el momento económico, de otra, lo aconsejen.

1. 7. - PRINCIPIOS Y RECOMENDACIONES.

Las siguientes recomendaciones pueden ser útiles para el desarrollo natural del proceso de privatización:

- Los procesos de privatización deben ser transparentes, evitando trasladar responsabilidades ajenas a las compañías y consolidando la libre competencia.
- Para asegurar una atmósfera competitiva en la industria, las reglas del juego deben ser dadas antes de iniciarse el proceso de privatización.
- El Gobierno debe cumplir su única tarea válida en una economía de mercado: hacer cumplir los contratos, respetar el derecho de propiedad de los bienes legalmente adquiridos y garantizar su libre transferencia.
- Los Gobiernos deberían establecer, como un requisito ineludible una política monetaria estable (reglas monetarias predecibles y claras) y políticas de libre mercado (desregulación, impuestos mínimos y equilibrio fiscal).
- Vender primero las pequeñas empresas para adquirir experiencia, generar credibilidad y atraer inversores.

- Establecer medidas de apoyo público a los problemas sociales generados por el programa de reformas.

Errunza y Mazundar (2000) concluyen que para maximizar el valor de la firma post-privatización debe priorizarse el programa de privatización, de tal forma que, primero deben venderse las empresas fuertemente subvencionadas, después debe mantenerse la propiedad en manos de inversores domésticos, eliminarse los poderes monopolísticos y reducir las deudas de la empresa pública antes de la privatización.

Boutchkova y Megginson (2000) hacen las siguientes recomendaciones a los Gobiernos que piensan poner en marcha programas de privatización a gran escala:

- El programa de privatización ha de ser ejecutado adecuadamente para promover el crecimiento del mercado de valores.
- El precio ha de ser atractivo para atraer muchos inversores.
- El programa ha de ser concienzudo y la asignación ha de dar preferencia a los inversores domésticos y a un gran número de ciudadanos.
- Finalmente, ha de diseñarse un sistema de gobierno corporativo eficaz para la compañía privatizada.

Además en teoría, para que la privatización tenga éxito, según Ruza (1994), existe la necesidad de que se reúnan ciertas condiciones. En primer lugar, la privatización debe ser hecha por las autoridades políticas, pero con el apoyo y con la concordancia de la opinión pública. En segundo lugar, las empresas privatizadas deben actuar en mercados liberalizados, de tal forma que exista competencia entre ellas. En tercer lugar, es deseable que los servicios públicos proporcionados por el sector privado sean específicos, o por lo menos cuantificables para así poder determinar resultados.

Según Cuervo (1997), el éxito del proceso de privatización se vincula a:

- El correcto funcionamiento de los sistemas de control de los directivos, en concreto de los mercados de capitales, en el caso de que la misma se produzca con una gran dispersión del accionariado, para que aquellos tengan estímulos para un comportamiento eficiente.
- La existencia de reguladores eficientes y con experiencia cuando exista un monopolio natural, para eliminar barreras de entrada en los mercados.
- Finalmente, el funcionamiento eficiente de los mecanismos reguladores de las suspensiones de pagos y quiebras deben servir como estímulo para que afecte el comportamiento de los miembros de la empresa y evite toda operación de renacionalización.

Además el citado éxito presenta dos bases: el cambio en la propiedad de la empresa, o el análisis de la variable propiedad como explicación de la mejora de la eficiencia y la desregulación o necesidad del aumento de la competencia para el logro de la eficiencia de la empresa y de una cultura de flexibilidad e innovación empresarial.

Por otra parte, dentro del Mercado Único no se cuestiona la propiedad de la empresa, pero toda intervención pública deber ser neutral¹. El problema del entorno europeo es determinar cuándo una empresa pública, que es la receptora de las mas cuantiosas ayudas, se beneficia de una ayuda del Estado.

¹ Para garantizar el principio de neutralidad, toda ayuda debe evaluarse como la diferencia entre las condiciones de los fondos y otras ayudas que el Estado aporte a la empresa pública y las que un inversor privado obtendría en la condiciones normales de una economía de mercado y que aceptaría para realizar la misma operación. El criterio del inversor privado, con el que se compara la intervención del sector público, no es tanto el de un inversor colocando capital con una óptica de corto plazo, sino la de una empresa o grupo que busca rentabilidad a medio y largo plazo para el conjunto de sus negocios, es decir, que pretende maximizar el valor de sus inversiones

CAPÍTULO DOS: EFECTOS DE LAS PRIVATIZACIONES.

2.1. – INTRODUCCIÓN.

Los efectos de las privatizaciones en los resultados empresariales se pueden analizar empleando dos metodologías distintas:

- Mediante un estudio de los casos antes y después de una privatización con el objeto de revelar mejoras en la gestión de una empresa después de su privatización o de verificar menores costes al contratar servicios públicos con oferentes privados.
- A través de estudios comparativos de empresas públicas y privadas que operan simultáneamente en el mismo sector de actividad.

En España existen varios trabajos que analizan el comportamiento diferencial de empresas públicas y privadas en diferentes períodos temporales. En todos ellos se realiza un análisis económico financiero basado en la metodología de los ratios, coincidiendo en sus principales conclusiones que evidencian un comportamiento más ineficiente para las empresas públicas frente a las privadas. Otra de las consecuencias observadas en España ha sido el desplazamiento del poder de decisión en algunas grandes empresas a otros países, dado que muchas de las empresas importantes vendidas han pasado a estar bajo control de capital extranjero.

Los estudios empíricos realizados en las economías desarrolladas ofrecen un apoyo limitado asociado a la mejora significativa del rendimiento operativo y financiero de las empresas tras la privatización². Casi todos hablan de incremento de producción, eficiencia, rentabilidad, capital invertido y descenso de apalancamiento. Por el contrario, respecto al empleo, no parece que la privatización produzca una reducción automática del mismo.

De los estudios empíricos realizados en las economías en transición, podemos destacar el caso de la antigua URSS y China³. En el caso de Rusia la conclusión más relevante, es el uso de la información privilegiada, por parte del directivo, que ha hecho fracasar las privatizaciones, concentrándose la propiedad en manos de estos. China ha emprendido reformas importantes desde 1978, incrementando de forma significativa la

² D'Souza, et al. (2000); Megginson and Netter (2001).

³ Fox et al. (2000); Dongwei (2000)

productividad total, sobre todo a base de incentivos y descentralizando la producción, todo ello por una doble vía, liberalizando el mercado y mejorando la eficiencia.

Entre las ventajas de las privatizaciones, los profesores Boubakri y Cosset (1998), enumeran las siguientes:

- Al privatizarse, las empresas incrementan su rentabilidad.
- En las compañías cedidas al mercado, se da también una mayor eficiencia.
- Cuando el Estado deja de ser el accionista mayoritario, también aumenta la inversión.
- La producción de las empresas también aumenta.
- En principio, muchas compañías estatales tienen más empleados de lo necesario. Sin embargo, la privatización no destruye empleo sino que por el contrario lo crea, probablemente porque se da un incremento de la producción.
- Las privatizaciones implican una reducción del endeudamiento.
- En cuanto a los dividendos, se produce un claro incremento.

También plantean aspectos negativos o desventajas, así las privatizaciones no han tenido, frecuentemente, un apoyo mayoritario. Por otra parte, una consecuencia del proceso privatizador, que preocupa a los analistas, es la concentración de riqueza y de poder que supone. Finalmente, se cuestiona la idea de que la empresa privada sea siempre más eficiente que la pública; los críticos del proceso de privatizaciones se preguntan si tiene sentido exigirle a la empresa pública el mismo grado de eficiencia que a la privada, toda vez que las primeras operan no sólo en función de su rentabilidad económica, sino fundamentalmente, en función de su rentabilidad social.

El éxito de los programas de privatización está lejos de ser universal. Más aún, las crisis post-privatización han llevado a algunos Gobiernos a aplazar o abandonar dichos programas. A menudo, la razón ha sido la falta de políticas gubernamentales a largo plazo o la ineptitud de los empresarios.

Una parte de la literatura ha manifestado también los efectos de la privatización sobre los mercados financieros y la estructura de propiedad. Los Gobiernos han de proteger los derechos del accionista para generar una población de propietarios extendida. La

ampliación de los mercados financieros ha afectado a la cantidad y calidad de privatizaciones. De hecho la liquidez del mercado facilita la venta y promueve la monitorización.

Entre los factores determinantes de la cantidad y calidad de privatización, Bortolotti et al. (2000), destacan los siguientes:

- La privatización es más probable que se lleve a cabo por un Gobierno conservador y eligiendo el método de oferta pública.
- Si la credibilidad del Gobierno es alta la privatización será más atractiva y se obtendrán mayores recursos.
- Los Gobiernos con déficit se verán más forzados a privatizar empresas mayores, más eficientes y un mayor número de participaciones, entregando el gobierno corporativo si es necesario.
- Cuando los derechos legales de los accionistas están protegidos se obtiene mayor rendimiento en la privatización, provocando un mayor desarrollo del mercado financiero y la atomización de la propiedad.
- La liquidez del mercado beneficia la supervisión y la afluencia de información.

Otra consideración post-privatización importante es la referida a las regulaciones legales y al papel que la ley debe jugar tras la privatización sobre todo en los Estados emergentes. Schuck (1999), destaca tres aspectos:

- Crear e institucionalizar la presunción a favor de la solución de los problemas sociales por el mercado.
- Maximizar la efectividad de la regulación cuando deba ser usada.
- Crear instituciones y procesos que puedan ayudar, supervisar y disciplinar la combinación mercado-regulación.

Schuck, basándose en la experiencia americana, afirma que en una democracia responsable como la de EEUU, las regulaciones legales post-privatización requerirán un derecho privado definido escrupulosamente y que refuerce los derechos de propiedad.

No pueden pasarse por alto algunos efectos distributivos de la privatización, como son los resultantes del debilitamiento del poder sindical, los asociados al perjuicio para los no compradores de una venta de títulos a precio inferior al mercado, o los más sutiles derivados de la redistribución de riesgos en la economía (González Páramo, 1995). Así para Bös (2000), la aversión al riesgo es menor cuanto más rico es un individuo. El ahorrador medio tiende a preferir los títulos de renta fija a las acciones. Al privatizar, redistribuimos títulos a favor de los más amantes del riesgo, es decir, de inversores cuya renta es superior al promedio. Si para la colocación de las acciones resulta necesario infravalorar los precios de los títulos, el llamado capitalismo popular no parece el mejor medio de redistribuir.

Desde otro ángulo, de acuerdo con Gámir (1999b), si una empresa pública tiene pérdidas financiadas desde los Presupuestos Generales del Estado, se produce automáticamente una transferencia de rentas hacia la región en la que está asentada, que afecta no sólo a los que trabajan en ella, sino que tiene efectos indirectos sobre los proveedores, el comercio de la zona, etc... Incluso si una empresa pública tiene beneficios, pero no los maximiza por razones que afectan al área en cuestión, significa también una transferencia de renta y /o un mantenimiento del empleo por encima de lo que haría el mercado.

También se puede argumentar que en el grado en que el sistema fiscal es progresivo, las empresas públicas con pérdidas implican una transferencia de rentas a trabajadores de dichas empresas.

2. 2. – CONSIDERACIONES POLÍTICAS.

El clima político imperante en un momento dado pueden ser determinante para los avances o retrocesos de las políticas de privatización. De ahí la importancia, para los privatizadores, de aprovechar las ventanas de oportunidad que se presentan, a veces, durante períodos de tiempo limitados.

Una cuestión relevante es si las privatizaciones pueden utilizarse para obtener ventajas electorales, es decir, si un programa de privatización puede ser orientado hacia sectores de la población con el fin de asegurarse la reelección en los comicios siguientes. Hay estudios que demuestran como los Gobiernos infravaloran las acciones¹ y se inclinan por un modelo de asignación que favorezca a los inversionistas domésticos.

A menudo se dice que los Gobiernos de derechas son más proclives a privatizar y la razón que se argumenta es la preferencia por la creación de una clase capitalista que les apoye políticamente con su voto.

Los estudios empíricos realizados por Biais y Perotti (2000), demuestran cómo los Gobiernos conservadores son más proclives a asignar acciones a precios inferiores aún sea a costa de la maximización del ingreso de la privatización, intentando asegurarse el voto popular; sin embargo, los Gobiernos de izquierdas parecen inclinarse más por la maximización del ingreso y usar estos recursos para otros fines. Está demostrado que las privatizaciones tienen motivaciones políticas, es por tanto imprescindible tener en cuenta la ideología política del Gobierno y las limitaciones presupuestarias dentro de los análisis.

Por otra parte posiblemente en sociedades donde la clase media es relativamente pobre, ha de motivarse políticamente reduciendo fuertemente el precio. No obstante, puede ser imposible cambiar las preferencias de los electores si las desigualdades son muy importantes o el programa de privatización no es lo suficientemente grande.

Los esquemas de la privatización, incluyen a veces, rasgos que imposibilitan la reventa o la hacen imposible, o bien no son vendibles hasta después de las elecciones. En otras ocasiones se ha incentivado el mantenimiento de la propiedad de las acciones durante un largo período de tiempo (caso de Telefónica en España, por ejemplo), reduciendo impuestos sobre plusvalías o distribuyendo acciones libres.

Un sistema de privatización, que equivale a condicionar el conjunto de decisiones empresariales post-privatización, es el denominado “golden share” o acción de oro, del que

¹ Megginson y Netter (2001); Álvarez y González (2000)

hablaremos más adelante. Según el profesor Cuervo (1998), con este sistema, la privatización plena de la empresa se producirá transcurrida no sólo la vigencia de la acción de oro, sino después de un cambio en la presidencia de la empresa y del partido del Gobierno y que el potencial uso de la acción de oro puede afectar al precio de las acciones en la privatización (España es un buen ejemplo de ello: Repsol, Telefónica, Endesa, Iberia,...).

Biais y Perotti (2000) obtienen evidencia que las políticas de privatización diseñadas para cambiar las preferencias políticas es más probable que tengan éxito si:

- El tamaño de la privatización es grande.
- El aumento de la eficiencia de la firma privatizada es grande.
- El porcentaje de acciones vendidas a gerentes y personas con información privilegiada es bajo.

Por último, siguiendo a Cuervo (1998), se supone que los políticos buscan maximizar su permanencia en el poder, por ello, están vinculados al mercado de votos. Debido a ello se desarrollan acciones vinculadas a satisfacer demandas de grupos de presión, más que a maximizar el resultado esperado de la empresa. El punto central de dicho razonamiento es la ausencia de otros motivos, en lugar de una función de utilidad centrada en las compensaciones económicas y no económicas de los individuos, como incentivos nacionales, altruismo, orgullo en el servicio público, que pudiera motivar a los directivos de las empresas públicas a la búsqueda de la eficiencia.

2.3. – ORIGEN DE LAS MEJORAS EN EL RENDIMIENTO POST-PRIVATIZACIÓN.

Según D'Souza y Megginson (1999), más de 100 gobiernos han privatizado sus empresas públicas desde 1980, alcanzando unos ingresos de 750 mil millones de dólares sólo a través del método OPVs durante esos 20 años. El valor de mercado de las ofertas superan hoy los 3,4 billones de dólares e invariablemente casi todos han privatizado la primera o segunda empresa pública más valiosa.

De acuerdo con la literatura económica, podemos enumerar tres motivos de mejoras en el rendimiento tras la privatización:

- La privatización doblega a los directivos a la presión del mercado y a la supervisión por los inversores orientados a los beneficios. El mercado de capitales proporciona la oportunidad de adquisición de acciones por desconocidos e introduce disciplina en la labor directiva, pudiéndose unir ésta a compensaciones según rendimiento. Las empresas públicas, por el contrario, son inmunes al control del mercado de capitales, por lo que es probable, que la actuación gerencial se supervise inadecuadamente. No obstante, en los mercados de capitales poco desarrollados, la propiedad pública puede ser una ventaja por el mayor acceso a la información y por el mayor poder sancionador sobre el directivo del que gozan los poderes públicos.

Adicionalmente, un mercado financiero activo y desarrollado permite el acceso de las grandes firmas privatizadas al capital necesario para la reestructuración y modernización; disponiendo, además, de una información más actual y eficaz. Por otra parte, cuanto más se protegen los derechos del accionista más fácil es la privatización y adicionalmente, mayor es la supervisión al directivo, debiendo protegerse adecuadamente los derechos de los minoritarios.

- El cambio de propiedad redefine los objetivos de la empresa y los incentivos de los directivos. Mientras son públicas las empresas siguen objetivos múltiples y a veces contradictorios. La influencia de los Gobiernos puede ser muy significativa según la influencia de sus políticas. Las empresas privadas buscan, básicamente, la maximización del beneficio, por tanto sus objetivos giran en torno a aquel; en cambio, las empresas públicas chocan frecuentemente con dicha maximización.

La presencia de inversores extranjeros también puede aumentar la eficacia post-privatización. Distintos estudios empíricos¹ demuestran una relación directa entre la propiedad extranjera y el aumento de intercambios con el exterior. También el porcentaje de propiedad por empleado puede influir en el rendimiento post-privatización.

- Al liberar la empresa del control del Gobierno crecen las oportunidades, mientras que las empresas públicas están sujetas a las restricciones financieras impuestas por las

¹ Djankov (1998); Djankov y Pohl (1997)

necesidades del sector público; además al directivo público le puede faltar la capacidad para dirigir la firma privatizada en el mercado competitivo.

En cualquier caso, la evidencia empírica de que la propiedad afecta al rendimiento de las empresas ha ido en aumento, como documentan Megginson et al. (1994), que demuestran rentabilidades altas post-privatización y capitalización del mercado de valores.

Además, el rendimiento no solo se ve afectado por el tipo de propiedad sino que, también se ve afectado por el tipo de dueños privados. Así Morck et al. (1989) evidencian que la propiedad de directivos de niveles inferiores afecta al rendimiento, pero en menor medida que la propiedad de directivos de niveles superiores.

Otras explicaciones de rendimientos post-privatización apuntan hacia la mayor o menor inclinación al riesgo y la innovación de los distintos tipos de propietarios. En un trabajo realizado por Frydman et al. (1998), con una muestra de 215 empresas privatizadas en la República Checa, Hungría y Polonia se prueba que la reestructuración de los productos unido al espíritu empresarial, esto es, la mayor aceptación de riesgos, permite a sus empresas conquistar mercados y aumentar los ingresos.

Boubakri et al. (2001), utilizando una muestra de 189 firmas privatizadas en 72 países en desarrollo en el período 1980 – 1997, documentan aumentos de rentabilidad, eficiencia, inversión y rendimiento consistente con la separación entre la propiedad y el control en la empresas públicas. El resultado también revela el fracaso de los programas de privatización en los que los Gobiernos no han tomado previamente medidas liberalizadoras de los países desarrollados.

También se demuestran mejoras en eficacia y rendimiento de las empresas donde se cede el gobierno corporativo y para países con mercados más desarrollados y con los derechos de propiedad más protegidos.

2.4. – PROPIEDAD DE LOS TRABAJADORES EN LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.

El desarrollo actual de la propiedad de los trabajadores parece constituir una forma de propiedad instrumental en la transmisión entre propiedad estatal y la propiedad privada. La propiedad de los trabajadores es un fenómeno que ha adquirido importancia durante las últimas décadas. En pocos años, decenas de millones de trabajadores han adquirido porcentajes significativos de la propiedad de miles de empresas en todo el mundo¹.

Así, Chile, durante la denominada “segunda ronda”¹, adquirió una gran importancia la entrega de parte de la propiedad de las empresas privatizadas a sus trabajadores. La condiciones de compra ofrecidas a los trabajadores fueron muy generosas, y por lo general los precios fueron inferiores a los de mercado. Para financiar la compra, se anticipó a los trabajadores hasta el 50% de su fondo de indemnización.

El proceso de privatización ruso se apoyó en buena medida en la propiedad de los trabajadores. Tanto es así que la mayoría de las empresas medianas y grandes fueron vendidas a sus trabajadores y ejecutivos, quienes, en general, adquirieron alrededor del 50% de la propiedad de las mismas.

En el caso de Hungría, las privatizaciones se han realizado en varias fases; la primera de ellas ha sido denominada “privatización de los buitres”, en la que los ejecutivos lograron adquirir mediante formas semifraudulentas, una buena parte de las empresas que dirigían.

¹ La forma principal de propiedad de los trabajadores, al menos desde el punto de vista cuantitativo, la constituye la propiedad accionarial de los fondos de pensiones: Es decir, se trata de una propiedad indirecta. En EEUU es la forma más extendida de propiedad de los trabajadores. Otras formas más directas de propiedad son aquellas que les otorgan la propiedad jurídica sobre una parte sustancial de las acciones de la empresa donde trabaja.

¹ La “segunda ronda” se refiere a las privatizaciones llevadas a cabo en Chile entre los años 1984 y 1990.

En China, la propiedad de los trabajadores es percibida como un camino de desarrollo de la propiedad privada tanto en el sector de empresas estatales como en las empresas de pueblos y aldeas. Es sobre todo en las empresas pequeñas donde la propiedad de los trabajadores se está utilizando ampliamente como forma privatizadora.

En Argentina, que ha venido desarrollando un audaz programa de privatización de empresas públicas, se han vendido inicialmente a los trabajadores alrededor de un 10% de la propiedad de éstas. Otro tanto ha ocurrido en México y, en general, lo mismo puede apreciarse en muchos países en desarrollo.

Un caso a destacar es el de Jamaica, donde la Ley estimula la participación de los trabajadores de varias maneras. Así, pueden comprar acciones descontándolas de sus propios impuestos o la compañía puede comprarlas por ellos, dándoles facilidades para su reembolso mediante diferentes mecanismos.

Sin embargo, se ha verificado que los trabajadores pierden su propiedad sobre las empresas privatizadas y al cabo de pocos años estas quedan en poder de grupos capitalistas. Según Megginson y Netter (2001) los estudios demuestran que en las empresas privatizadas, que tenían inicialmente más de cien mil trabajadores, desciende el número de trabajadores propietarios en un 33% en los cinco años siguientes a la privatización.

2.5. – GOBIERNO CORPORATIVO Y BENEFICIOS PRIVADOS DEL CONTROL.

Tradicionalmente, una acción ordinaria cualquiera ha otorgado la misma recompensa para el accionista. Sin embargo, en los últimos veinte años, ha ido ganando terreno una idea diferente: un accionista que tiene control en el gobierno corporativo, obtiene beneficios no compartidos con otros accionistas. De hecho, la idea de los beneficios privados del control se ha vuelto objeto de estudio de la reciente literatura, tanto teórica como empírica.

La literatura identifica los beneficios privados del control como el valor psicológico que atribuyen algunos accionistas al hecho de tener el mando, o mejor, como afirma

Monterrey (2002), las rentas que los directivos y / o accionistas de control pueden extraer de la compañía, generalmente a expensas o perjuicio de los minoritarios¹.

Los beneficios privados del control no son difíciles de observar, pero son muy difíciles de cuantificar. Existen dos métodos de identificación. El primero, atribuido a Barclay y Holderness (1989), enfoca el problema teniendo en cuenta las transferencias del bloque de control, cuando cambia de manos; su valor se mide por la diferencia entre el precio pagado y el precio de mercado el día después del anuncio de la venta; a esta diferencia se le llama prima de mando y representa la estimación de los beneficios del mando disfrutados por el grupo de control. El segundo método estima el valor de los beneficios de control por la diferencia de valor entre las acciones sin y con derecho a voto.

De esta manera, cuando los beneficios del control son superiores, los ingresos de la privatización serán mayores y el Gobierno utilizará, probablemente, el método de venta directa frente a la oferta pública de venta.

Utilizando una muestra de 412 observaciones de transacciones realizadas en 39 países entre los años 1990 y 2000, Dyck y Zingales (2001), concluyen igualmente, que los Gobiernos de los países con beneficios privados superiores suelen utilizar mayoritariamente el procedimiento de venta directa en sus privatizaciones.

Leuz et al. (2002), contrastan la hipótesis de que los internos manipulan la información para enmascarar sus beneficios privados del control, examinan 31 países y encuentran diferencias notables en las posibilidades de manipulación.

En España, Vidal y García (2000) obtienen evidencia empírica de que la separación entre propiedad y control puede tener efectos negativos para los accionistas, bien porque los directivos no prestan la atención que debieran en la formación de alianzas o bien porque utilizan esas mismas alianzas en su propio beneficio. Utilizando una muestra de 72 alianzas globales, durante el período 1987 – 1997, en las que participaba una empresa

¹ Como ventaja principal que puede utilizar el grupo de control estaría el uso del dinero de la empresa para pagar gratificaciones, hacer regalos, o para otros destinos más oscuros; también podrían evaluarse decisiones como el precio justo de un producto, el proveedor más conveniente en calidad y precio, o la información de un directivo.

española admitida a cotización oficial en la Bolsa de Madrid, concluyen que la participación estatal en el capital de la compañía resulta ser una variable que destruye valor en las alianzas, y por otro lado, la mayor antigüedad del presidente ejecutivo en el cargo en el momento en que se anuncia la alianza resulta ser un indicador de destrucción de riqueza. Estos resultados, por tanto, tomados en su conjunto vienen a mostrar que la formación de alianzas globales debería ser supervisada de forma muy rigurosa por los accionistas de las empresas.

El establecimiento de algún control después de la OPV está en consonancia con las prácticas internacionales donde, según un estudio de Jones et al.(1999), de una muestra de 107 OPV internacionales entre 1977 y 1997, los Estados se reservaron dicho control en un 82% de los casos. Este porcentaje aumenta hasta el 93% en las operaciones realizadas en Reino Unido. Los autores afirman que los Gobiernos diseñan los programas de privatización para favorecer sus objetivos económicos y políticos¹.

Como es asumido por toda la literatura, los accionistas están relacionados con la empresa mediante contratos incompletos. Teóricamente, son los dueños de la empresa y, como tales, tienen el control residual de la misma. Esto es, en caso de que no obtengan sus objetivos o que las partes con derechos de uso abusen, los accionistas tienen poder para amenazar con cambiar ese uso de la empresa. Esto ocurre, de manera similar, en los contratos de deuda cuando, en caso de impago, el activo pasa al control del prestamista.

En caso de separación entre propiedad y control, en la empresa privada, las opciones que tienen los accionistas pueden ser: salir de la empresa y tratar de influir sobre ella o, “seguir la corriente”. Asumiendo que sus objetivos son la maximización del

¹ Un sistema de control post-privatización del gobierno corporativo y de las decisiones de la sociedad, muy utilizado por los Gobiernos privatizadores, ha sido la “acción de oro” o acción especial, que equivale a condicionar un conjunto de decisiones empresariales con el fin de proteger los intereses generales mediante la sujeción a un régimen de autorización administrativa. La limitación, entre otras, de los cambios de propiedad de la acción de oro facilita la búsqueda de beneficios privados por parte de los accionistas estables, ya que es difícil que pierdan sus posiciones de dominio bajo el “paraguas” del interés nacional.

Junto con la acción de oro, los procesos de privatización se plantean, en algunos casos, la creación de un núcleo duro de accionistas que se comprometen a dar continuidad al proyecto empresarial. Al configurar estos grupos de accionistas se intenta asegurar tanto el mantenimiento del supuesto interés nacional, como la presencia indirecta del Gobierno después de privatizada la empresa por la vinculación informal que se crea entre él y los “insiders” de la empresa.

rendimiento de la inversión, en caso de que la empresa no produzca un rendimiento mínimo, los accionistas individuales dejan la empresa. Si un número suficiente de accionistas deja la empresa, el precio cae y esto ofrece la oportunidad a un accionista potencial o actual de tratar de controlar la empresa y reformarla, esto es, el mercado de control corporativo. Si los accionistas que salen no son reemplazados, la empresa desaparece como tal. Alternativamente, el accionista puede tratar de ejercer influencia en los procesos de la empresa.

La empresa pública es propiedad de los ciudadanos – los electores – y por ello produce un elevado coste de control y un escaso beneficio a los mismos; la venta de derechos de propiedad es muy costosa ya que se vincula obligatoriamente con el derecho de residencia – cambio de nacionalidad – o por la acción política – cambio de gobierno – . En ambos casos, los costes de cambio de residencia o de acción política implican unos costes para el individuo mayores que los beneficios que pudiera recibir. En la empresa pública la propiedad tiene, pues, un papel pasivo, ya que concede el control al Gobierno y a la dirección de la empresas públicas. Los incentivos de los propietarios – de los electores – para vender sus derechos, dado su coste, se eliminan. No es lo mismo dirigir una empresa desde el Gobierno y actuar como si fuera el propietario, que serlo de verdad y con la posibilidad de obtener los beneficios o sufrir las pérdidas.

Para Hernández y López de Castro (2000), el problema de agencia se da tanto en la empresa privada como en la pública. La existencia de costes de agencia no marca la diferencia entre empresas públicas y privadas, sino entre organizaciones complejas y simples. Pero lo cierto es que en las públicas tiende a existir una mayor complejidad que en las privadas. Dicho de otro modo, los costes de agencia en la empresa pública son más altos: en particular, el control de los ciudadanos – principales últimos - es todavía más indirecto que el que ejercen los accionistas en la empresa privada, al estar más dispersa la propiedad en aquélla. Todo ello implica una mayor capacidad de actuar discrecionalmente para los directivos de la empresa pública.

2.6. – PRIVATIZACION Y CRECIMIENTO DEL MERCADO DE CAPITALES.

La evolución histórica del mercado de valores demuestra que las privatizaciones han tenido mucho que ver con este crecimiento, sobre todo porque las empresas

privatizadas han sido las mayores en casi todos los países del mundo. Las empresas privatizadas son, a menudo, un porcentaje importante del total de la bolsa del país y también se corresponden con importantes porcentajes de capitalización del mercado total. Dos de las manifestaciones más importantes del ascenso del capitalismo intelectual y económico han sido el rápido crecimiento del volumen de operaciones y capitalización del mercado de valores y la extensión de los programas de privatización. Además, recientes estudios empíricos han llegado a resultados concluyentes sobre la relación entre el desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico.

Según Boutchkon y Megginson (2000), la capitalización del mercado de valores en países desarrollados, excepto Japón, se multiplicó por 10 entre los años 1983 y 1999. En los países en desarrollo el aumento en esos 16 años fue de 26 veces. El volumen ha aumentado más aún, de 1,2 billones de dólares pasó a 37,5 billones dólares. Como porcentaje del PIB, la capitalización pasó del 51,8% en 1983 al 81,6% en 1998 (en España del 22,6 % al 52,5%) y por volumen de operaciones del 29 al 79,3% del PIB (en España del 8,3 al 126,2%). Otro dato que avala el crecimiento espectacular del mercado de valores es que las emisiones de valores se han quintuplicado entre 1990 y 1999.

Como documentan Megginson et al.(2001), los Gobiernos han utilizado generalmente las ofertas públicas de venta para privatizar las grandes empresas públicas, incrementándose espectacularmente el número de propietarios individuales, atraídos en parte por las buenas condiciones de las ofertas. Muchos Gobiernos han promovido también la cultura de la propiedad accionarial con los programas de privatización, privatizando las empresas mayores y más atractivas económicamente. Con todo ello se ha conseguido que los programas de privatización tengan una influencia notable en el crecimiento de las bolsas de valores y en la participación individual o institucional en la propiedad de las empresas privatizadas.

La mayor recompensa del aumento de eficiencia y liquidez del mercado de valores¹, además de la posibilidad de financiación de oportunidades, es la posibilidad de

¹ El mercado de capitales ha ganado la batalla a los intermediarios financieros, especialmente los bancos comerciales, para convertirse en las fuentes externas dominantes en la financiación de las grandes empresas en el mundo desarrollado. Así el crédito bancario ha permanecido estable en la década de los noventa, en torno al 125% medido en relación al PIB.

control. Por otra parte, el crecimiento del mercado de capitales, además de apoyar el crecimiento económico, permite a las empresas consolidar oportunidades de inversión (Megginson et al., 2000).

Un reto importante para todas las economías es crear las condiciones necesarias para la existencia de un vigoroso mercado de capitales. No es tarea sencilla, habida cuenta que se trata de una estructura compleja de instituciones legales y de mercado, tendentes a asegurar que se recibe información fiable y las decisiones adoptadas son adecuadas (Black, 2001).

2.7. – PRIVATIZACIÓN Y EFICIENCIA.

De las razones que explican la tendencia privatizadora en el mundo – económicas, financieras y políticas – las primeras se resumen en la mejora de la eficiencia empresarial a que den lugar tanto el cambio de propiedad en sí como las medidas que, en ciertos casos, deben complementar a la privatización en sentido estricto. Por otra parte, la eficiencia empresarial, puede considerarse como la más significativa, teniendo en cuenta que, en primer lugar, el objetivo financiero sólo tiene sentido si el ingreso obtenido por el Estado procedente de la venta de la empresa es mayor que el valor actual de los flujos de caja futuros que deja de percibir. Y, en principio, los compradores sólo estarán dispuestos a pagar ese precio superior si esperan que el cambio de propiedad se traduzca en una gestión más eficiente de la empresa. Por ello, este objetivo se vincula a la mejora de la eficiencia empresarial¹.

De acuerdo con Cuervo (1997b), la empresa privada utiliza como indicador de eficiencia el beneficio contable, pues recoge tanto la productividad y los costes como el grado de manejo de los precios – poder de mercado – y el efecto apalancamiento con base

Uno de los motivos del cambio es la mejor monitorización realizada por los mercados financieros y mejor protección del inversor.

¹ Se suelen diferenciar dos tipos de eficiencia en la empresa: eficiencia asignativa y eficiencia técnica. La primera se vincula al comportamiento en mercados competitivos cuando el precio se acerca al coste marginal, cuando los recursos no pueden reasignarse sin que alguien empeore. La eficiencia productiva se centra no en los mercados sino en la organización interna de la empresa en la búsqueda de la minimización de sus costes.

en la deuda. Como indicadores de beneficio se suelen utilizar la rentabilidad económica o beneficio antes de gastos financieros con relación a los activos productivos medios empleados, que a su vez, dependen de la rotación y el margen; y la rentabilidad financiera o relación entre beneficios contables y fondos propios. Con todo, el indicador último es la maximización del valor de la empresa en el mercado, que aúna tres componentes: rentabilidad económica, coste del capital y tasa de crecimiento de la empresa. Para los accionistas el objetivo es la maximización del valor de los fondos propios en el mercado, que viene determinada por la rentabilidad de los fondos propios, coste de oportunidad o tasa requerida por los accionistas y tasa esperada de crecimiento (beneficios), vinculada a su vez a la rentabilidad de los fondos propios y la tasa de retención de beneficios².

El marco teórico fundamental que analiza la relación entre la titularidad pública / privada y la eficiencia de la empresa es el proporcionado por la teoría de la agencia. La titularidad pública introduce, al menos, dos diferencias principales en las relaciones principal – agente (accionistas – directivos) que se producen en el seno de la empresa pública en relación con la empresa privada: a) los objetivos del principal son distintos: objetivos políticos o de bienestar en el caso de la empresa pública frente a objetivos de beneficios en la empresa privada; b) el directivo de la empresa pública se enfrenta a dos principales, votantes y Gobierno, frente a la existencia de un solo principal en el caso de la empresa privada, los accionistas.

Este planteamiento es compartido por Fernández (1994), que plantea el problema de agencia en la empresa pública, justificando que la separación entre la propiedad y el control en la empresa pública se encuentra con el problema de una falta de incentivos por parte de la propiedad (los votantes) hacia la dirección (Gobierno) para que ésta actúe en función de los intereses de los propietarios maximizando el valor de la empresa. Y como consecuencia de esta falta de control, los directivos de las empresas públicas tienen libertad

² La lectura de los datos de la Central de Balances del Banco de España, referida a las rentabilidades económica (beneficio más gastos financieros / activo neto) y financiera (beneficio / fondos propios), evidencia la mayor rentabilidad de las empresas privadas respecto de las públicas, entre 1985 y 1995.

para emprender comportamientos oportunistas en beneficio de sus propios intereses reduciendo la eficiencia de la empresa pública.

Según Gámir (1999b), en la empresa pública va a existir un problema de agencia en dos niveles. En el primer nivel el principal sería el cuerpo electoral y el agente los políticos electos, mientras que en el segundo nivel el principal serán los políticos elegidos y el agente los directivos o gestores de las empresas públicas. En el sector privado esta estructura es menos compleja existiendo un único nivel (los accionistas serían el principal y los directivos el agente) que sería comparable al segundo nivel antes mencionado.

Mientras en la empresa privada los accionistas maximizan el valor actual de su empresa, la empresa pública está sujeta a los objetivos discrecionales de los políticos, que varían entre los distintos Gobiernos según sus distintos programas. Además el tipo de directivo de la empresa pública y privada es distinto; en las públicas muchas veces se eligen por su vinculación política, y en las privadas, por su capacidad de gestionar la empresa.

La laxitud presupuestaria es según Cuervo (1998) otro punto a considerar que caracteriza a la empresa pública, en cuanto que el comportamiento de la misma está afectado, más que por la propiedad, por el convencimiento de todos los grupos relacionados con la empresa que pueden esperar del presupuesto del Estado la solución a sus problemas, por lo que pierden incentivos para aceptar conductas eficientes.

La privatización suele ir acompañada de actuaciones dirigidas a estimular la competencia en el mercado. Una forma de introducir competencia es a través de la liberalización del sector, es decir, levantar barreras legales a la entrada que otorgaban posición de monopolio a la empresa pública. El resultado final es, según Salas (1998), una empresa pública cuyo capital se ha vendido a inversores privados, convirtiéndose así en

empresa privada, que debe hacer frente a la amenaza potencial o real de otras empresas igualmente privadas. En este mismo sentido se pronuncian Fernández (1989) y Gámir (1999b) al considerar que la privatización promueve la eficiencia, especialmente en un contexto global que exige mayor competencia, y que expone a las empresas a las fuerzas del mercado.

La privatización comprende, pues, tanto las medidas de desnacionalización o venta de activos públicos, como las de desregulación o apertura de un mercado a las fuerzas de la competencia; medidas diferentes pero relacionadas, por cuanto las empresas públicas suelen actuar en los sectores regulados, como gestoras de hipotéticos monopolios naturales. La subcontratación supone inducir una competencia en el tiempo por la obtención del contrato; con ella se consigue eliminar las rentas del monopolio, que se transfieren a los consumidores en términos de menores costes o mejor servicio (Fernández, 1995).

En todo caso, de acuerdo con Argimón y Artola (1997), la eficiencia y la rentabilidad de la empresa pública no pueden, ni deben, ser analizadas bajo la óptica de la maximización del beneficio, ya que no es este el objetivo del principal.

Asimismo, Cuervo (1999) afirma que aunque la evidencia empírica proporcionada por los más de ciento cincuenta estudios a nivel mundial sobre la eficiencia comparativa de empresas públicas y privadas no es concluyente, existe un acuerdo bastante generalizado a favor de la propiedad privada en entornos competitivos, dado que en entornos no competitivos, la eficiencia parece estar más condicionada por la competencia y la regulación que por la titularidad. Concretamente, de acuerdo con Villalonga (2000) hay 104 estudios que indican que la propiedad privada aumenta la eficiencia, 14 estudios que manifiestan que es más eficiente la propiedad pública y 35 que no encuentran diferencias significativas.

También Miera (2002) después de un repaso de algunos de los más representativos trabajos cuyo objeto de estudio ha sido la eficiencia de la empresa pública, concluye diciendo que existe una mayor eficiencia de lo privado sobre lo público en entornos competitivos; sin embargo, cuando se trata de mercados que no son suficientemente competitivos, el grado de eficiencia está más condicionado por la propia competencia y la regulación que por la titularidad pública o privada de la empresa

Para Gámir (1999b), la acumulación de experiencias en la contrastación empírica puede resumirse en tres ideas:

- La privatización no asegura el incremento de la eficiencia.
- Sin embargo, existen con diferencia muchos más casos en los que se ha incrementado la eficiencia que lo contrario.
- 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.

2.8. – PRIVATIZACIÓN Y ACCIÓN ESPECIAL.

Uno de los grandes retos que han tenido que plantearse los Gobiernos privatizadores, ha sido hacer compatible una adecuada satisfacción de los intereses públicos con el traspaso a manos privadas de determinadas actividades. Dos instrumentos que se han desarrollado con el fin de proporcionar un cierto control de la evolución estratégica de la empresa privatizada y que, en esa misma medida, parecen facilitar la aceptación social del proceso de privatización son los núcleos duros y las “golden share”.

La acción de oro, acción especial¹ o “golden share”, consiste en transformar, mediante norma legal, una acción ordinaria de la empresa privatizada en acción especial que queda en manos del Gobierno y lleva aparejados unos derechos especiales, que hacen necesario el consentimiento de su titular para tomar una serie de decisiones en la empresa que se consideran relevantes para los intereses nacionales (Cuervo, 2002).

En el caso español, de acuerdo con la Ley 5/1995 que regula nuestra acción de oro, se aprueba con la finalidad de: favorecer la aceptación social y política de los procesos de privatización, y mantener la defensa de los intereses nacionales.

El Estado debe considerar la utilización de la acción especial en aquellos supuestos en los que su preocupación se resume en una o varias de las ideas siguientes:

- Garantizar que la sociedad mantenga su objeto social.
- Garantizar que la sociedad desarrolle unas actividades concretas.
- Proporcionar una protección frente a posibles tomas de control no deseadas.
- Limitar una posible participación sustancial por parte de extranjeros
- Limitar la posibilidad de que existan participaciones accionariales significativas e influyentes.
- Impedir enajenación de activos.
- Asegurar que el personal clave es de la propia nacionalidad.
- Mantener el derecho de uso de determinados activos en casos extremos.

Algunas de las cuestiones anteriores han planteado problemas a no pocos Gobiernos europeos en el Tribunal de Justicia Europeo, entre ellos el español, al que le han declarado ilegal su acción de oro. El fondo de la cuestión es encontrar una solución para evitar que se den casos de que una empresa pública privatizada, pueda pasar a manos de

¹ La acción especial es fundamentalmente una técnica de control tras la privatización, que se utiliza en aquellos supuestos en que se estima necesario compatibilizar una operación de transferencia de una empresa pública a la esfera privada, con la debida protección de los intereses nacionales. Si bien los derechos específicos inherentes a la acción especial son los de la legislación de cada país en su proyecto de privatización, todos ellos van encaminados a evitar que, sin el consentimiento del Gobierno, se produzcan modificaciones relevantes en los campos siguientes:

- La estructura accionarial de la sociedad.
- El objeto social y las actividades desarrolladas por la sociedad.
- La composición y destino de los activos.

otro Estado mediante la adquisición mayoritaria de su capital por parte de una empresa pública de éste último. Aparte del anómalo desequilibrio que presentaría una operación de esas características, especialmente si la “empresa depredadora” goza de un monopolio legal en su territorio nacional, cabría preguntarse si no hay riesgo cierto de que se reduzca el ámbito del libre juego de la competencia, frustrándose así los objetivos de la privatización.

Por su parte, el sistema de núcleo duro consiste en atribuir un porcentaje del capital de la sociedad que se privatiza a personas, grupos industriales o instituciones financieras predeterminadas. Se trata con ello de mantener el “efecto sede”, es decir, la nacionalidad de la empresa y evitar posibles operaciones de desmantelamiento, de compras de cuotas de mercado y no de empresas, de pérdidas de los activos intangibles creados, así como la creación de grupos de accionistas activos para controlar a los directivos, configurando alianzas con grupos nacionales competitivos para mantener la viabilidad y continuidad de la empresa.

La creación de núcleos duros en Francia ha provocado la aparición de un complejo entramado de participaciones accionariales cruzadas, donde las empresas privadas y privatizables se hacen con el control de las privatizadas.

2.9.- PRIVATIZACIÓN, DESREGULACIÓN Y LIBERALIZACIÓN.

Como dice Boix (2001), la idea básica es que, dado que la intervención pública está justificada para remediar ciertas deficiencias del mercado y para lograr objetivos concretos, no será conveniente proseguir con ella cuando haya quedado patente que la misma no los logra o cuando el mercado sobre el que actúa se haya transformado de tal manera que, aunque fuera liberalizado, no tendrían lugar esas deficiencias.

Define Trigo (2004) el concepto de privatización, en una acepción más amplia, como el conjunto de medidas y acciones con el objetivo común de disminuir la implicación de los poderes públicos en la actividad económica. En este enfoque se añade a lo anterior la modificación legislativa que favorece la competencia a través de lo que se conoce como

desregulación o liberalización¹, con lo que se persigue reducir las barreras de entrada en algunas actividades, tanto si se trata de dificultades objetivas (volumen de capital necesario o carácter de monopolio natural) como las que derivan del comportamiento estratégico del o de los operadores instalados. Si únicamente se cambiara la propiedad de las empresas podría darse el caso de sustituir un monopolio público por uno privado, de modo que la cantidad y las condiciones de la oferta se verían poco alteradas. Por el contrario, si se permiten las distintas formas de competencia se impulsa la oferta, y con ella, la innovación y el descenso de precios. Una política consistente de privatización suele acompañarse de modificaciones normativas previas o posteriores, a fin de apoyar la creación de mercados eficientes y también para combatir el conjunto de barreras que se puedan crear desde las empresas privatizadas, aprovechando situaciones de posición dominante y de facilidad para influir en los reguladores, para dificultar la entrada o expansión de los nuevos entrantes o, simplemente, para beneficiarse de la asimetría informativa respecto a los compradores o el accionariado.

Cuando se privatizan empresas en situación de monopolio, o con un peso relevante en mercados intervenidos, la privatización puede dar una situación de ventaja a un comprador sin competencia, con lo que los beneficios esperados, en términos de eficiencia, pudieran no presentarse, a menos que también se modifique la regulación de la actividad reduciendo barreras de entrada y facilitando la actuación de los nuevos entrantes.

Para la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, la liberalización de mercados ha sido y es un instrumento esencial para elevar el potencial de crecimiento de la economía española. La competencia en el sector de las telecomunicaciones y la reducción de los precios de la energía no hubieran sido posibles sin la liberalización de estos sectores. Mediante las liberalizaciones se permite una concurrencia de mayor número de competidores, un servicio más eficiente y unos precios más bajos para los clientes. Las privatizaciones hay que entenderlas como elemento esencial del proceso de liberalización.

¹ Conviene precisar, que los términos liberalización, privatización y desregulación, aunque se entrecruzan y complementan, su naturaleza es diferente. En cualquier caso los tres fenómenos responden a un movimiento global en la misma línea: reducir el peso y la capacidad de incidencia en la economía de la Administración Pública.

En 1997, con datos de Eurodata Foundation, la OCDE estimó que sobre una base 100 en Alemania, el coste telefónico en España era de 141 para los clientes individuales y de 138 para las empresas, mientras que en Francia estaba en 83 y 88, respectivamente. Tras la privatización y la consiguiente desregulación que introdujo competencia y capacidad de elección, se abarataron los precios, mejoró la calidad del servicio y aumentaron las inversiones¹.

Según Hernández y López de Castro (2000), una consecuencia derivada de los procesos privatizadores es la presión que el entorno ejerce sobre la rentabilidad de las empresas, que se ve amenazada si no se adoptan las medidas oportunas. Las empresas tienen que empezar a controlar sus costes y a luchar por los mercados. Las compañías privatizadas, en mercados abiertos, tienen que disciplinarse, mejorar su productividad, poner énfasis en el marketing y en las ventas, mejorar la calidad del servicio y la atención a los clientes; en una palabra, un verdadero cambio en la cultura empresarial. Así, para los autores precitados, privatización – transmisión de la propiedad – y liberalización – apertura a las fuerzas de la competencia – son dos conceptos distintos, pero su conjunción es esencial para que la primera sea plenamente exitosa.

En este mismo sentido, Noriega y Ariño (2004), afirman que el éxito o fracaso de la liberalización no radica en la transferencia de rentas del accionista al usuario final a través de la reducción de precios o en el desarrollo de cuotas de mercado convenientemente simétricas, diseñadas desde arriba, sino en la existencia de agentes independientes viables que compitan entre sí ofertando opciones de servicios alternativos al usuario final. El objetivo de la liberalización es, como su propio nombre indica, ofrecer libertad empresarial a agentes dispuestos a participar en este mercado, porque ello es garantía de eficiencia del sistema en su conjunto.

¹ El fenómeno liberalizador tiene su origen en la constatación de que además de una serie de fallos del mercado también podemos encontrar deficiencias en la gestión pública de ciertos servicios y en la apreciación de que éstas últimas son más graves que los primeros.

El término regulación², según Cuervo (1998), es el conjunto de reglas y normas que otorgan la autoridad pública para conformar la acción de una empresa o un mercado según unos principios que se consideran correctos o justos, fundamentalmente el comportamiento competitivo. Como instrumentos reguladores pueden emplearse los siguientes: el control de precios, el establecimiento de exigencias de calidad de servicio prestado o bien producido, establecimiento de barreras de entrada o salida, la fijación de planes de producción e inversión, las condiciones de acceso al mercado, etc.

Precisa Boix (2001) que la desregulación persigue, además, algo que la liberalización por sí misma no puede lograr: acabar con la existencia de agentes económicos reguladores del mercado distintos de los poderes públicos, pues el desarrollo de actividades empresariales tanto de los poderes públicos como de los particulares al abrigo de un marco legal protector frente a la competencia, además de favorecer la ineficacia, comporta el riesgo de conversión de los sujetos en agentes reguladores del mercado debido al poder y nivel de información que adquieren dichos sujetos.

Distinguen Hernández y López de Castro (2000) cuatro libertades fundamentales que debería asegurar la regulación en las actividades competitivas y otros aspectos fundamentales en las no competitivas. En las primeras serían:

- Libertad de entrada y de salida.
- Libre acceso al mercado, es decir, a la red o infraestructuras.
- Libertad de contratación y formación competitiva de los precios.
- Libertad de inversión.

² En principio, el término regulación hace referencia al mayor o menor número e intensidad de las reglas establecidas por Estado y de las actuaciones de la Administración habilitadas por dichas reglas que condicionan o vinculan la actividad privada, especialmente la económica. Por su parte, también en principio, la desregulación – como fenómeno o noción opuesta – pretendería, lograr un mayor grado de libertad del sector privado limitando aquéllas a las imprescindibles y acordes con el buen funcionamiento de los mercados y la libre competencia. Pero la desregulación tiene una connotación añadida, hay que tener en cuenta que la regulación no se identifica sin más con la existencia de reglas jurídicas, sino con un modo de intervención pública sobre sectores económicos regidos de suyo por la libertad de empresa y el mercado, cuyos agentes quedan no obstante sujetos a determinadas obligaciones orientadas a asegurar el interés general, cuyo cumplimiento es controlado por la correspondiente Agencia o Comisión reguladora.

Conviene en todo caso reparar en que liberalizar evoca algo más que la mera supresión del monopolio para conectarse además a la supresión de las prohibiciones o de los poderes discrecionales de la Administración para su sustitución por la técnica de la autorización administrativa reglada. Lo que al cabo viene a conectar también la liberalización a la desregulación.

En las actividades no competitivas:

- Instalación y gestión de infraestructuras.
- Acceso de terceros a las redes.
- Régimen de precios: habrá de evitarse la fijación de precios políticos (confiscación camuflada).

2.10.- OTRAS CUESTIONES RELACIONADAS.

2.10.1.- PRIVATIZACION E INFORMACIÓN ASIMÉTRICA.

El modelo económico de competencia perfecta, considerado como aquel que producirá más bienestar en los ciudadanos, exige que todos los agentes que intervengan en los intercambios dispongan de información perfecta y gratuita sobre las circunstancias que afectan al mercado. En definitiva, para que la relación de intercambio se realice tal como prescribe el modelo de competencia perfecta, oferentes y demandantes han de poseer la misma información acerca de todos aquellos factores que pudieran influir tanto en la cantidad como en el precio.

Pero la información que tienen normalmente los agentes económicos es imperfecta, siendo la situación más común la de información asimétrica, esto es, determinados agentes poseen información relevante sobre algún hecho pero otros carecen de ella o la poseen en menor medida. De ahí que los intercambios no se realicen en condiciones de igualdad; mientras unos agentes disponen de abundante información, otros han de hacer frente a una gran incertidumbre y deben soportar un alto riesgo al participar en ellos. Dicho de otra manera, el modelo que manejamos es de competencia imperfecta. Tanto es así que la información asimétrica es considerada un fallo del mercado, que puede tener consecuencias negativas para la eficiencia, y por lo tanto generar diferentes respuestas por parte de los agentes económicos¹.

¹ La Directiva 2003/6/CE, de 28 de enero, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado, entiende por información privilegiada: “ la información de carácter concreto, que no se haya hecho pública, y

Según Bös (2000), la información asimétrica tiene un efecto negativo en el grado deseable de privatización. Así habrá casos en los que el Gobierno retenga el 100% de la propiedad y otros en los que entre los costes de las asimetrías informativas y el interés gubernamental lleven a la privatización parcial.

De acuerdo con Álvarez Otero (1998), las distintas explicaciones de la infravaloración de las salidas a bolsa españolas, basadas en la existencia de asimetría en la información disponible por los agentes participantes, tienen dos argumentaciones:

- La existencia de información asimétrica entre inversores informados y no informados.
- La asimetría de información entre la empresa y los inversores acerca del valor actual y el riesgo de sus flujos de caja futuros.

Álvarez Otero obtiene evidencia empírica de infravaloración media en el período 1985-1997, para las salidas a bolsa en el mercado español, del 11,63%, tanto para ofertas públicas como privadas. Los resultados ponen manifiesto que una parte de la rentabilidad inicial se explica por la trayectoria seguida por el índice de mercado entre la fecha de registro del precio y la fecha de salida a bolsa, así como por el tiempo transcurrido entre ambos días. Asimismo, hay relación significativa entre la incertidumbre ex-ante de la emisión y el nivel de infravaloración de la misma. Además, cuanto mayor sea el tamaño de la empresa emisora así como su margen de beneficios, menor será la rentabilidad inicial exigida por los inversores puesto que la incertidumbre ex-ante percibida para este tipo de empresas es menor. En cuanto a las rentabilidades a largo plazo (1, 3 y 5 años) obtiene rentabilidades positivas en el primer año de posesión, sin embargo, a 3 y 5 años, las rentabilidades son negativas.

que se refiere directa o indirectamente a uno o varios emisores de instrumentos financieros o a uno o varios instrumentos financieros, y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de esos instrumentos financieros o sobre la cotización de instrumentos financieros derivados relacionados con ellos”.

Por su parte, manipulación de mercado, se entiende, en síntesis, la difusión de información a través de los distintos medios de comunicación, que proporcione o pueda proporcionar, indicios falsos o engañosos.

Gámir (1999), ha determinado cuál sería la rentabilidad inicial de las OPVs de empresas públicas para España desde junio de 1996 hasta 1999, y el resultado obtenido es que la rentabilidad inicial de las OPVs públicas fue del 0,77% y aumenta hasta el 2,11% en el caso de las OPVs iniciales, cifras que se comparan favorablemente con la experiencia internacional; pues de acuerdo con Jones et al. (1999), usando una muestra de 303 OPVs de empresas públicas de todo el mundo realizadas entre 1977 y 1997, la rentabilidad inicial (medida por la diferencia entre el precio de venta y el precio de cierre del primer día de negociación tras la OPV) fue del 29,1%.

Por otra parte, según Cuervo (1997), la eficiencia del proceso de privatización se puede medir a través del estudio del lucro cesante para el Estado por la venta, o premio de compra para el inversor como consecuencia de situaciones de asimetría informativa entre el vendedor (Estado) y los inversores sobre el valor de la empresa, que pueden producir diferencia entre el precio inicial de venta y la valoración a corto plazo del mercado.

Bortolotti (2001), obtiene resultados que revelan que los compradores de la primera subasta gozan de información asimétrica respecto a los siguientes, dado que tienen oportunidad de obtenerla por ser accionistas. Por este hecho el método de subasta secuencial proporciona mayores ingresos de los esperados por el Gobierno.

Según Jones et al. (1999), en las ofertas privadas el Gobierno realiza un papel regulador, pero en las públicas realiza el doble papel de emisor y regulador. Esta dualidad posibilita al Gobierno a influir en el valor de la empresa tras su venta, suponiendo un factor de asimetría informativa para los inversores respecto a los compromisos gubernamentales hacia la privatizada.

Para Cuervo (1998) el derecho de propiedad de la empresa proporciona el derecho de decisión sobre las inversiones (activos) y a la apropiación de la renta residual, así como el derecho a transferir los anteriores, lo que actúa como sistema de control de la actividad empresarial. En la empresa pública, se impide a los propietarios la posibilidad de ejecutar dichos derechos. El problema de control es consustancial a la empresa pública y a la gran empresa privada, por la asimetría en la información entre propietarios y directivos. La diferencia está en que, en la empresa pública, los encargados del control de los directivos

no tienen como función de utilidad maximizar el excedente y, al mismo tiempo, al no tener los derechos de propiedad, no pueden actuar vendiendo los mismos.

2.10.2. – VALORACIÓN DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.

El proceso de privatización se enmarca en un programa concreto con el objetivo de fortalecer la economía de mercado, reformar y modernizar el sector público, y liberalizar buena parte de los servicios públicos. En principio, cuanto más competitivo resulte un proceso de privatización, en mayor medida convergerán las ofertas al nivel fijado por las valoraciones externas.

Los informes de valoración, para que sean útiles a los agentes privatizadores deben cumplir ciertos requisitos. De acuerdo con Ribas (1999), el primer requisito es evidente: tales trabajos deben ser elaborados por asesores externos ajenos a la colocación de los títulos a privatizar, evitando, en este sentido, posibles conflictos de interés. El resto de requisitos son básicamente de orden técnico, y se refieren al grado de calidad de la valoración:

- Realización de un diagnóstico previo de la empresa. Se trata de un análisis sobre la situación financiera, económica y competitiva de la empresa.
- Facilitar al valorador la totalidad de la información necesaria a fin de evitar limitaciones al alcance del informe (asimetría de información sobre la empresa).
- Utilización de métodos de valoración generalmente aceptados. Como método más generalmente aceptado se considera el valor actual de los flujos de caja futuros.
- Elaboración de unas conclusiones suscritas por el asesor valorador, donde éste se pronuncie sobre el valor medio estimado de la empresa.
- Informe de valoración actualizado. La fecha de referencia de la valoración debe ser la más próxima posible a la de la transacción a fin de evitar que puedan existir divergencias en la fijación del precio base para la privatización.

No obstante, una cosa es el resultado de la valoración alcanzada por el asesor y otra el precio de transacción de ésta, en el que intervienen factores de negociación o aspectos de tipo subjetivo, que pueden afectar significativamente al alza o a la baja en la valoración inicial. Ahora bien, tal como hemos comentado, cuanto más competitivo resulte

el proceso de privatización, más se aproximarán las ofertas recibidas al nivel fijado por la valoración externa.

Según Ribas (1999), a partir de las diferentes valoraciones efectuadas entre 1996 y 1999 se realizó un contraste y a la luz de los resultados obtenidos se comprobó como los precios obtenidos en las transacciones habían supuesto de media una desviación positiva del 7% respecto a las valoraciones efectuadas por los asesores. No hay duda, según el autor, de que se había conseguido, en gran medida, el objetivo de convergencia entre la valoración externa y el precio de privatización. Aún considerando que se trata de una desviación reducida, la diferencia se atribuyó a los siguientes factores:

- Desfase temporal, más o menos amplio, entre la fecha de referencia del informe de valoración y la del acuerdo de compraventa.
- Mayores beneficios asociados a los planes industriales aportados por los adjudicatarios respecto a las proyecciones de la empresa utilizadas por los asesores. Esta información se hacía patente sobre todo cuando había existido asimetría de información para el valorador.
- Los criterios de extrema prudencia que los asesores habían aplicado en sus valoraciones.

Como concluye Ribas (1998), en general, y también en los procesos de privatización, cuando una persona, sea física o jurídica, recibe acciones de una determinada empresa no adquiere una parte (o la totalidad) de los activos de la misma, sino que adquiere las expectativas de rentabilidad que aquélla empresa le ofrece.

Si esas acciones no cotizan en un mercado organizado, solamente los métodos denominados globales (como el valor actual de los flujos de caja futuros) pueden captar y medir esas expectativas de rentabilidad y, por tanto, únicamente a través de ellos se puede determinar un valor adecuado que permita alcanzar, finalmente, el mejor precio de la privatización. Los métodos de valoración, pues, han de cumplir la función que, en su caso, realizaría el mercado, es decir: transformar en valor los recursos de la empresa a privatizar.

De acuerdo con Gonzalo et al. (1998), se han empleado diversos métodos de valoración de empresas, proporcionando cada uno de ellos resultados diferentes. Si a esto añadimos, que junto al método de valoración, habitualmente se emplean distintas formas de determinación del precio de venta final – ofertas competitivas, asignación directa, o negociación del precio de venta final –, se abren escenarios diferentes que pueden dar lugar a una privatización más ventajosa para el comprador o más ventajosa para el contribuyente.

La valoración de una empresa antes de su privatización es una de las fases más importantes del proceso de venta, que puede verse condicionada y, a su vez, condicionar, el resto del proceso en su conjunto. Esta valoración presenta algunas diferencias con respecto a la valoración tradicional, debido a que el vendedor – el Gobierno – conoce, normalmente, con poco detalle la empresa, el negocio y los potenciales compradores, colocándolo en un posición desventajosa, lo que contribuye a que tiendan a apoyarse en asesores externos.

Aún siendo éste uno de los factores más importantes, existen otros que condicionan la valoración de la empresa en los procesos de privatización, y que motivan que entre valoración y precio exista una diferencia mayor que en operaciones similares realizadas en el ámbito del sector privado. Entre los más frecuentes, cabe destacar:

- La prisa por vender, provocando ofertas a precios bajos para asegurar su éxito.
- La venta a gestores y trabajadores, ya que éstos conocen mejor la empresa que el propio vendedor.
- Las condiciones acordadas para la presentación posterior de los servicios privatizados y la determinación de precios.
- La limitada utilidad de la información contable a coste histórico. Tal como señala C.J. Farrow (1992), la valoración de empresas es un arte incierto, en el que la contabilidad resulta de poca utilidad.

En los países más desarrollados de la OCDE se aprecia que las ofertas competitivas y la negociación siguen siendo los métodos más utilizados, situándose los beneficios esperados al mismo nivel que el valor de los activos. También cabe destacar el menor uso de la valoración independiente por expertos, tal vez porque éstos intervengan en la fase de valoración de la empresa.

En los otros dos bloques relativos a países de la Europa del Este y países en vías de desarrollo cobra, todavía, mayor relevancia la valoración de activos, circunstancia ésta explicable por la ausencia, en ocasiones, de otras referencias como puedan ser una contabilidad basada en criterios homologables a la NIC del IASC, un mercado de valores mínimamente desarrollado y tendencias de beneficios históricas o esperadas.

Concluyen Gonzalo et al. que por motivos explicables, relacionados con la incertidumbre sobre el desenvolvimiento futuro de la entidad privatizada, así como por la dificultad de fijar hipótesis de valoración sobre comportamientos esperados, en los procesos privatizadores se utilizan métodos de valoración basados en el valor de los activos de la compañía, teniendo los valores de rendimiento un papel destacado pero secundario en importancia.

Para terminar, podemos destacar las recomendaciones que para España realizó el Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) en su informe de 1999, en relación con los informes de valoración fueron las siguientes:

- El CCP defiende que el método de descuento de flujos de caja sea el sistema básico a utilizar para la valoración de cualquier empresa.
- Se recomienda una valoración actualizada a una fecha reciente en relación con la fecha de venta de la empresa.
- Con carácter general debería reforzarse la independencia entre la realización de la valoración en sí y el desarrollo del proceso de venta.
- También debe existir un diagnóstico previo y las valoraciones deben ser suficientemente explicadas y justificadas.
- Finalmente, es necesaria la correcta justificación de la tasa de descuento utilizada a la hora de realizar la actualización de los flujos de caja futuros por su incidencia en el valor calculado de la empresa.

2.10.3. – AUDITORÍA Y PRIVATIZACIÓN.

La responsabilidad de los Gobiernos no termina con la privatización del servicio o de la empresa, sino que deben elaborar la regulación que sea necesaria para garantizar que los servicios públicos se prestan al ciudadano en cantidad y calidad adecuadas y que las

empresas privatizadas, en el caso de que no existan condiciones de competencia, no llevan a cabo actuaciones contrarias al interés general. Por ello, los Tribunales de Cuentas deben hacer un esfuerzo por adaptarse y redefinir sus competencias de acuerdo con la nueva configuración de las actividades del sector público en sus respectivos países.

Torres y Pina (1998) han realizado un estudio empírico sobre las auditorías de los procesos de privatización llevadas a cabo por los Tribunales de Cuentas de la Unión Europea, con el fin de verificar si es coherente con las especificidades de los procesos de privatización y si se está protegiendo suficientemente los intereses de los ciudadanos.

La auditoría de privatizaciones¹ de empresas y servicios públicos sólo se generaliza en la UE, entrada la década de los noventa, siendo por tanto un fenómeno relativamente nuevo. En general, los Tribunales de Cuentas que están afrontando la fiscalización de privatizaciones, demandan una metodología generalmente aceptada, a nivel nacional e internacional, que oriente sus actuaciones.

Pocos países potencian la incorporación de los Tribunales de Cuentas desde el comienzo del proceso privatizador. Así Tribunales de Cuentas de Austria, Francia, Irlanda, Islandia y Reino Unido llevan a cabo la auditoría de las privatizaciones tras la venta; los Tribunales de Cuentas de Alemania, Dinamarca y Portugal, se incorporan al proceso tras la venta, en algunos casos, y en otros, cuando la decisión de privatizar está tomada, pero antes de la venta; y en España y Noruega, los Tribunales de Cuentas se implican en el proceso una vez tomada la decisión de privatizar, pero antes de llevar a cabo la venta. Por último, únicamente los Tribunales de Cuentas de Finlandia y Holanda, se incorporan al proceso de privatización desde el comienzo, incluyendo la planificación de la misma.

Los Tribunales de Cuentas de la gran mayoría de los países de la UE no llevan a cabo auditorías sobre el cumplimiento, por parte del Estado, de las obligaciones asumidas en el curso de la privatización.

¹ Los fines perseguidos por la auditoría de privatizaciones giran en torno a la fases del proceso de privatización: objetivos perseguidos por la privatización, métodos de venta, valoración de la entidad a privatizar, determinación del precio de venta y forma en que se selecciona al comprador.

Concluyen Torres y Pina que la auditoría de las privatizaciones se esta centrando en los aspectos básicos del proceso de privatización como son, el cumplimiento de la legalidad, la suficiencia de la información, la razonabilidad del precio pagado por el comprador y la consecución de los objetivos específicos de cada venta en particular.

BIBLIOGRAFÍA PARTE I

- Álvarez Otero, S.(1998): “La explicación de la infravaloración de las salidas a bolsa españolas”. Universidad de Oviedo. Proyecto PB98-1526.
- Álvarez Otero, S. (2000): “Las privatizaciones españolas mediante oferta pública inicial”. Actualidad Financiera, Abril, pp. 17-30.
- Álvarez Otero, S. y González Méndez, V. M.(2000): “El comportamiento a largo plazo de la ofertas públicas iniciales en el mercado español de capitales”. Departamento Administración Universidad de Oviedo.
- Argimón, I. y Artola, C. (1997): “Privatizaciones y eficiencia”. Economistas, número 74, pp. 219-225.
- Argimón, I., Artola, C. y González-Páramo, J.M. (1999): “ Empresa pública y empresa privada: Titularidad y eficiencia”. Moneda y Crédito, número 200, pp. 45-93.
- Biais, B. y Perotti, E. (2000): “Machiavellian Privatization”. Université des Sciences Sociales de Toulouse and CEPR.
- Boix Palop, Andrés (2001): “Cohesión Social y Liberalización de Servicios Públicos”. Trabajo de investigación. Universidad de Valencia.
- Bortolotti, B.; Siniscalco, D. and Fantini, M. (2000): “Privatisation and Institutions: A Cross Country Analysis”. University of Turín and Bologna.
- Bortolotti, B. (2001): “Privatization, Large Shareholders, and Sequential Auctions of Shares”. Fondazione Eni Enrico Mattei.
- Bös, D. (2000): “Privatization under asymmetric information”.University of Bonn.
- Boubakri, N. and Cosset, J.C. (1998): “The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries”. Université Laval. Canadá.
- Boubakri, N.; Cosset, J. and Guedhami, O. (2001): “Liberalization, corporate governance and the performance of newly privatized firms”. Universite Laval, Quebec, Canada.
- Boutchkona, M. K. and Megginson, W. (2000): “Privatization and the rise of global capital markets”. The University of Oklahoma.
- Costas, A. Y Bel, G. (1997): “Los beneficios de la liberalización: Lecciones para España”. Universitar de Barcelona. Documento de Trabajo.
- Cabeza García, L.(2002): “Un análisis de la eficiencia económica de las últimas privatizaciones de empresas públicas en España: 1995-2000”. Universidad de Oviedo. Documento de trabajo.

- Consejo Consultivo de Privatizaciones. Informe de Actividades de los años 1998, 1999, 2000, 2001, 2002 y 2003.
- Cuervo García, A. (1995): “El proceso de privatización de las empresas públicas españolas”. Economistas. Número 63, pp.6-13.
- Cuervo García, A (1997): “La privatización de la empresa pública”. Ediciones Encuentro.
- Cuervo García, A, (1997b): “ La empresa pública. Razones que explican su ineficiencia y privatización”. Economistas, número 75, pp. 88-100.
- Cuervo García, A. (1998): “ La privatización de las empresas públicas. Cambio de propiedad, libertad de entrada y eficiencia”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 45-57.
- Cuervo García, A, (1999): “Privatización y eficiencia empresarial. Hacia un modelo explicativo a nivel de empresa”. Economía industrial, número 328.
- Cuervo García, A. (2002): “ La acción de oro no es el problema”. Expansión directo.
- Dongwei Su (2000): “Leverage, Insider Ownership, and the Underpricing of IPOs in China”. University of Akron.
- Djankov, S. (1998): “Enterprise Isolation Programs In Transition Economies: Evidence from Romania”. World Bank.
- Djankov, S. and Pohl, G. (1998): “Restructuring of Large Firms in Slovakia”. World Bank.
- D’ Souza, J. and Megginson, W. (1999): “The Financial and operating performance of privatized firms during the 1900s”. Journal of Financial.
- D’ Souza, J.; Megginson, W. and Nash, R. (2000): “Determinants of performance improvements in privatized firms: the role of restructuring and corporate governance”. University of Oklahoma.
- Dyck, A., Zingales, L. (2001): “Private benefits of control: an international comparison”. Harvard Business School and University of Chicago.
- Errunza, V. R. and Mazumdar, S. C. (2000): “Privatization: A theoretical framework”. Bank of Montreal Chair in Finance and Banking, McGill University.
- Fernández, Z. (1995): “Formas de privatización de empresas”. Economistas. Número 63, pp.21-30.
- Fox, Merrit B. and Heller, M. A. (2000): “Lessons from fiascos in Russian Corporate Governance”. University of Michigan. Paper 99-012. New York University Law Review.
- Frydman, R.; Hessel, M.P. and Rapaczynski, A. (1998): “Why Ownership Matters?”. Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe”. New York

Comentario [J1]:

Comentario [J2]:

University, University Graduate School of Business and Columbia University School of Law.

- Gámir, L. (1999): “Análisis de las OPVs de empresas públicas en España”. *Economía Industrial*, nº 328, pp. 115-130.
- Gámir, L. (1999b): “Las privatizaciones en España”. Editorial Pirámide. Colección “Economía XXI”.
- García Echevarría, S.(1999): “Contribución de las privatizaciones a una nueva dinámica económica y empresarial”. *Economía Industrial*, nº 328,1999. pp. 43-51.
- González Páramo, J. M.(1995): “Privatización y eficiencia: ¿Es irrelevante la titularidad?”. *Economistas*, número 63,pp.32-43.
- Gonzalo, J.A.; Pina, V. y Torres, L. (1998): “La valoración de empresas en los procesos de privatización”. *AECA Monografías*, pp. 35-39
- Hernández, N. y López de Castro, L. (2000): “Privatizaciones, liberalización y bienestar. Análisis preliminar en los sectores de energía y telecomunicaciones”. Editorial Comares.
- Hernández de Cos, P.; Argimón, I. y González Páramo, J. M. (2001): “¿Afecta la titularidad pública a la eficiencia empresarial?. Evidencia empírica con un panel de datos del sector manufacturero español”. Banco de España, HM Treasury, Universidad Complutense.
- Izquierdo, G. y Herrero, T. (1999): “La privatización como política de oferta: un marco conceptual”. *Economía Industrial*, nº 328, pp. 85-94.
- Jiménez, J.L. (2002): “Privatizaciones en el sector naval: El caso ASTICAN”. Departamento de análisis Económico Aplicado. Universidad de las Palmas de Gran Canaria. Documento de Trabajo.
- Jones, S.; Megginson, W.; Nash, R.; Netter, J. (1999): “Share issue privatizations as financial means to political and economic ends”. *Journal of Financial Economics*.
- Leuz, C.; Nanda, D. and Wysocki, P.D. (2002): “ Investor protection and earnings management: An international comparasion”. *Journal of Financial Economics*.
- Megginson, W. (1998): “ El impacto de la privatización”. Center for International Private Enterprise.
- Megginson, W.; Nash, R. and VanRanderborgh, M. (1994): “The financial and operating performance of newley privatized firms: An intrnational empirical analysis”. *Journal of Finance*.
- Megginson, W. and Netter, J. M. (2001): “From State To Market: A Survey Of Empirical Studies On Privatization”. University of Oklahoma.

- Megginson, W.; Nash, R. C.; Netter, R. C. and Poulsen, A. B.(2001): “The choice of private versus Public Capital Markets: Evidence from Privatizations”. University of Oklahoma.
- Melle Hernández, M. (1999): “Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: Una primera aproximación”. *Economía Industrial*, número 330, pp.141-159.
- Miera, K. (2002): “La eficiencia como argumento principal en los procesos de privatización”. *Revista de Dirección y Administración de Empresas*, número 10, pp. 77-98.
- Monterrey Mayoral, J. (2002): “Información contable y gobierno corporativo”. Universidad de Extremadura. Documento de trabajo.
- Noriega, R. y Ariño G. (2004): “Liberalización y competencia en las telecomunicaciones: Balance 1998-2003”. Editorial Comares.
- OCDE (2001): *Financial Market Trends*, No. 79, June 2001.
- OCDE (2002): *Financial Market Trends*, No. 82, June 2002.
- Rapallo, C. (1999): “Evaluación de la eficiencia en gestión empresarial. El caso de una transferencia de propiedad pública a privada”. Facultad Ciencias Económicas y Empresariales UCM. Documento de Trabajo 20.
- Ribas, E. (1998): “Valor de la empresa y privatizaciones”. *ICE Privatizaciones*. Número 772, pp. 99-108.
- Ribas, E. (1999): “Análisis del valor de las empresas privatizadas”. *Economía Industrial*, nº 328, pp. 63-69.
- Salas, V.(1998): “Privatización y competencia”. *AECA Monografías*, pp. 125-141.
- SEPI ESTRATEGIAS (2002): Número 1 Enero-Febrero y Número 3 Mayo-Julio.
- Schuck, P. H. (1999): “Law and Post – Privatization Regulatory Reform: Perspectives from the U.S. Experience”. Yale Law School. Working Paper 222.
- Smith, A. (1776): “An inquiry into the nature and causes of the wealth of Nations”.
- Torres, L. y Pina, V.(1998): “ Un estudio empírico sobre las actuaciones de los tribunales de cuentas de la Unión Europea en los procesos de privatización”. *AECA Monografías*, pp. 91-123.
- Trigo Portela, J. (2004): “Veinte años de privatizaciones en España”. Instituto de Estudios Económicos.
- Vergés, J. (2003): “Las privatizaciones de empresas públicas. Un estado de la cuestión, con especial referencia al caso de España”. *Supervisión y Gestión de la Empresa Pública*, documento 6.

- Vidal Suárez, M. V. y García Canal, E. (2000): “Problemas de la agencia y la creación de valor en las alianzas globales”. Universidad de Oviedo. XI Congreso Nacional ACEDE.
- Villalonga, B. (2000): “Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effects”. *Jornal of Economic Behavior & Organization*. Vol. 42, pp.43-74.
- World Bank (1999): “Privatization of Public Enterprises”.<http://www.worldbank.org/>
- World Bank (2003): “Private Participation in Infrastructure: Trends in Developing Countries in 1990-2001”.

PARTE II.- ESTUDIOS Y EVIDENCIAS EMPÍRICAS SOBRE PRIVATIZACIONES.

En las décadas de los ochenta y noventa un gran número de países han llevado a cabo una política de privatizaciones que ha hecho que una gran parte de las empresas públicas pasasen a depender de grupos económicos o inversores privados, nacionales o extranjeros.

Así, en las economías de la transición, paralelamente a la transformación en el campo sociopolítico, se ha producido el cambio de una economía de planificación central a una de mercado. La base para esta transformación ha atendido prioritariamente la sustitución de la propiedad estatal por la privada.

Por otra parte, los países en desarrollo se han acogido a grandes programas de privatización, documentándose en varios estudios aumentos de rendimientos en las empresas públicas después de la privatización.

Los países árabes se han incorporado tarde a los programas de privatización respecto al resto del mundo. Las proposiciones privatizadoras en estos países se han centrado en el sector de infraestructuras a fin de mejorar su competitividad y nivel de desarrollo. De ahí que Shehadi (2002) afirme que la mayor iniciativa que pueden tomar los Gobiernos árabes para atraer inversión extranjera sea lanzar privatizaciones y abrir el sector infraestructuras a la participación privada.

Por último, la actividad privatizadora en los países de la OCDE ha sido muy importante en los últimos años, sobre todo, en la década de los noventa, que se alcanzaron los 650.000 millones de \$, de los que el 60% procedían de países de la Unión Europea; destacando Italia con 110.000 millones \$. Alrededor del mundo las privatizaciones alcanzaron un valor de 1 billón de \$ en el mismo período.

La privatización ha afectado a sectores como fabricación, bancos, defensa, energía, transportes y servicios públicos; básicamente para reducir déficit presupuestarios, atraer

inversión, mejorar eficiencia corporativa y liberalizar mercados en sectores como energía y telecomunicaciones.

La mayor fuente de ingresos por privatizaciones en la OCDE proviene del sector de telecomunicaciones, llegando a 1/3 del total desde 1990; en tanto que fuera de la OCDE provienen de transporte y energía.

De la importancia y tamaño de los programas privatizadores de estos países podemos hacernos una idea mirando el anexo I. Como puede comprobarse, los años más intensos en privatizaciones en los países de la OCDE han sido los que van de 1994 a 2000, en los que se sobrepasó los 400.000 mil millones de \$.

Por países destacan, para el periodo de análisis (1990-2001), Italia, Francia, Australia, Inglaterra, Japón y también España. Y por sectores, telecomunicaciones es el sector en el que más se ha privatizado tanto en los países de la OCDE como fuera de la OCDE. Sin embargo, en los métodos de privatización hay discrepancias, pues los países de la OCDE han usado fundamentalmente el método de oferta pública, en cambio los países no OCDE privatizan usando sobretodo el método de venta directa.

Dedicamos los seis próximos capítulos al análisis de los procesos privatizadores alrededor del mundo.

CAPÍTULO TRES: PRIVATIZACIONES EN EUROPA.

A finales de la década de los sesenta existía un consenso en Europa Occidental a favor de la existencia de una economía mixta, en la que coexistieran empresas públicas y privadas. Los Gobiernos de estos países, motivados por diversas razones, intervinieron creando o comprando empresas en diferentes sectores económicos. Fue el Reino Unido, a partir de 1979, el primer país europeo en iniciar una sistemática privatización de empresas

públicas. Durante los años ochenta esta tendencia se extendió, aunque con menor intensidad, a otros países de Europa.

En este entorno, además de las razones de aumento de eficiencia, necesidad de financiación del sector público, fomento del capitalismo popular, hay también otras razones¹ que explican la aceleración del proceso de privatización. Así, la internacionalización y la integración económica ha restado validez a los argumentos del interés tecnológico o estratégico; como ocurrió por ejemplo con el desmantelamiento de algunos monopolios naturales en España para su adaptación a la normativa comunitaria.

Por otra parte cabe señalar que algunos países son reticentes a privatizar sus empresas públicas ya que muchas de ellas caerían en manos extranjeras. Así, Parker (1998), señala que los países de la Unión Europea temen que la privatización de sus empresas públicas lleve a una pérdida de control nacional sobre industrias importantes, lo que ha llevado a algunos países a limitar el porcentaje de la propiedad de las empresas privatizadas que puede ser adquirida por inversores extranjeros.

3.1.- PRIVATIZACIONES EN FRANCIA.

El programa de privatizaciones francés comenzó en 1986, aunque fue temporalmente suspendido en 1987 debido al bajo índice de la bolsa; este programa ha sido uno de los más importantes a nivel mundial, tanto por el volumen vendido como por el número de empresas privatizadas. La participación en el PNB de las empresas públicas ha pasado del 8,5% al 5% en quince años.

¹ El Tratado de Roma tiene una posición neutral respecto a la propiedad pública de las empresas. Sin embargo, aunque este tratado no cuestiona la propiedad de las empresas públicas, señala que toda intervención pública debe ser neutral en el sentido que no afecte a la competencia dentro del Mercado Único. La Unión Europea no prejuzga el régimen de propiedad de los Estados miembros, simplemente trata de garantizar una competencia leal entre las empresas públicas y privadas que operan en los mismos mercados y con los mismos clientes, delimitando claramente cuándo la actuación del Estado va más allá de su papel de propietario. Persigue el objetivo de lograr un mercado interior, considerando que la competitividad de las empresas y los necesarios cambios estructurales se alcanzan facilitando e intensificando la concurrencia en los mercados.

La masiva privatización realizada en Francia en tan corto espacio de tiempo provocó ansiedad en los círculos financieros por la absorción del gran volumen de nuevas acciones en la Bolsa de París, que recibió masiva respuesta por la expectativa de rápidos beneficios debidos a la infravaloración en el precio de venta de las acciones públicas en comparación con la percepción del mercado.

Entre las disposiciones de la legislación francesa, respecto de las privatizaciones, destaca un sistema basado en un núcleo duro de accionistas que, a cambio de una prima, aceptan mantener sus acciones por un prolongado periodo de tiempo y esperan ejercer algún control gerencial sobre la sociedad, además de suponer un mecanismo de defensa ante ofertas de adquisición hostiles.

El estudio realizado por Alexander y Charreaux (2001), utilizando 23 empresas privatizadas mediante oferta pública de venta y un horizonte temporal de 7 años, pone de relieve la influencia notable de las privatizaciones en el rendimiento y la conducta financiera de las empresas privatizadas; así, tras la privatización, aumenta la rentabilidad económica y financiera, la productividad y los dividendos. Por otra parte, el número de empleados permanece estable.

3.2.- PRIVATIZACIONES EN REINO UNIDO.

El escepticismo fue uno de los elementos que caracterizó el proceso de privatización en Reino Unido. Los programas de privatización que se llevaron a cabo tuvieron que enfrentarse a una fuerte oposición política, a una gran resistencia de la comunidad financiera y a fuertes dudas de la población en general¹.

Las razones que indujeron al Gobierno Thatcher a iniciar el programa de privatización podemos resumirlas en cuatro: en primer lugar, ofrecía una solución al

¹ Para superar este escepticismo el Gobierno decidió llevar a cabo la privatización de una gran empresa, con un proceso exitoso y visible. La empresa elegida fue British Telecom. Desarrollándose, a partir de ese momento, el programa a un ritmo acelerado.

persistente problema de déficit fiscal; además, prometía un incremento de la eficiencia de las compañías no competitivas que estaban bajo el control del Gobierno y podía ampliar la propiedad accionarial a una mayor cantidad de personas; finalmente, reducía las dimensiones del sector público.

En octubre de 1987 el Gobierno de Thatcher, pionero en esta política, había privatizado 22 empresas y recaudado por ese concepto 17.000 millones de libras, abarcando la venta del transporte, la energía, las comunicaciones, etc.; grandes monopolios pasaban de manos estatales a manos privadas. Entre 1988 y 1992, Inglaterra obtuvo por la venta de empresas públicas más de 44.000 millones \$.

Yarrow (1986), identifica la siguiente lista de objetivos, que sintetiza los que parecen haber sido principales fines perseguidos por el Gobierno conservador británico a través de su programa de privatización: mejora de eficiencia, incrementando la competencia y permitiendo a la empresa acudir al mercado de capitales; reducción de las necesidades de endeudamiento público; facilitar la negociación salarial, debilitando el poder sindical; reducción del papel de las decisiones públicas en el campo empresarial; ampliar la base accionarial y facilitar el acceso de los ciudadanos al mercado bursátil; favorecer el acceso de los empleados a la tenencia de acciones de la empresa en la que prestan sus servicios; y finalmente, redistribución de la renta y la riqueza.

La ampliación de la base accionarial no parece haberse conseguido, y las diferencias entre el cambio fijado para la venta de acciones y la cotización posterior en bolsa, ha servido en gran medida para fines especulativos de los compradores iniciales (Kay y Thomson, 1986).

Estudios empíricos, como los de Hutchinson (1991) y Pint (1991), obtienen resultados mixtos, que sugieren que la propiedad pública se correlaciona con niveles mayores de crecimiento de la productividad del trabajo, mientras que la propiedad privada se correlaciona con mayores niveles de beneficios. Hartley y Parker (1991), por su parte, concluyen que la introducción de competencia en los mercados y la estructura de incentivos tienen mucha mayor incidencia sobre la eficiencia que la simple transferencia de propiedad.

Esto último debió pensar el Gobierno Británico al privatizar los ferrocarriles, pues al mismo tiempo que se reformaba la actividad se pretendió introducir el máximo nivel de competencia. Para ello, se privatizaron por un lado la infraestructura, por otro el servicio de viajeros y finalmente el servicio de mercancías y talleres. A su vez, se crearon varias compañías en cada servicio para que la competencia fuera mayor.

Por último, para Ramos y Pampillón (1999), la experiencia privatizadora británica demuestra que la adopción del sistema de concesiones, como fórmula de prestación de los servicios de transporte de viajeros es positiva, pues el número de viajeros ha aumentado significativamente, las tarifas se han reducido, el nivel de servicio es mayor, las compañías ferroviarias están realizando renovación de la flota de trenes y, por último, las subvenciones requeridas para la explotación del servicio son menores.

3.3.- ESTRUCTURA ORGANIZATIVA Y DISEÑO CONTRACTUAL DE LAS PRIVATIZACIONES ALEMANAS.

Los acontecimientos políticos y económicos, originados por el colapso del anterior régimen comunista, generaron demandas para reducir el tamaño del sector público y aumentar la eficiencia en áreas donde los Gobiernos habían arruinado los activos. La privatización fue una importante respuesta a esta demanda. La Alemania del Este había dejado las empresas en mal estado para competir; la ineficiencia productiva y la fabricación de productos sin demanda, eran sus grandes problemas.

La privatización alemana, en la que podemos distinguir tres períodos, uno inicial de ventas rápidas, el siguiente de dificultades políticas y sociales, y el periodo final de incremento de la subsidiación, se organizó en torno a dos instituciones creadas al efecto: Agencia Independiente de Privatización Alemana, “Treuhand” y las “KGs Management”.¹

¹ Las KGs gerenciales eran un esfuerzo por privatizar el proceso de privatización, su propósito era proporcionar personal directivo privado especializado en reestructuración por cada ocho o diez empresas de la Agencia y su venta a compradores privados.

La primera de ellas, creada en Junio de 1990 con una vida limitada hasta diciembre de 1994, tenía a su cargo 12.400 firmas y 4 millones de empleados, el holding más grande del mundo.

La independencia de la Agencia frente al control directo del Gobierno permitió adoptar medidas de rendimiento, contratando gerentes con talento y experiencia a base de sueldo, hasta el punto de que en junio de 1990, el 56% de los miembros de supervisión de la Agencia eran gerentes occidentales.

Según Dyck y Wruck (1998), la Treuhand y los KGs fueron costosas en su creación y mantenimiento, sin embargo, su efectividad demostrada pone de manifiesto que el diseño de los contratos, protegiendo y favoreciendo la privatización, y la estructura organizativa, pueden usarse para aumentar la eficiencia.

El 74% de las firmas privatizadas fueron adquiridas por compradores de Alemania del Oeste, el 20% por compradores del Este y solo el 5,9% por compradores extranjeros. Las previsiones de superavit privatizador de 600 mil millones de DM se transformaron en solo 50 mil millones, pues de los 243 mil millones generados se destinaron a subsidios 193 mil millones de DM.

3.4.- EFECTOS DE LA PRIVATIZACIÓN SOBRE LA MANO DE OBRA EN TURQUÍA.

La historia de la empresa pública en Turquía comienza a principios de los años treinta, y el movimiento privatizador a comienzos de los años ochenta. La privatización ha figurado en las agendas de los sucesivos Gobiernos desde hace quince años y sigue vigente

hoy día, a pesar de que el empleo estatal no era alto; un 9,8% en la administración civil del estado y un 3,2% en las distintas empresas públicas.

Tansel (2002), ha estudiado el efecto de la privatización sobre el empleo en el sector de cementos en 1989 y en el sector de industria petroquímica en 1990, el cual estaba en reestructuración para su posterior privatización. Tansel entrevistó entre mayo y diciembre de 1995, a 579 personas activas que habían sido despedidas en el transcurso de la privatización. Los resultados demuestran que los obreros despedidos obtienen en su actual empleo un 66% menos de ingresos que en el empleo estatal, siendo menor la disminución de ingresos en los trabajadores con mayor nivel educativo, más jóvenes y procedentes de la industria petroquímica. Además, los resultados pusieron de manifiesto una pérdida de bienestar para el trabajador y que una mayoría abrumadora hubiera preferido haber continuado con su empleo público. Finalmente, el estudio revela el traspaso de algunos trabajadores despedidos a la economía sumergida.

Okten y Peren (2000 y 2001), usando una muestra de 23 empresas del sector de cementos, privatizadas entre los años 1989 y 1998, obtienen evidencia de aumentos significativos de productividad, inversión e ingresos y descensos en el coste unitario y precios durante el período post-privatización.

3.5.- PRIVATIZACIÓN DEL SERVICIO DE LIMPIEZA EN LAS ESCUELAS DE DINAMARCA.

Los municipios en Dinamarca tienen libertad para decidir la forma de organizar la limpieza de las escuelas de primaria. La mayoría usa la organización municipal descentralizada (66,5%), en la que el municipio cede un presupuesto y cada escuela contrata el servicio de limpieza. Un 19% de las escuelas usa un servicio contratado y

supervisado por el municipio. Finalmente, el 14,5% usa un servicio privado de limpieza, elegido a través de oferta competitiva¹.

Cristoffersen, et al. (2001), analizan cómo influyen la organización de los servicios de limpieza en los costes de producción para una calidad dada. Su principal hallazgo es que las diferencias de costes dependen de las economías escala, lo que constituye un desafío para las teorías existentes de las diferencias de costes entre los productores públicos y privados.

Su estudio empírico está compuesto por 1081 repuestas obtenidas de una encuesta enviada a 189 municipios, que cubren el 50% de las escuelas primarias de Dinamarca. La conclusión a la que llegan es que, si se centralizara el servicio de limpieza, el ahorro de costes puede ser del 16,5% en las pequeñas escuelas y hasta el 50% en las grandes. Además, si todos los municipios privatizan el servicio de limpieza, manteniendo constante la calidad, el ahorro podría ser del 25% sobre los costes totales.

3.6.- PRIVATIZACIÓN DE VIVIENDAS EN MOLDOVA.

En los últimos años ha surgido un mercado inmobiliario que se ha extendido por los países de la antigua Unión Soviética. Los mecanismos de asignación no guardan ningún parecido con el pasado; en la planificación centralizada se ignoraba la información contenida en los precios.

El proceso de privatización se ha producido en distintos grados, progresando a distintos ritmos en las antiguas repúblicas. La mayoría de los observadores coinciden en que el proceso está esencialmente completado en la mayoría de las repúblicas, pero está a la mitad en Rusia.

Entre las personas que han tenido acceso a la propiedad de las viviendas destacan pensionistas y familias relativamente acomodadas. Es este segundo grupo el que participa en el mercado inmobiliario.

¹ El número de empresas privadas de limpieza es grande, y las actividades de limpieza de escuela ocupan solo una pequeña parte de su actividad total.

Moldova, antigua república rusa, ha privatizado las viviendas y ha aplicado el sistema de economía de mercado consiguiendo grandes progresos; de hecho, la mayoría de la población posee su propia vivienda. Tanto en pueblos como en ciudades, se les dio la oportunidad a los ciudadanos de adquirir sus viviendas a precios muy bajos, desarrollándose un mercado inmobiliario.

Destacan particularmente los mercados inmobiliarios de Chisinau y Tiraspol. Chisinau es la ciudad más populosa de Moldova y centro neurálgico de negocios del país; en esta ciudad se compran y venden casas con la intervención de corredores, habiendo tal competencia entre ellos que no existe cooperación alguna. Tiraspol es la mayor ciudad industrial y está más cerca ideológicamente de los planteamientos de la economía de planificación centralizada; en la práctica, sin embargo, el mercado inmobiliario funciona como un mercado libre en el que se intercambian todo tipo de artículos.

De acuerdo con Anderson (2000), los modelos de estimación de precios en ambas ciudades demuestran una clara influencia de las fuerzas de mercado, explicándose las variaciones en los mismos por unas cuantas variables propias de la vivienda: habitaciones, metros cuadrados, naturaleza, distrito,...

Por otra parte, el desarrollo de un mercado de viviendas en las ciudades post-soviéticas tiene, según Anderson, implicaciones posteriores tales como: un mercado hipotecario, mercado de seguros y desarrollo de una sistema legal de propiedad, elaboración de catastro legal y elaboración de una base de datos para estimar la cantidad de casas, tierras agrícolas y propiedades industriales.

3.7.- PRIVATIZACIÓN DEL SECTOR BANCARIO EN HUNGRÍA.

La elección de los políticos húngaros ha venido impuesta por las restricciones económicas interiores, consecuencia del paso del sistema de planificación central al de economía de mercado y de los problemas macroeconómicos.

Como economía emergente, Hungría, tenía un buen potencial de crecimiento y fuertes entradas de capital; no obstante, ha tenido que salvar varios escollos para la privatización de los antiguos bancos húngaros:

- En primer lugar, los bancos húngaros habían facilitado créditos a las empresas públicas, que estaban todas descapitalizadas a la salida de la transición. En consecuencia el papel de los bancos como prestamistas del sector privado era muy limitado.
- En segundo lugar, el Gobierno húngaro debía elegir una forma de desprenderse de la propiedad y transferirla a manos privadas. El procedimiento elegido fue crear una Agencia de Privatización Pública y buscar, a través de esta agencia, un inversor estratégico, que en este caso fueron inversores extranjeros.
- Por último, estaba el marco regulador de este proceso; había cierta resistencia política, prefiriéndose que la propiedad quedase en manos domésticas, pero la débil situación del sistema bancario, junto con otros problemas económicos internos, no dejó otra salida a los políticos.

En 1999 el porcentaje de bancos en manos de extranjeros era en Hungría del 60%, frente al 20% de 1994. La propiedad extranjera se concentraba en la gran banca industrial, dejando el pequeño banco comercial a los inversores internos.

Hoy en día puede afirmarse que la competitividad del sistema bancario húngaro es elevada y tiene menor concentración que otros países, goza estabilidad y buen funcionamiento.

La evidencia, según Abel y Siklos (2001), pone de manifiesto el dominio de los bancos extranjeros sobre los nacionales y ha demostrado ser beneficioso para el sistema. La alianza estratégica con los extranjeros ha creado un sistema estable y con buen funcionamiento.

3.8.- PRODUCTIVIDAD Y REESTRUCTURACIÓN EN LA PRIVATIZACIÓN RUMANA.

Rumania es uno de las economías en transición, que han llevado a cabo programas de reestructuración¹ de algunas grandes empresas públicas en dificultades. Estos programas son atractivos, entre otras cosas, porque tradicionalmente las economías en transición han heredado grandes empresas que empleaban a menudo a todo un pueblo y proporcionaban grandes prestaciones sociales (calefacción, escuelas, hospitales), por lo que cerrándolas se podía provocar un conflicto social; por otra parte, el cierre es menos traumático si se acompaña con medidas tales como prestaciones sociales e indemnizaciones.

Analizando el rendimiento de las empresas sometidas al programa, Djankov (1998), obtiene evidencia empírica de que ninguno de los objetivos del programa se ha cumplido, concluyendo que los Gobiernos de las economías en transición no seleccionan adecuadamente las empresas a reestructurar previamente y privatizan rápidamente.

El proceso de privatización en Rumania comenzó con la transformación en sociedades de las empresas públicas rumanas, asignándose el 70% de la propiedad a un fondo propiedad estatal, y el resto a varios fondos propiedad privada. No obstante, estos fondos privados, aunque sus dueños eran 18 millones de ciudadanos, eran gobernados por personas designadas y supervisadas por el Estado.

El método más utilizado de privatización consistió en la venta de la empresa a sus empleados (MBO). La compra de acciones ha sido financiada por un período de 3 a 5 años, limitándose la concentración de propiedad y la venta de acciones en este periodo. También se han utilizado el método de venta directa, para aumentar la velocidad de privatización y evitar los problemas de demanda insuficiente, y el método de privatización en masa para dispersar la propiedad. En todo caso, el Estado se ha reservado el 40% de las acciones,

¹ Estos programas de reestructuración tenían básicamente tres objetivos: reducir las pérdidas operativas de las firmas, reducción del exceso de empleados y reducción de los fondos gubernamentales para compensar pérdidas. Si una empresa no alcanza tesorería positiva al final del proceso de reestructuración debe liquidarse o privatizarse. En 1992, comenzaron el programa 147 empresas, de las que solo lo habían superado, en febrero de 1997, cuatro de ellas.

dominando la estructura de propiedad, frente a un grupo muy disperso de inversores privados. Así a finales de 1998, la propiedad estatal era por término medio del 36,3% y la propiedad de los empleados del 23,6% de media, excepto los medios de comunicación de los que el Estado conserva el 46,5% de la propiedad.

Earle y Telegdy (2001) obtienen evidencia empírica de que la privatización ha ejercido un efecto positivo sobre el nivel de crecimiento de la productividad laboral, variando los resultados en función del método de privatización empleado.

3.9.- PRIVATIZACIONES EN RUSIA.

En la historia de la corporativización y privatización Rusa podemos distinguir tres períodos:

- El primero abarca desde 1993 a 1995: en este periodo se lleva a cabo un programa de privatización en masa, convirtiendo la mayoría de las empresas en sociedades por acciones. Dos tercios de las acciones de las grandes y medianas empresas se transfirieron a manos privadas. Más de 41 millones de rusos se convirtieron en accionistas, privatizándose 76.000 empresas, el 80% de las empresas públicas, que pasaron a propiedad de obreros y directivos.
- Posteriormente entre 1995 y 1996, el Gobierno vende a través del sistema de subasta miles de empresas, haciéndose con el control del gobierno corporativo los directivos y gerentes frente a los obreros y ciudadanos, obstaculizando además la entrada de inversores exteriores. Este proceso carece de transparencia y disminuye la credibilidad de la corporativización.
- Por último, desde 1997 a la actualidad, la privatización se lleva a cabo entidad por entidad, sobre todo en las empresas mayores, buscando inversores estratégicos, mediante oferta competitiva o subasta. Para ello se nombran consejeros independientes que preparan a la empresa pública para la venta y posteriormente la venden.

En Rusia, después de la caída del sistema comunista las empresas públicas fueron privatizadas rápidamente, creándose bolsas de valores y adoptándose un código legal corporativo, pero a finales de los 90 el valor de las acciones era prácticamente cero. Los precios reflejaban un problema muy serio en el gobierno corporativo, mala administración

de recursos y movimientos de tesorería que se producían para beneficiar a personas influyentes y proyectos improductivos.

En general, un buen gobierno corporativo es aquel que maximiza el valor de la empresa para sus propietarios. La mala experiencia en Rusia es consecuencia de la estructura de propiedad y los límites que esta puede jugar en el gobierno corporativo.

Se identifican cinco motivos para no alcanzar la maximización de beneficios:

- Operaciones continuadas de destrucción de valor en las firmas.
- Fracaso en el uso eficiente de la capacidad existente.
- Mala inversión de los recursos generados internamente.
- Rechazo los proyectos con valor neto positivo, para no asumir riesgo.
- Fracaso en la identificación de proyectos con valor neto positivo.

Los arquitectos del programa de privatización creyeron que era necesario realizar un programa de privatización muy rápido, pensando que los recursos fluirían rápidamente como consecuencia de los mecanismos de mercado, pero infravaloraron los controles que las condiciones iniciales impondrían hasta reasignar los recursos. Estas condiciones iniciales eran las siguientes:

- Empresas en una situación límite.
- La previa corporativización que se realizó transfiriéndose empresas públicas a propietarios privados a gran velocidad, preferentemente directivos y empleados. Estos directivos usaron todo tipo de mecanismos para frustrar el acceso al control de las empresas de empleados e inversores exteriores, haciéndose con el gobierno corporativo.

La conclusión más importante a la que llegan Megginson y Netter (2001), es que el uso de información privilegiada por parte del directivo ha hecho fracasar las privatizaciones en URSS y sobre todo en Rusia, concentrándose la propiedad en manos de los mismos¹.

¹ Después de la privatización, la mayoría de las empresas pertenecen a directivos, empleados y a los Gobiernos y autoridades regionales. Estos tres grupos han sido incapaces de trabajar de forma conjunta. Los directivos hacen operaciones comerciales con socios y amigos. Los empleados quieren mantener sus puestos de trabajo a toda costa. Los Gobiernos regionales quieren que las empresas proporcionen servicios públicos para no pagar a otros suministradores.

Fox y S  ller (2000) concluyen que las conductas no convencionales de los ricos rusos enlazan una serie de patologías que desembocan en los fracasos continuados de los gobiernos corporativos rusos, con efectos negativos sobre la economía. Lo sucedido en Rusia contradice la teoría empírica de que el control corporativo por grandes accionistas contribuye a aumentar el valor de la empresa.

3.10.- PRIVATIZACIONES EN POLONIA.

El origen de la privatización arranca con la formación de las llamadas sociedades nomenclatura. Se trataba principalmente de sociedades de responsabilidad limitada o anónimas, integradas por dirigentes de las empresas del sector público y por los cargos importantes de la administración estatal.

Gozaban de varias ventajas tales como menores impuestos, altas ganancias por la intermediación en el mercado de bienes escasos, etc; pero el pecado mayor fue el uso de capital productivo estatal casi sin pago para el beneficio de sólo un pocos.

En 1990 se aprobó la ley de privatización, según la cual las sociedades estatales serán transformadas en sociedades con un solo titular: la Tesorería del Estado. Después de esta transformación las sociedades pueden ser transmitidas y los ingresos de la venta de bienes y acciones serán utilizados por el Gobierno de acuerdo con la ley presupuestaria.

Los trabajadores tenían derecho de compra preferente sobre el 20% de las acciones, con un descuento del 50% del precio durante el primer día de venta. Por otra parte se emitieron bonos de privatización, distribuidos en igual cantidad entre todos los ciudadanos, que sirvieron para pagar las acciones de las empresas privatizadas.

Los diferentes métodos de privatización adoptados en Polonia llevaron a diferentes tipos de empresas total o parcialmente privatizadas. Los métodos tradicionales de privatización, como la venta a inversionistas estratégicos (especialmente inversores

extranjeros) o las ofertas públicas de acciones, resultaron ser muy exitosas en términos de privatizaciones completas, gobiernos corporativos confiables y un buen resultado económico. Las compras efectuadas por los gerentes y empleados ocuparon un segundo lugar en importancia, pero también resultaron muy eficientes, al menos en la primera etapa del proceso de privatización ya que establecieron el marco para los cambios de propiedad que vendrían posteriormente.

Por otro lado, el resultado de las privatizaciones mediante certificados estatales ha sido decepcionante. El resultado de las empresas que adoptaron este sistema ha ido empeorando cada vez más. Las empresas que han sido comercializadas, pero que aún son de propiedad estatal, tampoco han arrojado buenos resultados y necesitan ser reestructuradas.

De las 8.441 empresas incluidas en el programa de privatización en 1990, a finales de 1998 se habían privatizado total o parcialmente 6.129 empresas. De ellas 2.454 habían sido completamente privatizadas, mientras que 2.021 lo habían sido parcialmente. La comercialización (etapa previa al proceso de privatización) se le aplicó a 1.343 compañías.

El sistema de venta de activos fue el utilizado para las pequeñas y medianas empresas; en total 1.551 siguieron esta forma de privatización. A pesar de todo esto, existen todavía en Polonia 2.000 empresas estatales, de las que 400 son grandes empresas y 50 de ellas, las más grandes del país.

Blaszczyk (2001) comprueba la hipótesis de que los antiguos activos estatales no son la principal base para el desarrollo del sector privado. Además, también demuestra que el Estado posee una participación importante en los activos económicos del país, siendo éstos mucho menos productivos que los activos más pequeños del sector privado.

3.11.- PRIVATIZACIONES MEDIANTE SUBASTA EN CHECOSLOVAQUIA.

El método clásico de privatización occidental, la oferta pública de venta, raramente se utiliza en el Este de Europa por varios motivos: subdesarrollo de los mercados de

capitales, falta de ahorro y costes de las ofertas. Para superar estas cuestiones se hace necesario acelerar las reformas del mercado y fomentar la propiedad privada.

Hillion y Young (1996), han estudiado la primera privatización llevada en la antigua Checoslovaquia, antes de dividirse en dos Estados soberanos: República Checa y República Eslovaca.

El Gobierno checo organizó un mercado primario artificial, a base de puntos, para transferir a los ciudadanos del país, activos valorados en 10 mil millones de \$, mediante el intercambio, a través de subastas, de los puntos por acciones de 1491 empresas en rondas sucesivas. Podían participar en el programa de privatización todos los ciudadanos mayores de 18 años, alcanzando la participación al final del proceso la cifra de 8,6 millones de participantes.

El objetivo principal era cambiar puntos por acciones, por tanto, el precio era un objetivo de segundo orden. De hecho, la evidencia empírica demuestra que las subastas se hicieron a un sobreprecio para absorber el mayor número de puntos posible, aunque ocasionalmente también se pudieron intercambiar puntos a precio bajo para acelerar la venta de valores demandada. A consecuencia de este descontrol los precios de transferencia no fueron uniformes en las sucesivas subastas. Además, se evidencia que la demanda era directamente proporcional a la infravaloración e inversamente proporcional a la sobrevaloración; es decir, la conducta del inversor era racional a la luz de la deliberada manipulación de precios de las acciones. Esta manipulación permitió a los subastadores controlar la proporción entre los precios y los puntos absorbidos y contribuyó significativamente al éxito del programa, esto es, a transferir rápidamente los recursos.

Antes de la primera subasta se publicaron los siguientes datos de cada empresa a privatizar: ventas, beneficios, número de empleados, deudas bancarias, deudas totales y total activos; adicionalmente, el nombre de la empresa, dirección, descripción del negocio y actividad, número de identificación, acciones ofrecidas y asignación de acciones. Además los subastadores publicaban los resultados de la subasta después de cada ronda.

Al finalizar la quinta y última ronda se habían consumido más del 98% de los puntos y transferido el 93% de las acciones, pero ello se había logrado a costa de manipular los precios de intercambio.

3.12.- PRIVATIZACIÓN Y PROPIEDAD EN ESLOVENIA.

La privatización en Eslovenia se ha desarrollado combinando la asignación obligatoria de acciones a empleados y la oferta pública de acciones, en consecuencia, la propiedad se ha dividido entre el accionista institucional e influyente¹ y el relativamente importante pero difuso pequeño propietario.

En Eslovenia este inversor institucional juega un papel activo en el gobierno corporativo, incluso en las decisiones comerciales diarias. Participan activamente en las reuniones de accionistas y nombran candidatos al consejo de administración, seleccionan consejeros y ejercen presiones informales para influir en la conducta de los consejos de administración.

Por el contrario, los pequeños accionistas no tienen experiencia ni conocimientos o tradición en la propiedad y no participan en las juntas de accionistas.

Roe (1994) ha encontrado evidencia de la influencia negativa que los bancos japoneses y alemanes han ejercido en el mercado de valores, concretamente en lo que se refiere al desarrollo de nuevos negocios. Como afirman Bohinc y Bainbridge (2000), la institucionalización excesiva del mercado de capitales puede impedir su desarrollo.

En un estudio de las economías en transición, Beglof y Thadden (1999) concluyen que la protección de los derechos del inversor es muy importante pero, a causa de la complejidad del sistema legal y las normas complementarias, se hace necesaria una reforma completa¹.

¹ Aunque no están disponibles los datos sobre la propiedad institucional, no parece haber duda de que la privatización ha generado una sustancial propiedad institucional cercana al 80%, en poder de bancos, compañías de seguros e inversión y fondos controlados por el Estado.

¹ Eslovenia ha puesto en marcha el marco regulador para restringir el poder de los propietarios institucionales. El decreto de mercado de valores prohíbe a los “insider” comerciar y obliga a informar a la corporación sobre sus transacciones con

Stephen (2000), concluye que la propiedad estatal continuada y la influencia política de los grandes propietarios son fuentes importantes de preocupación, porque han lanzado la duda si en Eslovenia podrá restringirse el poder de los inversores institucionales.

3.13.-PRIVATIZACIÓN Y LIBERALIZACIÓN EN AUSTRIA.

En las últimas décadas Austria ha sufrido profundos cambios en sus políticas económicas; entre ellos, podemos citar una importante privatización de la propiedad directa e indirecta del Estado, aunque no se ha completado y se ha reservado parte de la propiedad en la mayoría de los casos; además, se han abandonado los precios regulados, dictado leyes antimonopolio, reformado los horarios comerciales, etc.

Las empresas del Estado han contribuido al PIB entre un 25 y un 37%, han generado alrededor del 14% del empleo y dominado sectores como energía, siderúrgico, químico, telecomunicaciones, correos, y monopolios estatales como tabaco, loterías, bebidas alcohólicas, etc. Pues bien, aún a pesar del mal funcionamiento de las empresas públicas, la idea de la privatización no ganó terreno hasta los noventa.

La obra maestra de las privatizaciones austriacas ha sido las ventas de acciones de la ÖIAG (Austrian Industry Holding), que comenzó en 1994. Había sido creada en los sesenta para agrupar las empresas nacionalizadas, predominantemente productoras de acero. A finales de 1997 se habían privatizado las cinco mayores empresas de la ÖIAG, reservándose el Estado la “acción de oro”. De la magnitud del fenómeno privatizador nos da una idea el hecho de que las personas empleadas en 1992 en las ÖIAG eran de 77.000 y en 1997 quedaban 4.800 personas.

Dentro de la ÖIAG solo unas pocas pequeñas empresas se vendieron completamente, permaneciendo el Estado como mayor accionista o con poderes de veto en la mayoría de las empresas privatizadas. De hecho a través de la estructura cruzada de

valores. El emisor está obligado a notificar a la Agencia de Intercambio de Valores eslovena quien posea el 5% o más en el plazo de tres días, y adicionalmente, la persona que desee adquirir más del 25% de los derechos de voto está obligada a realizar una oferta pública de compra para el resto de las acciones.

propiedad entre las empresas pertenecientes a la ÖIAG la influencia estatal es mucho mayor; por ejemplo, VA Technologie posee el 24% de VA Stahl y ésta el 38,8% de VA Technologie. Incluso puede afirmarse que el Estado había aumentado, a finales de 1999, su porcentaje de participación en algunas empresas con relación a años anteriores, tal es el caso de Aerolíneas Austriacas.

No obstante, a pesar de todo, es justo decir que la estructura de propiedad ha sufrido cambios importantes desde 1987¹. Varios monopolios estatales se han abierto a la competencia privada, lo que ha inducido al Gobierno a privatizar más empresas; además, se han liberalizado algunos mercados, el más importante ha sido el de telecomunicaciones, lo que ha provocado una reducción de tarifas de hasta el 25%.

Una preocupación importante es que el rendimiento de las empresas privatizadas no ha sufrido cambios significativos; según Clemenz (1999), no hay cambios significativos en la eficiencia, apalancamiento, inversión y resultado, aunque si haya cambios significativos respecto a la rentabilidad y el empleo.

3.14.- PRIVATIZACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO EN SERBIA.

La República Yugoslava ha demorado sus reformas económicas conducentes al sistema de economía de mercado debido a factores no económicos. Además de la inconsistencia de las políticas económicas, han influido negativamente en ese objetivo la prioridad de objetivos políticos sobre los puramente económicos, los cambios frecuentes de legislación, el ascenso de la corrupción y la criminalidad, etc. Es precisamente la privatización, el único campo donde se han logrado progresos muy limitados. La privatización ha ido tan lenta que en el 2001 sólo el 40% del producto yugoslavo procedía del sector privado.

¹ Así, la privatización ha inducido cambios en los objetivos de la dirección, la seguridad en el trabajo se ha vuelto un objetivo a largo plazo, la creación de valor para el accionista es una expresión frecuente y muchos mercados se han vuelto agresivos, sobre todo en precios.

La situación en Serbia es particularmente insatisfactoria, dado que es la única República Yugoslava que ha mantenido la “propiedad social”¹ como una forma de propiedad; de hecho, la Constitución serbia declara la igualdad de trato para todas las formas de propiedad: social, estatal, mixta y privada.

Uno de los motivos por los que no se ha avanzado en el proceso privatizador ha sido los continuos cambios legislativos, unos adoptados por el anterior Gobierno Federal Yugoslavo y otros por los Gobiernos de las Repúblicas de Serbia y Montenegro.

Como destaca Uvalic (2001), la última Ley de privatización Serbia, promulgada en el 2001, prescribe que los trabajadores reciben más cuanto antes se privatice la empresa; así si esta se produce dentro de los 18 meses siguientes los obreros reciben el 30% del capital, si se produce entre los 18 y 30 meses reciben el 20% del capital, finalmente si se produce con posterioridad a los 30 meses reciben solo el 10% del capital.

La privatización más importante realizada hasta el momento ha sido la de Telecom Serbia en 1997, por la que se obtuvieron 1.100 millones \$ por el 49% de su capital. Aunque parcialmente privatizada, Telecom Serbia, no se ha reestructurado ni mejorado sus servicios, muy al contrario el desarrollo de este sector era mucho más dinámico en el período pre-privatización.

En otro orden de cosas, la situación del gobierno corporativo es poco satisfactoria. La mayoría de los problemas se derivan del sistema de autogestión de la propiedad social. El problema principal es que los derechos de propiedad no están bien definidos, por lo que el control corporativo se divide entre trabajadores, empresa y Estado, sin que ninguno de ellos tenga el control completo.

En este sentido, Uvalic (2001) ha estudiado cuatro casos de empresas serbias, obteniendo las siguientes conclusiones sobre el gobierno corporativo en este país:

¹ Bajo el sistema de propiedad social los recursos pertenecían oficialmente al conjunto de la sociedad. No obstante, debido al sistema de autogestión muchos trabajadores se sentían propietarios, por lo que extraoficialmente la propiedad del grupo había reemplazado a la propiedad estatal. En estas circunstancias, ¿quién podía vender la empresas y dónde deben ir a parar los ingresos?. Después de diez años todavía es difícil poner en marcha una estrategia de privatización en Serbia.

- Muchas de las características de la estructura de propiedad anterior no solo son visibles sino dominantes.
- No hay relación clara entre la forma de propiedad y los mecanismos de gobierno corporativo.
- Los insatisfactorios gobiernos corporativos han sido frecuentemente un reflejo de las formas arbitrarias de desarrollar leyes, que además no se respetan.
- No hay un patrón claro todavía de gobierno corporativo. En la mayoría de los casos los “insiders”, con su doble condición de empleados y accionistas, parecen ser el grupo más influyente que controla la empresa.
- Finalmente, hay un problema general de gobierno corporativo en Serbia derivado de la lentitud del proceso de transición a la economía de mercado, como la falta de instituciones básicas desarrolladas.

3.15.- REESTRUCTURACIÓN Y PRIVATIZACIÓN DE GRANDES EMPRESAS EN SLOVAKIA.

La reestructuración de empresas en las economías en transición¹ ha sido muy apoyada por la necesidad de transformar estas empresas para su posterior viabilidad en el sistema de economía de mercado. La reestructuración puede ser entendida como el proceso de transición de una economía muy distorsionada con muchas empresas en pérdidas, a una economía de mercado con una mayoría de empresas rentables.

El programa de privatización eslovaco se ha dividido en dos partes. Una primera en 1992 en la que se privatizaron 600 empresas y fue realizada por el Gobierno de la antigua Checoslovaquia; y una segunda prevista inicialmente para 1994 y realizada finalmente entre los años 1995 y 1996, de forma que a finales de este año se estima que el 92% de las empresas industriales se habían privatizado.

¹ Los estudios empíricos (Pohl et al., 1996; Estrin et al., 1995; Djankov y Pohl, 1998) realizados en las economías en transición coinciden en señalar tres determinantes de la velocidad y profundidad de la reestructuración: condiciones iniciales de la empresa (herencia), factores específicos de las compañías (gobierno corporativo, habilidad gerencial) y entorno (estabilidad macroeconómica, competencia, disciplina financiera, ...).

El método más usado en la segunda fase de privatización, la eslovaca, fue las ventas apalancadas a directivos y empleados, se exigía (a lo sumo) un 10% de entrada según el valor en libros de la empresa y el resto entre dos y siete años.

La evidencia demuestra que la rápida consolidación de la estructura de propiedad en las empresas privatizadas produjo gobiernos corporativos fuertes.

Djankov y Pohl (1998), han estudiado 21 casos de empresas eslovacas que fueron reestructuradas entre 1991 y 1996, periodo de transición de Slovakia al sistema de economía de mercado; las empresas fueron seleccionadas de un grupo de 200, todas grandes (más de 2.000 trabajadores) y con las dificultades propias del periodo de transición. Así, había 7 empresas clasificadas en la categoría de no viables, 9 potencialmente viables y 2 viables; las otras 3 habían sido absorbidas por otras mayores en diciembre de 1996.

El trabajo de Djankov y Pohl evidencia, que el cambio de propiedad y reestructuración del grupo de empresas analizadas, aumentó el rendimiento en $\frac{3}{4}$ de los casos y en $\frac{1}{4}$ de empresas todavía tenían dificultades.

3.16. – PRIVATIZACIONES Y PRODUCTIVIDAD EN ITALIA.

A principios de los años noventa los problemas, arrastrados de los años treinta, en el sistema de empresa pública llegan a su punto culminante. El sistema de gobierno corporativo de las empresas públicas anteponía los problemas políticos y sociales a los de eficiencia productiva y a la capacidad de generar ingresos. La relación creada en 1956 entre el sistema político y la empresa pública influyó en todas las decisiones sobre estrategia de inversión y crecimiento, con serios impactos sobre la competitividad de las empresas. Las empresas públicas se identificaban por su ineficiencia y despilfarro de recursos y fueron causa de la crisis financiera del Estado. Así en 1990, un informe de la Tesorería del Estado indicaba la necesidad de un proceso de privatización para reducir el déficit presupuestario¹. En 1993, cuando el crecimiento del PIB era negativo, Giuliano

¹ El objetivo del programa de privatización no fue sola la mejora de las finanzas públicas sino también el aumento de la eficiencia económica de las empresas públicas, el crecimiento del mercado de valores y la internacionalización del sector industrial italiano.

Amato, primer ministro italiano, preparó un programa financiero que incluía un inmenso programa de privatización que, precisamente, terminó siendo el más importante de los países de la OCDE en la década de los noventa.

Una de las principales oposiciones encontradas al programa fue la incapacidad que se suponía tendría el cambiante Gobierno italiano para llevar a cabo cometidos a largo plazo. No obstante, fue llevado a cabo con éxito, obteniéndose entre 1992 y 1999 unos ingresos de 90.000 millones de €, según la propia Tesorería del Estado. Hay que destacar la privatización de Telecom Italia con 20.000 millones € en 1997, la mayor del mundo en ese año.

Según Amatori y Colli (2000), el mercado de valores italiano ha experimentado cambios considerables en su tamaño, composición, estructura y papel en el sistema económico italiano. Así, entre 1995 y 1999 la bolsa de valores pasó de 217 compañías cotizadas, una capitalización de 168,1 mil millones € y un volumen de 72,5 mil millones € a 241 empresas cotizadas, 714,1 mil millones € de capitalización y 503,0 mil millones € de volumen. Del crecimiento del mercado de valores nos da una idea el hecho de que entre 1993 y 1998 se realizaron ofertas públicas iniciales de empresas públicas por importe de 37.480 millones €.

Al finalizar los noventa la estructura de propiedad en Italia era diferente a otros países desarrollados; así, las instituciones no financieras poseían el 89,6 % de la propiedad en 1997, frente al 51,7% en EEUU o el 48,8% en UK; las familias y los individuos poseían el 48,1% frente al 27,7% de UK o el 16,8% de Alemania.

La mayoría de los estudios relacionados con la privatización han tenido en cuenta los mecanismos de incentivos al comportamiento directivo. Tradicionalmente los análisis empíricos estudian los niveles de eficiencia posteriores y previos a la privatización. Erbetta y Fraquelli (2002), estudian el impacto de la amenaza del programa de privatización en la dimensión de la productividad. Utilizando la información de 23 grandes empresas italianas, parcial o totalmente privatizadas durante la última década para el periodo 1983-1998, obtienen evidencia de aumento de productividad laboral en el periodo

preparatorio de la privatización. Así, la productividad media de 135,74 cuando era pública pasa a 177,76 en el periodo pre-privatización y a 182,06 en el periodo post-privatización, jugando por tanto un papel incentivador en la productividad laboral de los funcionarios el periodo anterior a la privatización.

CAPÍTULO CUATRO: PRIVATIZACIONES EN AMÉRICA DEL NORTE.

4.1.- PRIVATIZACIONES EN CANADÁ.

La importancia de la privatización ha crecido en Canadá en la última década. Los Gobiernos federal, provinciales y municipales han reducido cada vez más su participación en las corporaciones públicas, contratando firmas privadas para prestar servicios públicos y transfiriendo el desarrollo de infraestructuras a la iniciativa privada.

El tamaño moderado del sector público en Canadá ha hecho que este sea menos rápido y amplio que en otros países; además, los Gobiernos federal, provinciales y municipales se han movido a ritmos diferentes, aunque la tendencia ha sido hacia una clara disminución del sector público.

Las mayores privatizaciones de empresas públicas se han llevado a cabo por el método de oferta pública de venta, por ejemplo Canadian National Railways en 1995; sin embargo, para la mayoría de las privatizaciones se utilizó el procedimiento de negociación directa, debido a que se obtienen mayores ingresos porque la venta incluye el control corporativo.

Según Levac y Wooldridge (1997), entre los años 1986 y 1996, los ingresos obtenidos por las diez mayores privatizaciones de empresas públicas federales alcanzaron 7.200 millones de \$. Los Gobiernos provinciales y municipales obtuvieron, entre los años 1975 y 1996, unos ingresos de 6.657 millones de \$. En ocasiones, los Gobiernos han recapitalizado las empresas públicas con el objetivo de hacerlas más atractivas a los inversores al mejorar la proporción deuda - patrimonio.

McDavid y Laliberté (1996) estudian las ganancias de eficiencia con la privatización de los servicios públicos municipales de recogida de residuos sólidos y servicio de reciclaje. Para su análisis usan una muestra de 279 productores de recogida de residuos sólidos y 130 productores de servicio de reciclaje en Canadá, extraída de otros estudios realizados a nivel nacional, en los que evidencian que los productores privados

ofrecen un servicio similar a un precio inferior por unidad producida (Savas, 1987; Bernyi y Stevens, 1988; McDavid y Clemens, 1995). Además, McDavid y Laliberté realizan otro análisis en solo 14 municipios con 28 productores de recogida de residuos sólidos, y 11 municipios con 22 productores de servicio de reciclaje concluyendo que, para ambos servicios, son más eficientes los productores privados que los públicos, bajo la hipótesis de competencia directa entre productores públicos y privados.

4.2.- PRIVATIZACIONES EN ESTADOS UNIDOS.

4.2.1. - CASO DE LA U.S. ENRICHMENT CORPORATION.

La U.S. Enrichment Corporation (USEC), fue creada en 1992 con el objeto hacerse cargo del uranio que se usaba en los reactores nucleares; en 1996, la Secretaría del Tesoro ordenó su privatización.

La privatización de USEC es importante no solo por ser la mayor privatización desde la del ferrocarril Conrail en 1987, sino por las condiciones en que ha de privatizarse para que sea socialmente beneficiosa. USEC controla el 90% del mercado nacional y el 40% del mercado mundial de uranio y al privatizarse se podría poner en peligro el Tratado de no Proliferación (HEU). Así pues, su privatización mejoraría su eficiencia interna, pero éste aumento podría no ser suficiente para compensar el coste de bienestar social, sobre todo respecto al Tratado HEU.

Orszag (2000) llega a la conclusión de que la privatización de la USEC puede aumentar su eficiencia interna, pero los costes esperados de la seguridad podrían superar esas ganancias de eficiencia; además, la privatización podría ser irreversible y socialmente no óptima. Los resultados obtenidos por Orszag indican que la privatización reduce el bienestar social.

4.2.2. – PRIVATIZACION DE LOS SERVICIOS PÚBLICOS LOCALES EN WISCONSIN.

En Wisconsin, los Gobiernos municipales están luchando por satisfacer la creciente demanda de servicios por sus ciudadanos sin tener que recurrir al aumento de la presión fiscal. El crecimiento de la eficiencia en la prestación es probable que sea la solución.

Deller, et al. (2001), han llevado a cabo un estudio consistente en la realización de una encuesta por correo a los empleados municipales de los pueblos y ciudades de Wisconsin, obteniendo una amplia perspectiva de los servicios municipales que se están privatizando y de aquellos que tienden a retener los pueblos y ciudades. En total se enviaron 452 encuestas, obteniendo respuesta del 73% de ellas.

El estudio revela que la privatización se está usando ampliamente en los municipios de Wisconsin, concretamente las obras públicas, servicios de recogida de basuras, reciclaje y distribución de electricidad y gas son los más privatizados.

Un estudio similar realizado en Illinois por Johnson y Walzer (1996), revela que el ahorro de costes es la razón más importante para que los municipios contraten con firmas privadas.

CAPÍTULO CINCO: PRIVATIZACIONES EN LATINOAMÉRICA.

En la últimas dos décadas, Latino América está pasando por un período de transición múltiple que afecta a las instituciones económicas, políticas, sociales y culturales. La excesiva burocratización, corrupción, ineficiencias del aparato administrativo que desarrolla un presupuesto deficitario e inestabilidad macroeconómica, han llevado a brutales endeudamientos externos.

Las reformas económicas a favor del mercado introducidas en Latino América en las dos últimas décadas han incrementado los niveles de desigualdad económica y social, concentrando el ingreso; mientras que el 20 % de la población concentra el 53 % del ingreso, el 20% más pobre solo tiene el 4,5% del ingreso.

La reforma en Latino América abarca tres períodos: primero, el ajuste de la balanza de pagos y macroeconómico, la reestructuración de los incentivos y los precios relativos; el segundo período involucra la privatización y la contratación de un gran número de actividades del Estado que se consideran particularmente comerciables en un mercado; y, por último, el tercero comprende el ajuste institucional a largo plazo necesario para consolidar y mantener las reformas anteriores.

Latino América ha abrazado los programas de privatización con mucho entusiasmo y existen evidencias que sugieren que ha habido un decremento de la intervención del Estado en la economía. De acuerdo con los datos del Banco Mundial, los países de América Latina captaron 154.225 millones \$ por privatizaciones entre el 90 y el 98. Según la OCDE, el proceso de privatización mundial tuvo un valor de 145.000 millones \$ durante 1999, el 10% más que el año anterior. A pesar de que en los últimos años han declinado las transacciones de privatizaciones en el mundo, América Latina y el Caribe captaron el 77% de los ingresos mundiales por privatizaciones en 1998. En 1999, en la región latinoamericana, las privatizaciones fueron inferiores a los planes establecidos. El país más privatizador de América Latina ha sido Brasil, con un total de 72.000 millones \$.

En la mayoría de los países de América Latina, se observa que los procesos de privatización sigue el siguiente orden:

- Las empresas de carácter comercial suelen ser las primeras en privatizarse.
- Las segundas, las empresas de infraestructura que se han mantenido como monopolios o cuasi monopolios naturales, tales como telecomunicaciones, electricidad, agua y carreteras.
- La última fase de los procesos de privatización se refiere al sector social tales como seguridad social, educación, incluyendo los fondos de pensiones.

En cuanto a los resultados de las privatizaciones en América Latina, podemos destacar lo siguiente:

- El desarrollo de los mercados de capitales en la mayoría de los países es aún insuficiente y la privatización no ha sido un incentivo suficientemente poderoso en este campo.
- El desarrollo del sector privado en general es diferente según se trate de países donde el sector privado juega un papel determinante o de un país donde ese sector es aún incipiente.
- La participación de los trabajadores es un objetivo cada vez más importante pero aún poco concretado.
- En relación al empleo hay evidencias de que, en casos de despidos masivos a raíz de una privatización, el empleo se recupera en un plazo determinado como consecuencia de la inversión y de la expansión de la empresa.

5.1. -PRIVATIZACIONES EN PERÚ.

El Gobierno peruano ha privatizado en la década de los noventa las empresas de telecomunicaciones nacionales, la mayoría de las eléctricas e inició, aunque no culminó, el proceso de privatización de agua potable y alcantarillado.

Una de las características más sobresalientes antes de la privatización del sector de telecomunicaciones era el alto grado de demanda insatisfecha, consecuencia de la falta de inversión y las políticas restrictivas. La infraestructura en telecomunicaciones estaba prácticamente estancada, la calidad del servicio era pobre y las operaciones sufrían de las ineficiencias inherentes a la gestión estatal. Todo esto debido a los declinantes ingresos

fiscales, la crisis de la deuda externa y el hecho de que las tarifas no reflejaban la estructura de costes del servicio.

En cuanto al sector eléctrico, también privatizado, la mitad de la población del país carecía de servicio eléctrico y por lo tanto estaban excluidos del mundo moderno. Las tarifas eléctricas, fijadas con criterios políticos, estaban por debajo del precio de coste, generando grandes costes.

Al contrario del sector de telecomunicaciones, donde se le concedió el monopolio durante cinco años al ganador de la subasta, en el sector eléctrico se pusieron en marcha medidas de reestructuración para atraer la inversión privada; se eliminó el monopolio estatal separando las actividades de generación, transmisión y distribución eléctrica para promover la competencia en el sector. Los resultados de la privatización de este sector han sido muy positivos, a pesar de que todavía hay importantes empresas que no han sido transferidas al sector privado.

A pesar de la disparidad de las reformas en los distintos sectores, los resultados empíricos obtenidos por Torero y Pascó (2000), por el lado de la oferta de servicios, son positivos y muy significativos. Según estos autores, la densidad telefónica ha mejorado de 2,9% a 7,8%, la cobertura de agua potable se ha incrementado del 75% a 84 %, y el coeficiente de electrificación ha crecido en promedio un 27%.

5.2.- PRIVATIZACIONES EN BRASIL.

Durante décadas el sector público brasileño ha promovido acciones y programas orientados al desarrollo económico e industrial del país, participando directa e indirectamente en la consolidación de diversos sectores productivos.

En 1990 se creó un programa dedicado íntegramente a la privatización de empresas estatales, con el objetivo de reordenar la participación estatal en la economía, reducir la deuda pública y aumentar la productividad y competitividad de la industria nacional. A

principios del 2000 se habían privatizado 65 empresas y otorgado concesiones de 58 servicios públicos con lo que se ingresó 72 mil millones \$ y transferió al sector privado 18 mil millones \$ en deudas.

Por sectores destacan: Telecomunicaciones, comenzó en 1997 tras haber sufrido durante años ausencia de inversiones; se optó por un modelo que llevaba la competencia. Ferrovías, que antes de ser privatizadas presentaban grandes deficiencias en la calidad del servicio, volumen de negocio (tras la privatización aumentó el 75%) e inversiones; para su venta se dividió en siete bloques regionales y se optó por un modelo de privatización por concesión de 30 años, dando prioridad a la inversión y la mejora de los servicios principalmente de carga (tras la privatización aumentó el 37%). Para las carreteras, el Gobierno busca maneras de incorporar el sector privado a la construcción y transferirle su mantenimiento; el proceso está siendo complicado debido a la dificultad de equilibrar los costes y los ingresos generados por el peaje. Hasta el 2000 se habían transferido 10 mil kilómetros de carreteras entre federales y estatales. En aeropuertos, la meta del Gobierno es encontrar maneras de facilitar la entrada de capital privado para promover la expansión de los transportes aéreos. La privatización del sector eléctrico, iniciada en 1995, tuvo como objetivo permitir la entrada de capital privado para elevar las tasas de inversión y asegurar que la capacidad de generación y los sistemas de transmisión y distribución, siendo todavía la mayoría de empresas de generación y transmisión públicas.

Ueda (2000), concluye que la privatización del servicio de telefonía (fija y móvil) en Brasil no ha resuelto los problemas de las deudas; además, la mejora de los servicios no se produjo cuando se anunciaba.

5.3.- PRIVATIZACIONES EN MÉXICO.

México es el segundo país privatizador de América Latina. Según un estudio del Banco Mundial, en la década de los noventa el Gobierno transfirió a particulares activos por 31.458 millones \$, representando el 20,4% de la venta total de empresas propiedad del Estado en Latinoamérica. El informe del Banco Mundial indica que entre 1990 y 1998 las privatizaciones de empresas públicas en México alcanzaron un montante apenas inferior al saldo de la deuda externa del país en 1998. México planea privatizar bienes en aeropuertos, ferrocarriles y energía, industria petrolera y sector eléctrico.

Los efectos de los programas de privatización no han sido satisfactorios ya que se ha reducido el empleo a la mitad; no obstante, la producción se ha incrementado en un 54,3% a pesar de una significativa reducción en inversiones.

Un caso singular del proceso privatizador en este país es la privatización bancaria. Así, a finales de 1990, se creó la Unidad de Desincorporación de Entidades Paraestatales, encargada desde entonces de todo lo relacionado con la desincorporación.

Entre 1988 y 1993 el estado transfirió al sector privado el 50% de sus empresas, de las que 18 eran entidades financieras. Antes de su venta, la banca comercial contaba con 160.524 trabajadores, con 4.503 oficinas y 28,4 millones de clientes.

Para hacerlos más atractivos, los bancos fueron recapitalizados, se dotaron reservas para hacer frente a la deuda vencida, se mejoraron los estados financieros y se eliminó la deuda interbancaria estimada entre 3 y 4 mil millones \$. El Gobierno obtuvo de estas privatizaciones más de 12 mil millones \$, equivalentes a 3,53 veces el valor que se desprendía de los libros de contables.

Las utilidades generadas por la banca comercial, recién privatizada, serían reconocidas internacionalmente por publicaciones financieras especializadas como los de mayor rentabilidad de América Latina, para el primer semestre de 1993. Para este periodo la rentabilidad superó el 45%, casi el triple del promedio mundial del 13,16%.

5.4.- PRIVATIZACIONES EN CHILE.

Chile, como la mayoría de los países latinoamericanos, iniciaron en los años 30 un proceso de industrialización. El tamaño del Estado alcanzó su máximo nivel a comienzos de los años 70, en 1973 existían 200 empresas públicas y 259 empresas que habían sido intervenidas por el Estado; más aún, bajo el Gobierno Allende, el sector bancario se encontraba casi completamente en manos estatales.

En este contexto hubo un primer grupo de empresas privatizadas, que fueron aquellas intervenidas por el Gobierno Allende. En esta etapa (1974-1978), el Gobierno

devolvió 259 empresas de aquellas legalmente intervenidas a los dueños originales y vendió 200 firmas y bancos considerados potencialmente competitivos, es decir, que no tenían ninguna característica de monopolio natural. La mayoría de estas empresas se vendieron mediante el procedimiento de venta directa.

En 1985, el Gobierno inició la reprivatización de las firmas que había intervenido un par de años antes como consecuencia de la crisis financiera, destacando en esta segunda etapa (1985-1989) cambios en los procesos de privatización, tales como, evitar la concentración de propiedad. Para apoyar políticamente este proceso el Gobierno vendió firmas creando incentivos especiales que permitieran a los trabajadores adquirir y mantener acciones.

Los trabajos empíricos realizados por Maquieira y Zurita (1996), basadas en una muestra de 22 empresas privatizadas durante la segunda ronda comparando cuatro años antes y cuatro años después de la privatización, encuentran que aumenta la rentabilidad, la eficiencia y la inversión; sin embargo, el efecto sobre el empleo y el endeudamiento es ambiguo. Por último, disminuye la liquidez, a consecuencia de las mayores inversiones, y aumentan los dividendos.

5.5.- PRIVATIZACIONES EN BOLIVIA.

La experiencia negativa de la privatización en América Latina y en algunos países del mundo empujó al Gobierno Boliviano a optar por el método de capitalización, consistente en la captación de un montante similar de inversiones a los que generaría la privatización, sin dejar de ser propietarios de la porción que pertenecía a los bolivianos¹.

El programa de capitalización difiere de otros métodos de privatización en varios aspectos clave. Sus principales elementos son los siguientes:

¹ La ley de privatización boliviana autoriza al ejecutivo a constituir sociedades anónimas con inversionistas privados, nacionales o extranjeros, para cada una de las cuales aporta las empresas públicas autorizadas por la ley y los inversores privados aportan un valor equivalente en capital. En definitiva, se crea una sociedad anónima en la que el 50% pertenece a inversores privados y el otro 50% al Estado, quien posteriormente distribuye su parte gratuitamente entre los ciudadanos y trabajadores bolivianos.

- El Gobierno no vende las empresas de propiedad estatal, sino que crea sociedades de capital mixto en las cuales un socio privado aporta el 50% de la inversión en capital.
- La contribución del socio privado permanece en la sociedad de capital mixto, incrementando sustancialmente su valor.
- La sociedad de capital mixto se transforma en una empresa privada durante este proceso, mientras que las tenencias del Gobierno en la sociedad de capital mixto se canalizan a un programa de pensiones que proporciona ingresos vitalicios a los ciudadanos bolivianos mayores de 65 años.

Se capitalizaron seis empresas, cuyo valor en libros ascendía a 648 millones de \$. La capitalización logró captar un montante de compromisos de inversión equivalente a 1.671 millones de \$ en menos de cinco años.

Otra meta que buscaba el Gobierno de Bolivia era encontrar empresas capitalizadoras líderes a nivel mundial, ya que incrementaba la solidez del proceso y la credibilidad de la comunidad internacional en las empresas de Bolivia.

Cossio (2001), realiza un análisis coste beneficio, y pronostica beneficios netos para la sociedad boliviana. Además, comprueba como el proceso de privatización y capitalización permitió atraer inversión extranjera, y contribuyó a crear un marco regulador que garantiza la seguridad jurídica a la inversión privada y permitía salvaguardar los derechos y obligaciones de los distintos partícipes en el sistema económico; además, promocionó la competencia y además las finanzas públicas se vieron beneficiadas directamente por la capitalización, pues desaparecieron las cargas presupuestarias del Gobierno por las pérdidas originadas en las empresas públicas y sus necesidades de financiación.

Concluye Cossio que el impacto de la capitalización ha fortalecido el sistema económico, ha mejorado las finanzas públicas, ha contribuido a una mayor eficiencia y cobertura de los servicios básicos y ha incrementado el patrimonio neto de la sociedad.

5.6.- PRIVATIZACIONES EN ARGENTINA.

Las privatizaciones en Argentina parecen explicarse por una generalizada disconformidad con los resultados de la gestión de las empresas públicas, debido a la virtual imposibilidad que tenía el Gobierno para continuar financiando sus necesidades de expansión o sus quebrantos operativos y porque las dificultades para controlarlas no permitían instrumentar medidas orientadas a aumentar su eficiencia.

El amplio proceso de privatización encarado por el Gobierno argentino a comienzos de la década del noventa se enmarcó en este contexto, iniciándose un importante proceso de reformas que apuntó a la reestructuración de la economía y a la redefinición del papel del Estado en la misma.

En la década 1990-1999 los ingresos por privatizaciones ascendieron a 23.849 millones \$, de los que 19.422 millones \$ correspondieron a ingresos del sector público nacional (81%) y 4.427 millones \$ (19%) correspondieron al sector público provincial. La modalidad de pago fue el 77% en efectivo y 20% títulos de deuda.

La política adoptada en el programa de privatización fue la transferencia de activos de las empresas públicas al sector privado, es decir, el Gobierno argentino asumió gran parte de los pasivos de las empresas que privatizó. Este proceder fue debido a que, por un lado, los inversores prefieren comprar empresas libres de pasivos y, por otro, gran parte de la deuda estaba garantizada por el Estado.

El Gobierno se desprendió de casi la totalidad de las empresas en las que participaba, abarcando una gran cantidad de sectores de actividad. Los sectores que concentraron casi la totalidad de los ingresos fueron: petróleo (39%), energía eléctrica (25%), comunicaciones (13%) y gas (12%).

El 67% de los fondos totales obtenidos en concepto de privatizaciones en el período citado fue de origen extranjero. La inversión directa representó el 51% del total. De hecho, las operaciones de compra de empresas públicas por parte de inversores extranjeros explican de alguna manera el rápido crecimiento de la inversión extranjera directa durante la década de los 90. Por países destacan: España (42%), seguido de EEUU con el 26% y Chile con el 10%. El programa se caracterizó también por su rapidez, el 66% de los ingresos se concentran en los cinco primeros años.

Si la mayoría de las empresas públicas daban pérdidas al Estado, una vez transferidas a manos privadas, en poco tiempo pasaron a dar ganancias. Así, los dividendos que en 1992 eran de 159 millones \$ de las empresas privatizadas, pasaron a 1.670 millones \$ en 1999.

Según Ongaro, et al. (2000), el programa de privatizaciones llevado a cabo en la década 1990-1999 alcanzó a la mayoría de las empresas estatales, cubrió prácticamente todos los sectores y estuvo caracterizado por la rapidez con la que se llevó a cabo. El grueso de las ventas se realizó durante los primeros años, cumpliendo un papel determinante en el reordenamiento de las delicadas cuentas fiscales, tanto por el importante ingreso de efectivo, en un momento en que el acceso al crédito internacional era limitado, como por la recuperación de títulos de la deuda externa, que fue vital para el logro de la regularización de los pagos externos.

CAPÍTULO SEIS: PRIVATIZACIONES EN ÁFRICA.

La propiedad privada no es nueva en África, sin embargo, el papel del sector privado en la economía de muchos países del continente, y más concretamente varios países subsaharianos, ha sido limitada deliberadamente por los Gobiernos con la intención de dirigir el crecimiento y desarrollo económico. Esta limitación de la propiedad privada es consecuencia del sistema colonial y de la ideología post-independencia¹.

Los años coloniales han afectado negativamente al desarrollo del talento empresarial en África. El empresario autóctono era incapaz de aprender a utilizar las herramientas de gestión debido a que los poderes coloniales utilizaban a su propia gente para dirigir las empresas.

Tras la independencia, el Estado asumió el papel de empresario y con la expansión de las empresas públicas los empresarios africanos se movieron hacia donde tenían oportunidades: la economía sumergida. Por tanto uno de los objetivos del movimiento privatizador en África ha de ser atraer a los empresarios con talento a la legalidad económica.

La presión ejercida por las agencias internacionales² ha hecho pensar a algunos africanos que la privatización se trataba de una nueva recolonización. Por otra parte, la privatización completa requiere un cambio de actitud y de valores. A pesar de todo, la privatización se está llevando a cabo en muchos países, aunque el problema está en cómo privatizar.

Un método de privatización utilizado en algunos países africanos ha sido los contratos de dirección, mediante los cuales la dirección pasa a ser privada, entregando el

¹ La estructura y producción de las colonias africanas estaba orientada a los intereses coloniales, aquellas exportaban materias primas a Europa donde eran sometidas a transformación y algunos productos manufacturados eran enviados de vuelta a las colonias para su venta. Este modelo de comercio todavía existe y continua siendo una fuente de inestabilidad económica para el continente.

² Durante la última década, los Gobiernos africanos, a menudo actuando bajo presión de las instituciones acreedoras, han privatizado rápidamente las empresas públicas. Según los defensores de la privatización, el objetivo era reducir las pérdidas, aumentar la eficiencia económica, estimular el sector privado y movilizar los inversores extranjeros y domésticos.

contratista los bienes y servicios producidos por la empresa pública al Gobierno o al público en los términos establecidos en el contrato.

Así, por ejemplo en el caso de Togo, cuando la empresa de fundición de acero tenía excesivas pérdidas acumuladas y amenazaba con el cierre y liquidación, el Gobierno togalés pasó la dirección, mediante contrato, a los contratistas privados y en solo cinco años se pudo salvar la empresa (Bergeron, 1992).

Otro sistema que también se ha utilizado es el contrato de franquicia. Por regla general, el franquiciado es una empresa que goza de economías de escala importantes y, en consecuencia, puede proporcionar el producto a más bajo precio. Iniciada por el Banco Mundial, esta técnica se ha utilizado en algunos países como Benin, Burundi, Congo, etc. (Nellis, 1989). La ventaja del sistema es que cuando la empresa ha remontado sus resultados se puede privatizar a un precio superior o incluso puede conservarse como pública.

Según el Banco Mundial, en África se han privatizado 3.529 empresas públicas, por las que los Estados han recaudado alrededor de 8.000 millones \$. Concretamente en el período 1995 a 1999 se han completado 1.018 transacciones, la mayoría del sector manufacturero y agrícola.

La privatización ha traído una serie de cambios, entre los que destacamos la reducción del déficit, la atracción de la inversión extranjera directa y las inversiones posteriores, el estímulo para el desarrollo del sector privado generando nuevas oportunidades de inversión, estímulo para el desarrollo de un mercado de capitales y un ambiente más competitivo.

Un estudio del Banco Mundial de 54 empresas privatizadas, en Benin, Burkina Faso, Ghana, Togo y Zambia, concluye que entre el inicio de la privatización y el primer trimestre de 1996 el empleo en estas compañías privatizadas había descendido el 15%. En este mismo sentido, según la Unión de federaciones de Obreros de Sudan desde 1992 se han perdido 40.000 empleos en las empresas privatizadas.

Los países más privatizadores han sido Mozambique, con 580 privatizaciones, seguido de Angola (331), Tanzania (283), Zambia (268), etc..

En el período citado se han producido 631 liquidaciones de empresas públicas. El método más utilizado de privatización ha sido la venta competitiva de acciones o de activos. En algunos casos los Gobiernos han retenido parte de la propiedad, destacando el caso de Kenya, que ha practicado este sistema en 104 ocasiones.

Un objetivo necesario es la ampliación de la participación local en los programas de privatización para satisfacer así las aspiraciones nacionales y la aceptación política, además de estimular el ahorro doméstico. Por ejemplo, en la privatización de las líneas aéreas de Kenya, aunque se buscó un inversor estratégico externo, un porcentaje de acciones quedó cotizando en la bolsa de valores. De todas formas la mayoría de las personas son demasiado pobres para comprar acciones, lo que ha llevado a los Gobiernos a retener participaciones minoritarias de las privatizaciones para ofertas públicas futuras.

El Banco Mundial ha estado involucrado en el servicio de telecomunicaciones desde los sesenta, financiando inversiones de modernización y ampliación; en los ochenta se hicieron esfuerzos para fortalecer la organización y dirección.

Scoot (1999), utilizando una base de datos compuesta por 30 países de África y América Latina, entre los años 1984 y 1997, obtiene evidencia empírica de que la competencia está asociada con el incremento de la introducción de teléfonos públicos, capacidad de conexión y bajada del precio de las llamadas locales. La privatización de las telecomunicaciones por si misma, está asociada de forma insignificante con un incremento de teléfonos públicos, sin otro beneficio. En cambio, la privatización, combinada con la existencia de un regulador independiente, está asociada a un aumento de teléfonos públicos, capacidad de conexión e incremento de la productividad laboral medida como empleados por línea.

Los resultados son consistentes con otros estudios, en el sentido de que la competencia parece estar relacionada con la introducción de líneas, mayor número de teléfonos públicos, capacidad de conexión y menores precios de las llamadas locales. Recomienda Scoot que, al ser la competencia el factor clave, no se conceda la exclusividad a los proveedores de telecomunicaciones.

Como dice Wellenins (1997), un monopolio tanto público como privado es cada vez más incapaz de satisfacer las demandas cambiantes de los usuarios. La competencia estimula a las empresas a mejorar el producto o servicio, reducir costes y bajar los precios. Además de la privatización se hace necesaria la regulación.

6.1.- PRIVATIZACIONES EN EL BOSQUE SOCIAL DE ZIMBABWEN.

Los regímenes de propiedad comunal de los bosques de África han persistido tras la independencia de los Estados, tanto en áreas comunales como las áreas de asentamientos recientemente demarcados.

La Comisión de Tenencia de la Tierra de 1993, ha entendido que el sistema de propiedad comunal fallaba en la dirección sostenible de los bosques y recomendó cambiar el sistema de propiedad comunal por el propiedad privada.

Los programas de desarrollo de 1982 a 1985 planearon establecer hasta 200.000 familias en 7,2 millones de hectáreas. Como la tierra disponible se ha ocupado rápidamente, el granjero ha de demostrar la propiedad de carros y arados, entendiéndose de esta forma que cumple los requisitos para el aprovechamiento total de la tierra.

El Gobierno ha aceptado las recomendaciones de la Comisión de convertir las granjas familiares y las cooperativas actuales en propiedades privadas, que incluirían el hogar, campos y áreas de pasto.

Por otra parte, la Comisión ha manifestado que el acceso a la propiedad privada es el mayor incentivo para la inversión; sin embargo, la evidencia del estudio realizado por Goebel (1997) pone de relieve la duda sobre si la privatización acabará resolviendo el problema de las áreas comunales.

6.2.- PRIVATIZACIONES EN EGIPTO.

En Egipto el Gobierno controla aún el cincuenta por ciento de las empresas públicas que había al iniciarse el proceso de privatización. Según indican los datos del Ministerio del Sector Empresarial egipcio, desde 1990 hasta comienzos del 2001, se han privatizado 184 empresas públicas, por las que se han obtenido unos ingresos de 15.687 millones de Egyptian pound (1 L.E. = 0,26 \$). De las firmas privatizadas, 37 fueron liquidadas, 54 fueron privatizadas parcialmente, y de las 93 restantes se privatizó más del 50% de su capital.

Omran (2001), ha analizado 54 empresas privatizadas en Egipto antes de 1998, de las que 37 se privatizaron totalmente (más del 50%), y 18 fueron privatizadas parcialmente. Para ello ha utilizado datos de dos años antes de la privatización y dos años después de la venta, excluyendo del estudio el año correspondiente a la privatización por la posible influencia conjunta de la propiedad pública y privada.

La evidencia empírica obtenida por Omran, documenta cambios en el rendimiento de las empresas egipcias privatizadas total o parcialmente entre los años 1994 y 1998, manifestándose incrementos significativos de rentabilidad, eficiencia operativa y dividendos. Por otro lado los resultados indican descensos en el apalancamiento, nivel de empleo y riesgo financiero, entendido éste como la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones financieras.

6.3.- PRIVATIZACIONES EN ERITREA.

Antes de 1975, Eritrea tenía un sector industrial floreciente que alcanzaba el 40% de la producción en Etiopía. En 1975 el Gobierno de Etiopía nacionalizó las grandes empresas manufactureras. Entre 1971 y 1991, se descuidaron las fábricas y se agotaron sus recursos. Cuando en 1991 Eritrea se convirtió en Estado independiente, adoptó el sistema de economía de mercado.

Una de las opciones para escapar de la trampa de la pobreza y desarrollar los países podría ser la privatización. La privatización puede tener múltiples razones, y es publicitada cuando las condiciones económicas son malas, la deuda externa es alta, hay dependencia respecto a las agencias internacionales y los déficit públicos prevalecen. No obstante, el éxito de la privatización es muy limitado cuando la estructura reguladora es débil, el sector

privado es ineficiente, los ingresos domésticos son bajos y hay ausencia de un mercado de valores y de capitales,.

En Eritrea el ambiente mencionado y el conflicto de intereses entre los potenciales compradores y el Gobierno demoraron el proceso de privatización, tanto para las empresas públicas rentables como para las no rentables.

El Gobierno vendió las tiendas a pequeños copropietarios y devolvió casas y edificios nacionalizados a sus antiguos propietarios. En 1995 anunció el programa de privatización de empresas públicas, dando a conocer el nombre de 39 empresas a privatizar a finales de 1996, en orden a revitalizar la productividad y competitividad. Hasta 1999, se habían vendido las empresas más pequeñas hasta un total de 18.

Hailemariam, et al. (2002), estudian los efectos del anuncio de privatización en Eritrea, siendo esto posible debido a lo dilatado del proceso de privatización. Comparando el rendimiento dos años antes (1995 y 1996) y dos años después de la privatización (1997 y 1998), demuestran que las empresas privatizadas obtienen mejores resultados.

e Otro descubrimiento de los autores de la investigación es que, tras el anuncio de privatización, disminuyen las ventas de las empresas a privatizar en todos los sectores estudiados, también disminuyen las ganancias y aumenta la deuda. Por otro lado, las entrevistas con los gerentes, revelan que el proceso de privatización está impidiendo la inversión y la formación de personal, e influyendo negativamente en el gobierno de las empresas; y de forma asombrosa, los gerentes no se quejan de que su empresa fuese a ser privatizada, al contrario, apoyan la idea.

La conclusión final es que cuando las empresas no son fácilmente privatizables se alarga el proceso de privatización y disminuye el valor de la compañía, lo que a su vez desanima la privatización, pudiendo convertir el proceso en la “trampa de la privatización”.

6.4.- PRIVATIZACIONES EN NIGERIA.

El Gobierno nigeriano ha puesto en marcha recientemente un nuevo programa de privatizaciones a fin de atraer a inversores estratégicos externos. El programa ha tenido como objetivo mejorar la eficiencia operativa y la viabilidad económica de los servicios públicos en Nigeria.

Como parte de esta política el Gobierno Federal privatizó sus inversiones en telecomunicaciones, electricidad, refinerías de petróleo, petroquímicos, producción de carbón, turismo y los remanentes de la primera fase de privatizaciones, incluyendo bancos y plantas productoras de cemento.

Bajo este nuevo programa el Gobierno retuvo el 40% de las acciones de las empresas involucradas, mientras que otro 40% fue adjudicado a inversores estratégicos en posesión de la apropiada capacidad técnica, financiera y gerencial. El 20% restante se ha puesto a la venta al público de Nigeria a través de la Bolsa de Valores.

Para llevar a cabo el programa de privatizaciones se creó el Consejo Nacional de Privatizaciones con el encargo de seleccionar los inversores externos.

Ikoku, A. (1994), ha estudiado la evolución de los precios de las acciones de las ofertas públicas iniciales tanto de empresas privadas (IPOs) como públicas (PIPOs) en Nigeria en el periodo comprendido entre enero de 1989 y junio 1993, utilizando una muestra de 29 IPOs y 37 PIPIOs. Entre sus conclusiones destaca el hecho de que el mercado de valores ha ajustado los precios, en los primeros seis meses tras la emisión, en un 15,6% en los IPOs y en el 21% en los PIPOs; por otro lado también obtiene evidencia de que en el primer año los beneficios de los IPOs han sido negativos en un 18%, en contraste con el beneficio del 25,6% en los PIPOs. Por todo ello, concluye Ikoku, que los PIPOs han sido infravalorados, conclusión que contrasta con la correlación positiva encontrada entre infravaloración y nivel de déficit público.

Estos resultados concuerdan con la abundante evidencia existente de que las ofertas iniciales en los mercados de valores están generalmente infravaloradas, ya que los precios de intercambio posteriores a dichas ofertas son significativamente superiores.

6.5. – PRIVATIZACIÓN DE LAS TELECOMUNICACIONES EN CÔTE D'IVOIRE.

El sector de Telecomunicaciones ha sufrido grandes cambios en los últimos 20 años, empezó en EEUU en 1984 con la transformación de ATT y llegó años más tarde a África presionada por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional. En Côte D'Ivoire ese cambio empezó en 1991 con la reestructuración de las telecomunicaciones debido sobre todo a la situación económica y financiera del operador público, vendido en 1995 a la francesa Cables et Radio tras una oferta internacional del 51% del capital de la empresa pública.

De acuerdo con el Banco Mundial en 1990 la deuda externa de Côte D'Ivoire era la más alta de África y el déficit alcanzaba el 10,5% del PIB. Ante esta situación se decidió a llevar a cabo un programa de activación económica negociado con el propio banco y el Fondo Monetario Internacional, celebrándose además elecciones democráticas.

Entre las reformas económicas introducidas por el Gobierno en 1995 estaba la introducción de competencia en la telefonía móvil y la privatización de la telefonía fija, que se produjo en febrero de 1997. No obstante, la reestructuración y privatización del sector de telecomunicaciones se inició realmente en 1991 con la aprobación de un programa que incluía 50 empresas aproximadamente.

Para Laffont y N'Guessan (2002), han aumentado las centrales telefónicas y las líneas de teléfono fijo durante los dos primeros años de concesión de la explotación en un 39,4%. También han aumentado las cabinas de 172 en 1994 a 655 en 1998, aunque el nivel es muy bajo comparado con las referencias internacionales. Respecto a la telefonía móvil los incrementos han sido espectaculares, pasando de 0,056 por cada 100 habitantes en 1996 a 0,47 en 1998.

Por lo que se refiere a la rentabilidad pasó de ser negativa del 7,47% en 1994 a positiva del 3,03% en 1998. Otro tanto ocurrió con el resultado neto que ha pasado de -

4848 en 1994 a 4324 millones de CFA (1\$ = 570 CFA) en 1998. Al mismo tiempo se han reducido los costes de conexión para el usuario.

CAPÍTULO SIETE: PRIVATIZACIONES EN ASIA.

Como afirman Harvey y Roper (1999), quizás la prueba más concluyente que evidencia la afirmación del éxito del mercado de capitales asiático son los fondos de capital organizados en torno al exitoso programa de privatizaciones llevado a cabo en la región asiática en los años noventa. De hecho, entre los años 1992 y 1996, los Gobiernos asiáticos privatizaron empresas públicas que incrementaron la capitalización del mercado total de las bolsas de valores a un ritmo del 3% medio anual.

A pesar de los esfuerzos hechos en la región asiática, los ingresos de la privatización son muy inferiores a los obtenidos en los países de Latino América. Comparando las ofertas de las regiones, Asia obtuvo un tercio de los obtenidos en Latino América durante el mismo periodo. En 1996 el proceso de privatización sufrió una notable reducción que podemos atribuir a dos motivos, la disminución del apoyo popular a los programas de privatización y el descenso del rendimiento de las ofertas públicas de venta debido al inferior rendimiento de los mercados de capitales asiáticos.

Por países, China, Indonesia y Malasia han sido los de mayores ingresos por privatizaciones en la región. Sólo Malasia con su programa obtuvo un tercio del total de ingresos de la región asiática y privatizó 30 empresas. Por el contrario, por número de empresas privatizadas fue Filipinas, con 80 negocios, el mayor de todos, aunque por volumen de ingresos fue uno más de los más pequeños.

7.1.- PRIVATIZACIONES EN CHINA.

El sector público chino ha tenido una notable actuación en las dos últimas décadas, exactamente desde 1978. Las reformas administrativas han perseguido separar el Gobierno de los negocios de las empresas públicas chinas.

Las privatizaciones realizadas han sido de pequeñas empresas¹, manteniendo el Estado el control de las grandes empresas públicas, intentando las agencias gubernamentales que los propietarios privados funcionen como una economía de mercado.

¹ Las empresas públicas chinas realizan dos tercios de la producción, absorben la mitad del empleo y casi toda la inversión y crédito bancario. No obstante se están haciendo algunas reformas: liberalización de precios y producción, incentivos a los contratos, autonomía para los gerentes, transformación de algunas empresas en sociedades por acciones, competidores no estatales, etc.

Dongwei (2000), realiza un estudio con una muestra de 283 IPOs (ofertas públicas iniciales) entre enero de 1994 y diciembre de 1997 y evidencian una correlación negativa entre la proporción de apalancamiento pre – IPO y la calidad de la firma y una correlación positiva entre el grado de infravaloración del IPO y la calidad de la firma. Además, concluye que, cuando el mecanismo de asignación de acciones es por sorteo, la infravaloración del IPO es significativamente superior.

El mayor problema del mercado de IPOs en China son las incertidumbres microeconómicas y las asimetrías informativas inherentes en la transición a economía de mercado de la economía china. Datar y Mao (1998) explican la infravaloración de los IPOs por el deseo del Gobierno de animar al público chino a participar en el proceso de privatización.

Actualmente China se propone acelerar la privatización del extenso tejido de empresas públicas para hacer frente a la creciente competencia generada por la entrada en la Organización Mundial de Comercio. Los dirigentes quieren que el capital privado, nacional o extranjero, ayude a modernizar las empresas chinas que, entre 1997 y 2002, han pasado de 262.000 a 159.000; por tanto, se han privatizado miles de empresas. No obstante, si en la anterior etapa se privatizaban las pequeñas empresas públicas chinas, ahora también se van a vender las grandes.

7.2.- PRIVATIZACIONES PARCIALES EN INDIA.

Al contrario que en la mayoría de las economías en transición, que han tendido hacia la privatización y desarrollo del mercado vendiendo activos y cediendo el gobierno corporativo a los dueños privados, las privatizaciones en India han sido parciales, es decir, se han vendido solo una parte de las acciones del capital social (límite 74%) y no se ha cedido el gobierno corporativo; no obstante, según las conclusiones de Gupta y Davidson (2001), ha habido un impacto positivo en el rendimiento y productividad, sin descenso del empleo, en estas empresas parcialmente privatizadas que se atribuye a una mejora en la

supervisión ejercida por el mercado de valores en la actuación directiva y el aumento de la competencia.

Esta privatización parcial ha venido acompañada de las siguientes medidas:

- Eliminación de limitaciones a la entrada de capital privado en todos los sectores económicos menos en cuatro.
- Eliminación de barreras de entrada al capital extranjero en todos los sectores económicos menos en uno.
- Implantación de medidas desreguladoras y liberalizadoras, tras cuarenta años de proteccionismo.

De todas formas, el programa de privatización ha ido más lento de lo previsto y no se han alcanzado los ingresos esperados por las privatizaciones realizadas entre 1991 y 1998. Por otro lado, casi la mitad de las empresas públicas indias han incurrido en pérdidas en el año 2000.

7.3.- PRIVATIZACIONES EN MONGOLIA. PROPIEDAD Y COMPETENCIA.

En 1990 se produjo en Mongolia tanto una revolución democrática como una revolución económica, preocupándose los reformadores más por la transición del sistema de planificación central al sistema de economía de mercado que de las condiciones económicas imperantes.

El éxito del programa ha sido notable, la mayoría de las empresas públicas son ahora privadas y su propiedad está en su mayoría en manos de la población.

La mayor carencia de la nueva economía de Mongolia han sido las Instituciones propias de sistema capitalista y las Leyes reguladoras del mercado que han ido apareciendo con posterioridad a la privatización, por lo que se produce la paradójica situación de que el

mercado secundario de valores nace años después del que se llevaron a cabo las privatizaciones.

A pesar de lo anterior, Anderson, et al. (1999), destacan la existencia de competencia¹ y la presión que ésta ejercía para que los costes descendieran y se asignaran mejor los recursos, promoviendo así la eficiencia. Además, consideran que también afecta a la eficiencia la estructura de propiedad, formada por propietarios interiores (34%) y exteriores (45%) a la empresa más la propiedad residual del Estado, que rondaba 20% en promedio. Utilizando una muestra de 211 empresas privatizadas en Mongolia entre los años 1990 y 1995, obtienen evidencia de que las empresas totalmente competitivas consiguen una productividad superior de entre el 60 y el 90%, en relación a las empresas monopolísticas. Estos resultados son atribuidos a las presiones que el Gobierno ejerce sobre las empresas privatizadas y a la presión ejercida a su vez sobre el Gobierno por los organismos internacionales que le habían concedido créditos.

7.4.- PRIVATIZACIÓN Y GOBIERNO CORPORATIVO: ESTRATEGIA PARA COREA.

Una de las tareas centrales en la unificación de la península coreana será la privatización de las empresas públicas norcoreanas. La justificación de este objetivo privatizador reside en la necesidad del traspaso de la propiedad del Estado al sector privado como punto de arranque para el desarrollo de la economía de mercado en Corea del Norte.

La privatización no es fácil debido, como dice Milhaupt (1999), a las asimetrías informativas entre las personas que conocen la situación de las empresas y sus perspectivas futuras – gerentes, empleados, ... – y los potenciales inversores que no conocen bien esta situación.

Afortunadamente, la privatización en la Corea unificada no se desarrollará en un vacío institucional; la calidad de las Instituciones de Corea del Sur en el momento de la

¹ De la muestra de empresas utilizadas en el estudio citado, el 77% de ellas se enfrentaba a la competencia de 2 o más empresas domésticas y 73% a la competencia de empresas importadoras y solo el 3% no se enfrentaba a la competencia.

unificación dictarán la técnicas, velarán por los objetivos y, finalmente, realizarán el esfuerzo de la privatización.

Corea del Norte, que sufrió la nacionalización y colectivización de los bienes privados tras su establecimiento como Estado independiente en 1958, ha potenciado las grandes empresas a expensas de la industria ligera y la agricultura.

Por otra parte, la estructura industrial de Corea del Sur, que está dominada por los grupos empresariales familiares denominados “Chaebol”, se caracteriza por la propiedad concentrada y la dirección de las empresas en manos de estos grupos y sus familias. La propiedad familiar se ha apoderado de la estructura de gobierno, tomando las decisiones comerciales relevantes.

Milhaupt, tras revisar las experiencias de Alemania y otros países como Rusia, Republica Checa, Hungría, etc.,..., concluye que la lección más importante que sugiere la experiencia de otros países es que el cambio de propiedad es simplemente el principio de la privatización. El éxito a largo plazo del programa de privatización descansa en la calidad de la supervisión posterior. El desafío Coreano será, por tanto, fortalecer el mercado – y la legislación – respecto a las Instituciones que gobernarán las empresas tras la unificación, pues, como establece Johnson (1999), hay correlación significativa entre la debilidad legal de las Instituciones y debilidad del gobierno corporativo.

7.5.- PRIVATIZACIÓN DE EMPRESAS PÚBLICAS EN BANGLADESH.

En la actualidad las empresas públicas en Bangladesh dominan los sectores de agua, gas, electricidad, aerolíneas, ferrocarril, telecomunicaciones, bancos y seguros.

Tras la nacionalización de 1972, inmediatamente después de la independencia, bajo el primer régimen militar, se vendieron, durante el periodo 1975-1981, 255 empresas públicas. En 1982, bajo otro régimen militar, se liberalizó la economía y se desnacionalizaron 261 empresas públicas más. En consecuencia, este sería el tercer programa de privatización abordado por Bangladesh que, por valor de sus activos, sería el mayor.

Los ingresos de las empresas públicas han venido sufriendo descensos y los rendimientos son negativos, necesitando apoyo presupuestario. Los costes de producción son muy elevados, sobre todo debido al exceso de personal y a la escasa productividad. La dirección es ineficaz, no tiene autonomía, abusa, hurta y vende a precios antieconómicos¹. Todo ello supone una pérdida de competitividad muy importante de los productos nacionales en el mercado internacional.

El mercado doméstico de capitales no tiene capacidad para absorber las ofertas públicas de venta, por lo que será necesaria la concurrencia de inversores extranjeros que, a su vez, no participarán hasta que los inversores interiores muestren su interés.

En Bangladesh, para lograr un nivel de crecimiento superior, un desarrollo de sus infraestructuras y una mejora de la calidad de vida de sus ciudadanos, deben adoptarse y ejecutar políticas apropiadas para privatizar. La privatización es el tránsito esencial en el camino hacia un crecimiento económico superior y hacia un mayor nivel de desarrollo. Asimismo, para mejorar el rendimiento es crucial el cambio del gobierno corporativo.

7.6. - PRIVATIZACIÓN DE TIERRAS COLECTIVAS EN VIETNAM.

La reforma agraria en Vietnam se inició en 1988 con la Ley de la Tierra y la Resolución 10 de abandono de las tierras colectivas, renunciando al sistema iniciado en los años sesenta. La reforma consistía en el paso del cultivo colectivo a la economía agraria basada en el mercado; en 1990 las descolectivizaciones estaban prácticamente terminadas.

Cuatro millones de hectáreas fueron introducidas en el plan de privatización. Su magnitud económica es obvia, tres cuartos de la fuerza laboral depende directamente de los cultivos, por tanto la Ley de privatización de la tierra era muy importante como norma de supervivencia y distribución.

Según algunos estudios la descolectivización, realizada a través de los Comités Públicos Provinciales, estuvo desde un principio dominada por el conflicto, la ambigüedad

¹ La cultura de la insolvencia se ha desarrollado en Bangladesh como consecuencia del patrocinio estatal de un grupo de adinerados, que se han negado a pagar sus deudas a las entidades financieras públicas que se lo habían prestado.

y la corrupción, asignándose las mejores tierras a las familias y parientes de las elites locales.

Ravallion y Walle (2001), realizan un estudio basado en una muestra de 2.810 granjas rurales, clasificadas por regiones con características geográficas e históricas similares, a fin de probar si la aplicación de la descolectivización ha conseguido las metas distributivas.

Para la muestra en su conjunto y por cada región se puede afirmar, según Ravallion y Walle, que la asignación de la tierra fue eficiente, igual que cabría esperar de una privatización basada en oferta competitiva. Los resultados no coinciden con los de otros estudios respecto a una asignación no igualitaria de la tierra a consecuencia de la influencia de los poderes locales en el proceso, indicando un esfuerzo por proteger a los mas pobres y reducir las desigualdades.

7.7. - PRIVATIZACIONES EN MALASIA.

La privatización continuada ha sido una estrategia esencial para el desarrollo económico de este país. Durante el período 1996-2000, el programa de privatización ha contribuido al desarrollo y crecimiento económico, en línea con la estrategia de crecimiento del sector privado y la política en Malasia. El compromiso del programa de privatización ha sido promover el desarrollo de las infraestructuras necesarias para el crecimiento de industrias y proporcionar un mayor bienestar a los ciudadanos.

Para garantizar la participación de los ciudadanos en el proceso de privatización, las empresas públicas corporativizadas cotizan en la bolsa de valores de Kuala Lumpur. Al mismo tiempo se ha fortalecido la estructura legal a fin de proteger los intereses de los inversores y la actuación de las empresas privatizadas.

En el periodo 1996-2000 se privatizaron 98 empresas, evidenciándose mejoras significativas en los indicadores de eficiencia y productividad, en parte debido a las facilidades otorgadas a las empresas privatizadas para acceder a nuevas tecnologías y aumentos de capacidad y red de servicios. Al mismo tiempo se adoptaron cambios en la

dirección y organización, motivando a los trabajadores. Estas medidas se acompañaron de construcción de carreteras y puertos.

Los consumidores se han visto beneficiados por una provisión más rápida de servicios. Así por ejemplo, la capacidad de transporte de pasajeros ha pasado de 20.000 personas y día en 1997 a 120.000 personas por día en el 2000; el trayecto entre Petaling Jaya y Ampans en automóvil se ha reducido de 55 a 37 minutos con un menor número de accidentes; y el número de averías en el sector de telecomunicaciones ha pasado de 311.000 antes de la privatización a 43000 en el año 2000.

El Estado se ha visto también beneficiado por la reducción del déficit público y el aumento de recaudación vía impuesto de sociedades; además, se han reducido los empleados públicos en más de 17000.

Finalmente, y con el fin de asegurarse de que las empresas privatizadas prestaban un servicio adecuado a los consumidores, se ha puesto en marcha un sistema de evaluación continua en las empresas privatizadas adoptándose medidas de control, sobre todo en sectores estratégicos como transporte aéreo y urbano.

CAPÍTULO OCHO: PRIVATIZACIONES EN OCEANÍA.

8.1.- PRIVATIZACIÓN DE LOS BOSQUES EN NUEVA ZELANDA.

En el sector forestal de Nueva Zelanda, 1,3 millones de hectáreas de plantaciones forestales y 6 millones de hectáreas de bosques naturales, la experiencia de la privatización ha sido prácticamente la primera en su tipo a nivel mundial, por lo que ha despertado considerable interés en el plano internacional en lo que se refiere al proceso y los efectos de la misma¹.

En 1987 se creó la New Zealand Forestry Corporation, como sociedad de responsabilidad limitada, facultada para dirigir las operaciones forestales comerciales de la administración central, esto es, bosques, serrerías, viveros y otros bienes de capital. La nueva empresa tuvo mucho éxito; de hecho, hizo de un organismo oficial que acumulaba pérdidas una empresa altamente rentable.

El presupuesto de 1988 estableció criterios para determinar qué intereses públicos se venderían:

- El Gobierno tendría que recibir por la venta de la empresa más de lo que se esperaba recibir si conservaba la propiedad.
- La venta de cualquier empresa tendría que propiciar, y no obstaculizar, el logro de los objetivos sociales y económicos del Gobierno.

De acuerdo con Brown y Valentine (1994) y Clarke (1999), el primer paso del proceso de privatización fue la constitución de un grupo de trabajo forestal para que recomendara al Gobierno la manera más adecuada de vender los bienes forestales de la Corona. El citado grupo recomendó la venta únicamente de los bosques, pero no las tierras que la sustentaban y, además, deberían venderse en forma de tala y explotación y la superficie forestal debería dividirse en parcelas para la venta.

Se dividió la superficie forestal en 90 unidades de tamaños variables entre 51 y 132.112 hectáreas y a cada unidad se asignaron derechos de propiedad transferibles llamados licencias forestales de la Corona, especificándose en cada caso las condiciones de venta.

¹ Antes de 1987, el Gobierno era el principal propietario de los bosques comerciales del país, y controlaba poco más de la mitad de las plantaciones (52% en 1984), estando las operaciones forestales a cargo de un solo organismo, el Servicio Forestal de Nueva Zelanda, encargado de producir y vender los productos forestales a precios rentables.

Se estableció un concurso en pliego sellado respecto a unidades separadas o grupos de unidades de tal forma que al cerrarse el concurso, en julio de 1990, se habían inscrito 82 participantes, de los cuales la mitad eran extranjeros.

Entre julio de 1990 y abril de 1992 se vendieron 647.000 hectáreas utilizando el procedimiento de licitación, pasando a controlar solo el 7% de la superficie forestal. En 1996 se vendieron otras 170.000 hectáreas.

El estudio de Clarke (1999), concluye que la privatización en Nueva Zelanda, ha logrado los objetivos de rentabilidad, competitividad y aumento de inversiones en las actividades forestales, aunque no mayores niveles de empleo dada la baja densidad de mano de obra en el sector forestal de Nueva Zelanda.

8.2.- PRIVATIZACIÓN BANCARIA EN AUSTRALIA.

El programa de privatización australiano ha sido uno de los más grandes de los países de OCDE. Australia ha sido el segundo, después de Reino Unido, en lo que se refiere a valor de la privatización, y después de Nueva Zelanda en lo referido a ingresos con relación al PIB.

El Gobierno australiano inició la privatización del único banco público, la Commonwealth Bank of Australia (CBA), en 1991 con vistas al crecimiento de su rendimiento y finalizó en 1996.

Varios estudios han demostrado la ineficiencia y falta de rentabilidad de la CBA comparada con el resto de la banca privada, por ejemplo, Davies (1981) y Coughlin (1987). Por otra parte, si la privatización mejora el entorno competitivo e incentiva un mejor rendimiento, entonces el rendimiento operativo y financiero de la CBA privatizada se espera que mejore. Este es el razonamiento usado por Isaac Otchere y Janus Chan en un estudio realizado en 2001 sobre la privatización bancaria en Australia.

Así, Otchere y Chan (2001), con datos comprendidos entre los años 1986 y 1999 del CBA y sus competidores en Australia¹, estudian la evolución del rendimiento del CBA, a medida que la privatización se iba realizando y, además, analizan el comportamiento de la competencia. Dado que la privatización de la CBA se llevo a cabo en tres tramos, el primero en 1991, el segundo en 1992 y la privatización total en 1996, comparan los efectos de privatización parcial y total en la propia CBA y en los bancos competidores.

Otchere y Chan demuestran que los bancos competidores reaccionaron negativamente, tanto a la privatización parcial como a la privatización total; reacción consistente con la amenaza de mayor competencia y coincidente con los resultados obtenidos por Eckel y Vingal (1997) en la privatización de la British Airways en Reino Unido. Al mismo tiempo obtienen resultados concluyentes en relación con la eficiencia, rentabilidad y otros índices, en el sentido de que no solo han mejorado en la propia CBA sino que además han superado a la competencia.

Finalmente, también concluyen que la reacción negativa de los competidores ha sido inversamente proporcional a la proporción de propiedad pública. La consecuencia para los Gobiernos que contemplan la privatización, es que el traslado completo de la propiedad y control es necesario para mejorar la eficiencia productiva, la rentabilidad y el rendimiento a largo plazo.

BIBLIOGRAFÍA PARTE II.

¹ Utilizan una muestra compuesta por 13 bancos (3 de ellos grandes bancos de ámbito nacional y el resto de regionales) y 5 compañías de seguros (pues se esperaba que la CBA diversificara sus actividades hacia la actividad aseguradora)

- Abel, I. and Siklos, P. L. (2001): “Privatizing a Banking System: A Case Study of Hungary”. Monetary Policy Department. National Bank of Hungary.
- Akram, T. (1999): “Privatization of Public Enterprises in Bangladesh: Problems and Prospects”. Columbia University.
- Alexandre, H. y Charreaux, G. (2001): “Efficiency of french privatizations: a dynamic vision”. Université de Bourgogne.
- Amatori, F. y Colli, A. (2000): “Corporate governance: the Italian story”. ISE, Bocconi University.
- Anderson, J. H., Lee Young, and Murrell, P. (1999): “Do competition and ownership affect enterprise efficiency in the absence of market institutions?. Evidence after privatization in Mongolia”. Department of Economics and IRIS Center. University of Maryland.
- Anderson, J. E. (2000): “Housing Privatization in Transition Economies”. University of Nebraska.
- Berglof, E. and Thadden, E. (1999): “ The Chaning Corporate Praradigm: Implications for Transition and Developing Countries”. <http://papers.ssrn.com>
- Bergeron, I. (1992): “Privatization Through Leasing: The Togo Steel Case”. World Bank.
- Blaszczyk, B. (2000): “Avanzando hacia el futuro: Las privatizaciones en Polonia”. Centro para la Investigación Social y Económica.
- Bohinc, R. and Baingrige, S. (2000): “Corporate Governance In Post-Privatized Slovenia”. Am. J. Com. L.
- Boubakri, N. and Cosset, J.C. (1998): “The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries”. Université Laval. Canadá.
- Brown, C.L. y Valentine, J. (1994): “La privatización y sus consecuencias en las instituciones forestales: la situación en Nueva Zelanda”. Unasylyva 178.
- Christoffersen, H.; Paldam, M. and Würtz, A. (2001): “Public Versus Private Production and Economies of Scale”. Institute of Local Government Studies and University of Aarhus.
- Clarke, M. (1999): “La privatización de los bosques en Nueva Zelanda: procesos, problemas y resultados”. Unasylyva 199.Vol 50.
- Clemenz, G. (1999): “Privatization, Liberalization and Deregulation – The Austrian Experience”. University of Vienna. ISNIE - Conference.
- Cossio, F. (2001): “Los impactos sociales de la capitalización en Bolivia”. Instituto Internacional de Economía y Empresa. Diciembre.

- Coughlin, P. (1987): "The Commonwealth Banking Corporation: A case for privatization".
- Cuervo García, A. (1995): "El proceso de privatización de las empresas públicas españolas". *Economistas*. Número 63, pp.6-13.
- Datar, V. and Mao, D. (1998): "Initial public offerings in China: underpricing so severe?". Seattle University, working paper.
- Davis, D.g. (1981): "Property rights and economic behavior in private and government enterprises: The case of Australian Banking". *Research in Law and Economic*, 3.
- Deller, S.; Hinds, D.y Hinman, D. (2001): "Local Public Services in Wisconsin: Alternatives for Municipalities with a Focus on Privatization". AAE Staff Paper 441. University of Wisconsin.
- Djankov, S. (1998): "Enterprise Isolation Programs In Transition Economies: Evidence from Romania". World Bank.
- Djankov, S. and Pohl, G. (1998): "Restructuring of Large Firms in Slovakia". World Bank.
- Dongwei Su (2000): "Leverage, Insider Ownership, and the Underpricing of IPOs in China". University of Akron.
- Dyck, A. and Hopper Wruck, K. (1998): "Organisation Structure, Contract Design and Government Ownership: A Clinical Analysis of German Privatization". Harvard University Graduate School of Business.
- Earle, J. S. and Telegdy, A. (2001): "Privatization and Productivity in Romanian Industry: Evidence from a Comprehensive Enterprise Panel". Central European University and IZA, Bonn. Paper no. 326.
- Eckel, C., Eckel, D., and Sigal V., (1997): "Privatization and efficiency: Industry effects of the sale of British Airways". *Journal of Financial Economics*, número 43, pp. 275-298.
- Erbetta, F. y Fraquelli, G. (2002): "Privatisation and Productivity: A Post-Announcement Effect". 29 Annual Conference of the E.A.R.I.E. Madrid.
- Estrin, S.; Gelb, A. and Singh, A. (1995): "Shocks and Adjustment by Firms in Transition: A Comparative Study". *Journal of Comparative Economics*, 21.
- Fox, Merrit B. and Heller, M. A. (2000): "Lessons from fiascos in Russian Corporate Governance". University of Michigan. Paper 99-012. New York University Law Review.

- Goebel, A. (1997): “ Then It’s Clear Who Owns the Trees”: Evaluation Privatization in the Social Forest in a Zimbabwean Resttlement Area. Staff Paper 97-06. University of Alberta. Canada.
- Gupta, N. and Davidson, W. (2001): “Partial Privatization and Firm Performance: Evidencia from India”. Institute and the University of Michigan Business School.
- Hailemariam, H.; Eije von H. and Werf van der J. (2002): “ Is there a Privatization Trap?. The case of the manufacturing industries in Eritrea”. <http://som.rug.nl/>.
- Hartley, K. and Parker, D. (1991): “Privatization: A conceptual Framework”. Ott A. y Hartley K. (eds.).
- Harvey, C. and Roper, A. (1999): “The Asian Bet”. Duke University, NC 27708.
- Hillion, P. and Young, S.D.(1996): “The Czechoslovak Privatization Auction: An Empirical Investigation”. INSEAD 95/57/FIN/AC.
- Ikoku, Alvan E. (1994): “Influence-Seeking and the Pricing of Initial Public Offerings and Privatizations: Evidence from the Nigerian Equity Market”. University of Southern California.
- Jelic, R; Briston, R. and Aussenegg, W. (2003): “ The choice of privatization method and the financial performance of newly privatized firms in transition economies”. Journal of Business Finance & Accounting.
- Johnson, S. (1999): “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, 1997-1998”. Unpublished manuscript.
- Johnson, R.A. and Walzer, N. (1996): “Competition for City Services: Has the Time Arrived? Privatization in Illinois Municipalities”. Western Illinois University.
- Katsuyuki, U. and Yoshihisa, T. (2000): “Privatization of public corporations in Korea. Rating disparity between issuers”. Japan Rating & Investment Information Inc.
- Kay, J. And Thompson, D. (1986): “Privatisation: a policy in search of rationale”. The Economic Journal, 96.
- Laffont, J.J. and N’Guessan, T. (2002): “Telecommunications reform in Côte D’Ivoire”. World Bank, Working Paper 2895. <http://www.econ.worldbank.org>.
- Levac, M. and Wooldridge, P. (1997): “ The fiscal impact of privatization in Canada”. Bank of Canada Review. Summer.
- Maquieira, R. y Zurita, S. (1996): “Privatizaciones en Chile: Eficiencia y Políticas Financieras”. Estudios de Administración. Vol. 3, número 2. Universidad de Chile.

- McDavid, J. and Laliberté, V.(1999): "Privatization, Competition and the Efficiency of Local Government Services". Local Government Institute. School of Public Administration University of Victoria. Canada.
- Megginson, W.; Nash, R. and VanRanderborgh, M. (1994): "The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis". Journal of Finance.
- Megginson, W. and Netter, J. M. (2001): "From State To Market: A Survey Of Empirical Studies On Privatization". University of Oklahoma.
- Milhaupt, C. J. (1999): "Privatization and Corporate Governance: Strategy for Unified Korea". Columbia Law School. Working Paper No. 160.
- Nellis, J.R. (1989): "Contract Plans and Public Enterprise Performance". World Bank. Discussion Paper, 48.
- Okten, C. y Peren, K. (2000): "How Does Privatization Affect the Firm's Choices? Evidence from Turkey. Louisiana State University.
- Okten, C. y Peren, K. (2001): "How Does Privatization Affect the Firm's Efficiency and Technology Choice?: Evidence from Turkey. Louisiana State University.
- Omran, M. (2001): "The performance of state-owned enterprises and newly privatized firms: Empirical evidence from Egypt". The Arab Academy for Science and Technology.
- Ongaro, M.; Cena, M. y Carluccio, J. F. (2001): "El proceso de privatizaciones en la Argentina desde una perspectiva del balance de pagos". Dirección Nacional de Cuentas Internacionales de Argentina. Grupo de Trabajo de Inversión Directa y Otras Participaciones.
- Orszag, P. (2000): "Privatization of the U.S. Enrichment Corporation: An Economic Analysis". University of California.
- Otchere, I.; Chan, J. (2001): "Intra-industry of Bank Privatization: A Clinical Analysis of the Privatization of the Commonwealth Bank of Australia". University of Melbourne.
- Parker, D. (1998): "Privatisation in the EU: theory and policy perspectives". London.
- Pohl, S.; Djankov, S. and Anderson, R. (1996): " Restructuring of Large Industrial Firms in Central and Eastern Europe: An Empirical Analysis". Technical Paper 332. World Bank.
- Ravallion, M.; Walle, D. (2001): "Welfare Outcomes of Vietnam's Massive Land Privatization". World Bank . Policy Research Working Paper 2710.
- Ramos, R. y Pampillón, R. (1999): "La privatización de los ferrocarriles de Gran Bretaña". Economía Industrial, nº 328, pp. 53-62.

- Roe, M. (1994): "The Political Rotos of American Corporate Finance". Princeton University Press.
- Scoot, J. W. (1999): "An empirical analysis of competition, privatization, and regulation in Africa and Latin America". Stanford University and The World Bank.
- Shehadi, K. (2002): "Lessons in privatization. Considerations for Arab States". United Nations Development Programe.
- Stephen, M. B. (2000): "Constraints on shareholder activism the United States and Slovenia". UCLA School of Law.
- Tansel, A. (2002): "Effects of privatization on labor in Turkey". Middle East Technical University.
- Torero, M. y Pascó – Font, A. (2000): "El impacto social de la privatización y de la regulación de los servicios públicos en el Perú". Grupo de análisis para el desarrollo. Lima.
- Ueda, V. (2000): "Nuevos escenarios y actores en las telecomunicaciones de Rio Grande Do Sul a finales de los años 1990". Revista Electrónica de Geografía y Ciencias Sociales, número 69.
- Uvalic, M. (2001): "Privatisation and corporate governance in Serbia (FR Yugoslavia)". University of Perugia. Global Devolopment Network for Southeast Europe (World Bank).
- Wellenius, B. (1997): "Telecommunications Reform – Howth Succeed". The World Bank, 130.
- Yarrow, G. (1986): "Privatisation in theory and practice". Economic Policy. Nº 27.

PARTE III: PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA.

CAPÍTULO NUEVE: PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA.

9.1.- INTRODUCCIÓN.

La intervención económica del Estado comenzó después de la segunda guerra mundial y especialmente durante la dictadura de Primo de Rivera. Después de la guerra civil se intensificó esta intervención y se creó un tejido empresarial público. En 1941 nace el INI (Instituto Nacional de Industria) como instrumento de apoyo a la política de autarquía económica de la época y sometido en su actuación a los sucesivos planes de desarrollo aplicados. Entre 1976 y 1983 se produjo el desembarco en el INI de empresas en dificultades, empleándolo como hospital de empresas. En 1981 se crea el INH (Instituto Nacional de Hidrocarburos) y en 1992 TENEO; en 1996 desaparecen INI y INH, y se crea la SEPI (Sociedad Estatal de Participaciones Industriales) y la AIE (Agencia Industrial del Estado). En 1996 se suprime el grupo TENEO y finalmente en 1997 se suprime la AIE, transfiriéndose a la SEPI todas las participaciones accionariales, bienes, derechos y obligaciones.

Hacia 1985 existían en España un total de unas 130 empresas públicas directas y alrededor de 850 indirectas (filiales y subfiliales de las anteriores), además de las empresas públicas de los gobiernos autónomos y las empresas públicas municipales. A finales de 1999 quedaban algunas grandes empresas públicas y varias decenas de otras no tan importantes, a las que hay que añadir las municipales y las creadas por los gobiernos autónomos, las cuales no solo no han sido objeto de privatizaciones relevantes sino que se han incrementado notablemente en número en todas las Comunidades Autónomas; en todo caso, en 2003 no llegaban a cuarenta. En el gráfico 9.1 del anexo II, puede apreciarse el considerable descenso que ha sufrido la participación de las empresas públicas en nuestro mercado bursátil desde 1992 (16.64%) hasta 2003 (0.53%).

De acuerdo con el profesor Cuervo (1997) la creación de empresas públicas en España obedeció a las siguientes causas:

- Mitigar los fallos de mercado en las situaciones clásicas de monopolio natural (Telefónica, RENFE,...), explotar monopolios fiscales (Tabacalera) o potenciar supuestos sectores estratégicos (Bazán, Iberia, Santa Bárbara,...).
- Ser instrumento de política industrial – caso ENSIDESA, CASA, ... - , comercial (MERCASA, Focoex, ...) e informativa (RTVE).
- Atenuar los costes sociales y los efectos políticos del ajuste por el mercado de empresas privadas (suspensión de pagos, reestructuración o quiebra) para así mantener empleos, paz social o rentas de un área geográfica (Astilleros, UNOSA, ...).
- Integrar las actividades confiscadas a propiedades enemigas (parte de la prensa del Movimiento) o atender demandas sociales o acontecimientos excepcionales sin justificación económica, sólo por la discrecionalidad que permite en su actuación.
- Diversificar actividades de las empresas públicas existentes, de acuerdo con los designios de los directivos de las empresas públicas que pretenden incrementar su autonomía y poder.

La empresa pública no ha tenido un gran peso económico en España, aunque sí relevancia social y sindical, al mismo tiempo que ha facilitado el mantenimiento de regulaciones que dificultan la libertad de entrada en los mercados.

En la empresa pública, en muchas ocasiones, se actuaba protegiendo los intereses de unos pocos a costa de los contribuyentes y consumidores. La privatización exige una decisión política pues las reformas estructurales y la supresión de privilegios se presentan, muchas veces, como suicidios políticos.

La exigencia de neutralidad en la intervención pública por parte de la Unión Europea, la aceleración de los cambios tecnológicos, la globalización de los mercados, los cambios en los procesos organizativos y productivos, así como el comportamiento ineficiente de las empresas públicas, ha hecho que se revisen sus funciones y se consideren medios alternativos para su ejecución. Todo ello ha dado lugar al comienzo de los procesos privatizadores.

Según Trigo (2004), el proceso de desregulación y privatización coincidió con la internacionalización de la economía, con la consiguiente apertura de mercados que se

acompañó de presiones para que se reservara el suministro a la producción nacional. Dado que en muchos casos los servicios aportados por empresas públicas en el ámbito de la producción y distribución de energía eléctrica, servicios de telefonía y otros tenían un efecto horizontal que afectaba al conjunto de la economía, los Gobiernos buscaron la prevención de determinadas decisiones estratégicas salvaguardando el derecho de veto en determinadas decisiones. Con el paso del tiempo se entendió que ese veto podría ser usado en sentido contrario a la continua reconfiguración de los mercados, con lo que los intereses de defensa de la competencia en los mercados nacionales y supranacionales podían no coincidir lo cual llevó, por ejemplo, a la Comisión Europea a restringir el uso de la capacidad de veto, lo que hizo modificar la normativa de países como España¹.

Una constante del proceso privatizador español ha sido la inexistencia de una Ley reguladora de carácter general de las privatizaciones. En todo caso, como destaca la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de octubre de 1999: “Disponiendo el Gobierno de una habilitación legal para proceder a la venta de sus participaciones en las diferentes empresas, pudo legítimamente hacer uso de ella sin necesidad de someter a las Cortes una iniciativa legislativa para regular en su conjunto el fenómeno privatizador. La elección entre una y otra alternativa pertenece al ámbito de las facultades del Gobierno que, en defecto de previsión constitucional al respecto, no nos corresponde enjuiciar”.

Siguiendo a Souviron (2004), en realidad el punto de partida lo constituye la Ley de Reconversión y Reindustrialización de 26 de julio de 1984, orientada a la incorporación al sector público de aquellas fórmulas estructurales y funcionales de la empresa privada que pudieran hacerlo competitivo y rentable. Consecuentemente, la privatización de la empresa pública se concretó en esta época en dos diferentes apartados:

- La privatización material y efectiva, es decir, la enajenación de la participación estatal existente en un conjunto de empresas públicas; esta privatización fue sólo parcial, o sea, de únicamente un porcentaje de dicha participación.

¹ En nuestro país no existe ningún obstáculo constitucional para las privatizaciones, dado que el modelo mixto de economía social de mercado propugnado por la carta magna (artículo 38) permite tanto la titularidad pública (artículo 128) como la privada (artículo 33), y por tanto la privatización, siempre que se produzca dentro de una economía de mercado.

- Una decidida privatización formal – configuración y actuación bajo el derecho privado – de los grandes holdings públicos en los que el sector público empresarial del Estado iba a estructurarse.

Según Bilbao (2002), lo más llamativo de la experiencia española ha sido la sucesión de diferentes políticas de privatización definidas por el Gobierno Central, que han caracterizado tres etapas fundamentales: privatización selectiva, privatización recaudatoria y privatización masiva.

Podemos identificar en el transcurso de los años distintas políticas privatizadoras que se han orientado a objetivos diversos y que se han instrumentado de modo desigual, en función de esos mismos objetivos cambiantes. Ello ha dado lugar a la distinción de varias etapas del proceso privatizador español por parte de los investigadores que, aunque no coinciden plenamente, podrían quedar como exponemos en los epígrafes siguientes.

9.2. – PRIMERA FASE DEL PROCESO PRIVATIZADOR: 1985-1992.

En la primera etapa del proceso de privatización (1985-1992), destaca el proceso de reestructuración de todo el sector público empresarial español. El buque insignia y la pieza más significativa de este proceso fue TENEO, donde se agruparon todas las empresas del INI que eran rentables o viables¹. En estos años, las privatizaciones persiguen mejorar la eficiencia de la empresa pública a través de su internacionalización y la incorporación de nuevas tecnologías. Asimismo, se pretende reducir la dependencia de la empresa pública

¹ Esta primera fase también incluye la venta del grupo Rumasa tras su expropiación en febrero 1983 y que estaba constituido por alrededor de 800 empresas y empleaba a 45.000 personas. En el plazo de dos años se habían vendido 226 empresas, 400 habían sido liquidadas o disueltas y 152 se le habían devuelto a sus propietarios originales. Para iniciar el proceso de privatización, los nuevos directivos se encargaron de promover directamente, o a través de intermediarios, las ofertas de compra. Los bancos (había 20), salvo dos de ellos, fueron vendidos a un consorcio bancario, integrado por los bancos privados grandes y medianos existentes. Para facilitar la operación, dado su volumen y complejidad, se creó una Comisión integrada por personas de acreditada competencia y profesionalidad. Con base en el trabajo de esta Comisión, los nuevos directivos del Holding y la Dirección General del Patrimonio del Estado ejecutaron una de las operaciones de reprivatización más importantes en España. Para facilitar la privatización fue necesario: asumir pérdidas, deuda, facilitar fondos en condiciones privilegiadas, ... El coste del proceso se estima en 4.200 millones €

de los Presupuestos Generales del Estado, que desde 1989 a 1995, habían recibido aportaciones por valor de más 5.000 millones de €

Tras un período de ajuste, se inicia a partir de 1986 un proceso de privatizaciones silenciosas y sin gran convicción, justificadas por supuestas exigencias técnicas, que motivó una primera caída del peso de la empresas pública (Cuervo, 1997), como muestra el gráfico 9.1 del anexo II.

Para Trigo (2004), las razones alegadas para la privatización por los responsables fueron agrupadas en tres: la supresión de las circunstancias que, en su día, llevaron a la nacionalización para evitar problemas políticos o sociales en una región o sector determinado; las empresas que operaban en sectores estratégicos y habían perdido su condición de tales; y algunas que tenían déficit en el momento de su privatización.

Durante esta primera etapa de privatizaciones el método usado fue la venta de activos, a través de subasta o negociación directa. La elección de este método se sustenta según Gámir (1999b), en los siguientes motivos:

- La mayor parte de estos casos de privatización eran empresas en pérdidas, cuestión que dificultó la venta de acciones, ya que este método es más fácil de implementar cuando las empresas que se enajenan registran beneficios.
- No se pudieron realizar ventas a los directivos de las compañías porque las empresas eran demasiado grandes, de manera que requerían un importante esfuerzo tecnológico y financiero.
- Se consideró que, dado el reducido tamaño y el grado insuficiente de desarrollo del mercado de capitales español, la entrada de nuevos valores en la bolsa hubiera afectado el comportamiento de la misma y que el mismo mercado bursátil hubiera sido incapaz de absorber tal cantidad de títulos.

Además, es importante tener en cuenta que la mayor de estas operaciones de venta se realizaron con un coste para el Estado.

En esta fase se llevan a cabo las primeras operaciones a través de OPV, Endesa 1988 y Repsol 1989, que supusieron una clara mejora de la técnica privatizadora. Al mismo tiempo, la propia técnica de la OPV se fue perfeccionando a lo largo de estas

operaciones con la introducción de progresivas modificaciones, especialmente en el campo del tramo minorista que es el que presenta características diferenciadas con respecto a los tramos minoristas de otros países¹. Estas características han dado lugar a que algunos autores hablen de un modelo español de colocación, algunos de cuyos rasgos han sido exportados a otros países como Italia (Mañas, 1998).

Con este proceso llegamos a 1992 en el que el peso del sector público empresarial era similar al de 1985.

9.3. – SEGUNDA FASE DEL PROCESO PRIVATIZADOR: 1992-1995.

Entre 1992 y 1996 empiezan a ser importantes la venta en la bolsa de paquetes de acciones de empresas públicas, en general muy rentables, acelerándose esta política en 1996, como podemos apreciar en el gráfico 9.2 del anexo II. El objetivo perseguido en estos años es la reducción del déficit público para cumplir los criterios de convergencia impuestos por la Unión Europea; se puede afirmar que en este periodo las privatizaciones no obedecieron a un plan estratégico claro y manifiesto de racionalización del sector público. No obstante, según el profesor Gámir (1999), las privatizaciones han servido de poco para enfrentarse con el problema de déficit público en el marco de la contabilidad europea; son más útiles para el requisito de la deuda, al menos como tendencia, y van en la misma dirección que el clima de intensificar la competencia a través del mercado que implica la Unión Económica y Monetaria, no siendo cierto que las privatizaciones hayan sido un instrumento básico para ingresar en el euro, pero sin duda ayudan a la cultura de Maastricht.

Para Vergés (2003), la venta de las acciones de las grandes empresas públicas rentables ha permitido obtener fondos para reducir déficit corriente y endeudamiento público del año en que se realiza la operación pero, en contrapartida, tales ventas han implicado la renuncia a unos ingresos futuros (dividendos y revalorizaciones) del orden de 5,3 veces el importe equivalente a la suma de las pérdidas de las empresas públicas deficitarias de las que se ha liberado el Estado también por la vía de las privatizaciones. A

¹ Una característica común a estas operaciones es que en ninguna de ellas se vendía la totalidad de las acciones en poder del Estado, de forma que se reservaba un paquete que aseguraba el control de la compañía.

corto plazo, pues, tales privatizaciones representan una importante ayuda para el presupuesto del Estado; concretamente para cumplir con dos de los principales indicadores macroeconómicos exigidos por el tratado de Maastricht para la incorporación desde el primer momento al sistema monetario europeo: la tasa de déficit público, y la de endeudamiento público. Sin embargo, a medio / largo plazo las repercusiones sobre el presupuesto estatal del conjunto de privatizaciones llevadas a cabo será desfavorable.

En esta segunda etapa de privatizaciones el método de la OPV¹ se constituye en el principal de privatización. Durante el período 1992-1996 las privatizaciones supusieron una media de 0,4 puntos del PIB.

Como destaca Mañas (1998), a lo largo de los últimos años, se ha ido destilando un modelo español de ejecución de grandes ofertas públicas que se caracteriza por su eficiencia y fiabilidad en los resultados. Este modelo autóctono se encuentra muy bien adaptado a las circunstancias peculiares de los sistemas financieros continentales, lo que ha implicado que algunas de sus principales innovaciones hayan sido incorporadas en las OPV de otros países con circunstancias similares, como es el caso de Italia. Señala Mañas como notas positivas del modelo español: flexibilidad, capacidad de innovación y adaptación, dinámica apropiada, capacidad de colocación y fiabilidad y esfuerzo colectivo.

9.4. – TERCERA FASE DEL PROCESO PRIVATIZADOR: 1996-1999.

Hasta 1996, el bloque normativo para las privatizaciones de empresas se encontraba en el artículo 6.3 del Texto Refundido de la Ley General Presupuestaria y en los artículos 103 y 104 de la Ley General del Patrimonio; a partir del año 1996, con el acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de Junio, comienza la siguiente fase de privatizaciones, que

¹ La especial idoneidad del método de OPV para canalizar las operaciones de privatización que involucren a las empresas de mayor envergadura y trascendencia, y la propia inviabilidad económica en estos casos de cualquier otra fórmula alternativa que no pase por una apelación abierta al ahorro público, son factores que han convertido a la OPV en la técnica privatizadora natural para la disposición por parte de los entes públicos de sus participaciones accionariales más relevantes y significativas. Fenómeno este que se conjuga favorablemente con el propio carácter abierto y público de las OPV, que al permitir una participación igualitaria de todos los inversores (o grupos predefinidos de los mismos) en los procesos de privatización contribuye también, de modo decisivo, a la extensión del accionariado de las grandes empresas y al desarrollo reflejo de los mercados de valores.

duró hasta 1999, se caracterizó por la venta de sucesivos paquetes de acciones en el mercado bursátil hasta su total privatización. Es destacable el hecho de que se trataba de empresas públicas con un historial y perspectivas de alta rentabilidad, con una fuerte implantación en el mercado y con proyección internacional; al mismo tiempo se introducen múltiples controles, entre ellos valoraciones externas e independientes de las privatizadas, que garantizaban la transparencia del proceso. Concretamente, el acuerdo citado establece los siguientes principios:

- Publicidad, transparencia y concurrencia.
- Eficiencia económica.
- Separar la propiedad de la gestión de las empresas.
- Sometimiento al control de todas las operaciones.
- Defensa de los intereses económicos generales y de los intereses patrimoniales del Estado.
- Protección de los intereses de los accionistas y terceros.
- Continuidad del proyecto empresarial de las empresas privatizadas.
- Aumento de la competencia.
- Extensión de los mercados de capitales y ampliación de la base accionarial de las empresas.

Según García de Entrerría (1998), la opción de no encastrar los procesos de privatización bajo un severo y detallado marco reglamentario y de someterlos a un simple conjunto de principios ordenadores de carácter general, justificada seguramente por el razonable propósito de preservar un margen de flexibilidad suficiente que permita amoldar las reglas de procedimiento a las características propias y distintivas de cada empresa o participación privatizada, ofrece como contrapunto una cierta indefinición e inseguridad por la lógica dificultad de dotar a estas reglas de un contenido operativo cierto e inconcuso.

Para Gámir (1999b), las OPV llevadas a cabo desde junio de 1996 presentan algunas diferencias en relación a las realizadas con anterioridad:

- El Estado deja de ser accionista.
- Mayor tamaño relativo de las operaciones.
- Mayor participación de los tramos minoristas.

El proceso de privatización, en palabras de Piqué (1999), más que una transferencia de propiedad, ha consistido fundamentalmente en el saneamiento, en la consolidación y, en definitiva, en la preparación de las empresas afectadas para poder competir en mercados libres. Es además un instrumento fundamental para fortalecer a las empresas en una triple dimensión:

- La mejora de la eficiencia técnica: todo el mundo sabe que el Estado no es, en general, un buen gestor.
- La eliminación de restricciones legales.
- Eliminación de restricciones políticas¹.

Las privatizaciones que habitualmente generan más atención entre la opinión pública son las protagonizadas por empresas rentables, a las que incluso se han denominado “las joyas de la corona”; no obstante, desde el inicio del programa de modernización aprobado por el Gobierno en 1996, SEPI ya ha vendido también 15 empresas deficitarias.

La privatización de empresas deficitarias han tenido una importancia capital por varios motivos:

- 1.- Han sido, en muchos casos, la única alternativa posible a una quiebra inminente; en otros, han apostado por la viabilidad futura de la compañía al beneficiarse de la aportación de tecnología, mercado o un amplio plan de inversiones por parte del comprador.
- 2.- Ha permitido que se deje de trasladar a los contribuyentes una carga permanente con las pérdidas de empresas que padecían importantes debilidades competitivas. De esta forma, si la venta de las supuestas “joyas de la corona” han generado ingresos para el Estado, la privatización de compañías deficitarias ha puesto punto y final a los desembolsos periódicos de capital público.

¹Para Piqué, la dimensión política de las privatizaciones hace referencia a tres aspectos fundamentales:

- Primero, la empresa pública ha sido, tradicionalmente, un instrumento de redistribución de renta.
- Segundo, en mercados competitivos, la existencia de empresas públicas introduce un elemento obvio de competencia desleal.
- Tercero, en mercados no competitivos, en los que es necesaria la regulación por parte del sector público, ésta sólo puede ser objetiva si no se es juez y parte al mismo tiempo.

Por lo tanto, la venta de empresas deficitarias tiene un doble beneficio: aumenta la eficiencia de la economía española y ahorra dinero al Estado.

Las privatizaciones de empresas deficitarias realizadas por SEPI desde 1996 han acabado con aportaciones de capital indispensables para estas compañías, que en conjunto han supuesto más de 4207,08 millones de €(SEPI 2001 y 2003).

9.5.- PRIVATIZACIONES MEDIANTE OPV.

Hasta el momento, la OPV ha sido la técnica más importante para la desinversión pública pues de los ingresos obtenidos un 82% del total lo fue a través de este método, como se puede apreciar en el gráfico 9.4 del anexo II.

El Consejo Consultivo de Privatizaciones (CCP) se ha mostrado favorable a la utilización de este sistema de privatización, puesto que contribuye en gran medida al cumplimiento de la concurrencia, la publicidad de la operación y la transparencia de las decisiones. La ordenación legal de estas operaciones y su desarrollo en el marco del mercado de valores y bajo la supervisión de las autoridades correspondientes constituyen importantes salvaguardias para el cumplimiento de algunos de estos principios en el proceso de venta.

La operaciones de mayor volumen se han realizado en los años 1997 y 1998, destacando las de Repsol de 1992 y Endesa en 1998; a partir de ésta fecha se han reducido en tamaño considerablemente, tal como se desprende de los gráficos 9.2 y 9.3 del anexo II.

Uno de los aspectos de mayor importancia dentro de este método de privatización en España es que ha permitido la entrada en el mercado de valores de un gran número de pequeños inversores (Gráfico 9.5, anexo II). Así entre los años 1996 y 2003, los tramos minoristas acapararon el 68% de los ingresos en las OPVs, lo que supone un 52% del total de las privatizaciones realizadas en el periodo; en tanto que, en el mismo periodo, por el método de OPV se obtuvieron el 76% del total de ingresos por privatizaciones y el 24% fue mediante otros procedimientos.

9.5.1.- COSTES DE LAS OPV.

Las Entidades Financieras han facturado más de cuatrocientos ochenta millones de euros por los servicios en las ofertas públicas de venta de empresas públicas realizadas en los últimos años.

Toda venta de acciones a través de OPV implica diferentes tipos de costes, entre los que Ritter (1987) destaca: como costes indirectos, el premio bursátil¹ por infravaloración del precio de venta, que suponen ingresos cesantes y como costes directos, con trascendencia monetaria, las comisiones por dirección, por colocación, por aseguramiento de la misma, por asesoramiento financiero, los costes legales, de publicidad, etc.

Por otra parte, los agentes preferirán una infravaloración en el precio para así conseguir su objetivo más fácilmente, lograr una colocación total de las acciones; de esta forma su reputación como banco inversor adquirirá prestigio. La influencia que ejercen estas entidades financieras en la infravaloración del precio de venta también supone un coste para el Estado, aunque en este caso indirecto, ya que provoca un premio bursátil mayor. Además, las entidades cuya función es asegurar la suscripción de la totalidad de las acciones que forman la oferta de la empresa a privatizar, también tendrán un cierto interés e influencia en la existencia de descuentos en el precio de venta que se fije en la OPV. Asimismo, los aseguradores de la colocación, en la medida que garantizan la suscripción de las acciones, conseguirán obtener la demanda suficiente para cubrir la totalidad de la oferta cuanto menor sea el precio de venta de las acciones. Esta situación de conveniencia para las aseguradoras también provoca una infravaloración de la empresa privatizada, traduciéndose en un mayor premio bursátil, y por lo tanto, en un mayor coste indirecto para el Estado (Fernández y Caveró, 2003).

¹ El premio bursátil es el componente básico del coste indirecto de la privatización: el ingreso cesante a causa de los premios bursátiles en las OPV. La existencia de costes indirectos de este tipo ha llevado a diversos autores a concluir que, de emplearse la OPV en los procesos de privatización, la venta de las empresas públicas en tramos es más coherente con la maximización de los ingresos financieros de la privatización. En particular, se ha recomendado que la OPV inicial, con salida a bolsa, se efectúe por un porcentaje reducido de capital, aunque lo suficientemente importante como para que el volumen vendido en este tramo inicial garantice la liquidez del valor en el mercado secundario. En estas condiciones, el mercado de valores puede ofrecer después señales acerca del valor de la empresa, con la consiguiente reducción de la incertidumbre y, por ello, del premio bursátil en subsiguientes ventas de tramos adicionales de la empresa.

En algunas operaciones se ha incentivado la demanda de los pequeños ahorradores a través de esquemas de descuento explícito, respecto al precio de venta institucional de la acción, y de bonificaciones a los inversores minoristas generales y / o empleados y otros colectivos de la empresa. En este sentido, afirma Bel (1998), los esquemas de incentivos pueden asemejarse al premio bursátil, en la medida en que constituyen un ingreso cesante de la OPV, pero presentan dos grandes diferencias respecto al mismo: afectan sólo al tramo minorista de la oferta y ya se conocen explícitamente al formular la demanda de acciones.

Los incentivos aplicados a inversores minoristas en las OPV españolas han sido de cuatro tipos:

- Descuentos explícitos respecto del precio de venta institucional de la OPV para los inversores minoristas generales.
- Descuentos explícitos respecto del precio de venta institucional de la OPV para los inversores minoristas especiales: empleados, jubilados, etc.
- Bonos de fidelidad, al objeto de incentivar la permanencia de los inversores en la empresa tras la OPV.
- Garantía de cotización.

Afirma Bel que el conjunto de estímulos específicos para los inversores minoristas ha generado un coste financiero del 2,5% y una cifra total de gastos del 4%, calculados ambos en porcentaje sobre los ingresos brutos por OPV y en el período 1986-1997.

Fernández et al.(2003) han analizado los premios bursátiles en los procesos privatizadores de Gran Bretaña, Francia y España y han evidenciado la tendencia a la infravaloración del precio de venta de las acciones de las empresas privatizadas tanto en España como en los otros dos países, lo que ha motivado la comparación de los procesos privatizadores a través de los premios bursátiles. Del estudio realizado se podría concluir que existen dos factores que pueden explicar la mayor eficiencia, en términos de coste indirecto por infravaloración en el precio de venta, de las empresas privatizadas en España respecto a las Británicas y Francesas:

- El hecho de que algunas empresas ya cotizaran en el mercado de valores antes de su primera OPV.

- La venta de tramos parciales con volumen limitado en OPV iniciales, seguidas de ventas parciales en OPV subsiguientes, con la empresa ya cotizando en el mercado de valores y, por tanto, con un precio de venta de referencia.

Según Fernández y Caverio (2003), es destacable la importancia de las funciones desarrolladas por las entidades financieras colaboradoras en la ejecución de una OPV ya que un correcto diseño de colocación y aseguramiento de las acciones ofertadas es uno de los requisitos básicos que garantizan el éxito de la operación. Asimismo, tras el análisis realizado, estos autores han evidenciado una tendencia hacia la reducción de las comisiones por dirección, aseguramiento y colocación, observando como las comisiones durante el primer período privatizador se estabilizan en torno al 2,95% y se van reduciendo a partir de junio de 1996 hasta alcanzar una cuota mínima del 1,45%, lo que supone una reducción de más del 50%, tal como reflejamos en el gráfico 9.6 del anexo II.

Destacan además Fernández y Caverio que también se han logrado disminuir los costes directos que debe afrontar el Estado para el pago de las comisiones por dirección, aseguramiento y colocación de las acciones ofertadas. La reducción significa más del 60%, es decir, se ha pasado de un 3,11% en el primer período a un 1,98% del importe de la operación en el segundo periodo, lo que supone un cuantioso ahorro para las arcas estatales y un éxito para la política pública de privatización española.

De acuerdo con los informes del CCP de los años 2001 a 2003, las comisiones institucionales en las OPVs han pasado de un 3.5% (Argentaria, mayo 1993) a un 1,45% (Iberia, 2000) debido, sobre todo, a que se ha acudido de una manera sistemática a métodos concurrenciales en la elección de las entidades que participan en los procesos de privatización.

9.6. – PRIVATIZACIONES EN LA ACTUALIDAD.

Aunque el Gobierno anterior pretendía deshacerse de las más importantes, de forma que el sector público empresarial quedará reducido a una docena de sociedades altamente deficitarias como RTVE cuya privatización se ha descartado, actualmente la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales, dependiente del Ministerio de Hacienda, es

accionista de más de 30 empresas industriales y de servicios y tiene como ente adscrito a RTVE. Su objetivo principal es conseguir para las mismas su fortalecimiento y viabilidad futura, asegurándose un enfoque estratégico que les permita afrontar de manera eficiente los factores críticos de competitividad del siglo XXI y tener capacidad frente al desafío derivado de la globalización y la continua innovación tecnológica. La SEPI y sus empresas están sometidas a mecanismos de control así como a la Subcomisión de Privatizaciones del Congreso, encargada de analizar los procesos de privatización desarrollados en cada legislatura.

En opinión de Ferreras (1999), el único papel que debe tener el Estado en la actividad industrial es el de regulador y garante del correcto funcionamiento del mercado y por eso privatizamos las compañías, dejando paso y protagonismo a la iniciativa privada.

Precisamente, con el objetivo de simplificar y racionalizar la estructura del sector público industrial y facilitar el proceso de modernización y privatización se crea la SEPI quien, entre otras cosas, se encarga de estudiar, analizar y realizar las operaciones necesarias para llevar a cabo las enajenaciones.

El objetivo final de la SEPI es impulsar la transformación de la industria pública española a las complejas realidades del entorno económico. Para ello debe:

- Sanear, es decir, acabar con la desventaja competitiva que tradicionalmente ha afectado a la empresa pública como consecuencia de su particular estructura financiera.
- Reindustrializar, poniendo en marcha un amplio programa de revitalización industrial en diversas zonas que forman parte de su activo histórico, impulsando nuevos focos de inversión y expansión económica. La Oficina de Promoción de Inversiones, dentro de la SEPI, desarrolla las actuaciones concretas de captación de inversiones para la revitalización de aquellas zonas en que la reconversión de las grandes empresas públicas generó un dramático declive de la actividad industrial.
- Consolidar, como factor clave para mejorar la calidad, los costes, la atención al cliente, que permitan la diferenciación de productos. Es necesario clarificar la

estrategia de las empresas con un plan individualizado que permita definir, para cada una de ellas, las medidas concretas que permitan su adaptación al nuevo entorno industrial, a la innovación tecnológica, a los mercados globalizados y a la internacionalización.

- Privatizar. Desde junio de 1996, SEPI ha realizado numerosas privatizaciones de compañías, por las que se han obtenido más de 30.000 millones de euros, aunque algunos de estos procesos de privatización se han desarrollado en varias fases. Las privatizaciones realizadas desde 1996 se han desarrollado mediante un proceso que incluye la definición de un plan global y explícito que garantiza su transparencia, concurrencia y publicidad, salvaguardando los intereses económicos generales y patrimoniales del Estado. Para ello cuenta con la participación de asesores externos encargados de dos funciones fundamentales: ofrecer asesoramiento a la SEPI a lo largo del proceso y realizar la valoración de la compañía.

- Definir un plan global y explícito que garantice la transparencia, concurrencia y publicidad de cada privatización y aplicar en cada caso el procedimiento más adecuado teniendo en cuenta la situación de la empresa, sus características y su actividad, ha hecho que se cumplan, según la SEPI, los objetivos finales: consolidar e impulsar el proyecto empresarial en cada compañía a privatizar.

Al igual que en todos los países de la UE, se está produciendo en España la privatización de servicios públicos, especialmente acentuada a nivel local. Entre las razones que han impulsado la privatización de la gestión de servicios públicos locales, Torres y Pina (1998) señalan:

- La búsqueda de fórmulas de gestión alternativas que soslayen inflexibilidades del procedimiento de la Administración Pública.
- El incremento del control sobre la actividad de las corporaciones locales en materia de fiscalización, rendición de cuentas, contabilidad, endeudamiento, reducción de déficit crónicos, etc., que se les ha llevado a buscar fórmulas imaginativas que les permitan sustraer algunas actividades al control público.

Los citados autores han realizado un estudio sobre la descentralización o privatización de la gestión de servicios públicos locales y concluyen que se están produciendo sobre todo en la áreas de obras públicas y urbanismo y actividades económicas, donde la venta de bienes y servicios es más frecuente y, por ello, la

incorporación de la iniciativa privada más inmediata, detectando en general presencia clara del sector privado en la gestión de servicios públicos municipales.

9.7.- PRIVATIZACIONES, LIBERALIZACIÓN Y REGULACIÓN EN ESPAÑA.

La conclusión de Hernández y López de Castro (2000) sobre las medidas de privatización y liberalización y sus efectos sobre el bienestar social es clara: se han generado sustanciales beneficios y son previsibles mayores beneficios aún a medio plazo sobre consumidores, trabajadores, accionistas y contribuyentes, por lo que puede afirmarse que el saldo neto de esta política para la sociedad en general, y en particular para los consumidores, ha sido extraordinariamente positivo. Respecto a las privatizaciones en sentido estricto, ha sido también una política altamente beneficiosa para las empresas españolas hasta ahora públicas ya que se ha fortalecido su estructura, se ha promovido su internacionalización transformándose en auténticas multinacionales, se ha incrementado su competitividad, se han mantenido los niveles de empleo y mejorado la calidad del mismo, se ha ampliado el accionariado de las compañías y, por último, se han hecho más profundos los mercados financieros.

A su entender, las ganancias en el bienestar social atribuibles al proceso de privatizaciones + liberalización¹ se manifiestan principalmente en tres ámbitos: se ha mejorado la eficiencia en el funcionamiento de las empresas y sus mercados; los consumidores se han visto beneficiados con reducciones de precios, nuevos servicios y mejoras en la calidad y atención al cliente, y que se ha producido una gran creación de valor por las empresas privatizadas: además de los dividendos y, sobre todo, la revalorización bursátil que beneficia a más de tres millones y medio de accionistas directos, se observa un gran esfuerzo inversor destinado al fortalecimiento de las propias empresas (infraestructuras, calidad de servicio, internacionalización, diversificación, I + D...). Este crecimiento empresarial, obviamente, está al servicio de la generación de riqueza y empleo tanto de forma directa en la propia empresa (beneficiando a accionistas y

¹ En el fondo, la liberalización y privatización, al devolver el protagonismo al mercado, obedecen a una transformación profunda de las relaciones entre Estado y Sociedad, que deben encontrar un nuevo marco institucional, de forma que las fuerzas liberadas de la iniciativa privada, con los controles públicos y privados y los correctivos sociales que resulten imprescindibles se traduzcan de forma sostenida, en un mayor bienestar social.

trabajadores), como de forma indirecta por el efecto arrastre en la demanda de bienes y servicios en el conjunto de la economía. Aunque es difícil de estimar, la creación neta de empleo es segura.

Desde un punto de vista jurídico, podemos destacar la Sentencia del Tribunal Supremo de 14 de octubre de 1999, donde se aclara que la Ley General Presupuestaria faculta al Consejo de Ministros para decidir acerca de la privatización de empresas públicas y que la privatización no debe significar automáticamente la pérdida de la “consideración de servicios esenciales de titularidad estatal”.

En este sentido, como afirma Ribas (1998b), se consideran emblemáticos los procesos de liberalización y privatización de los servicios públicos básicos:

- Sector de gas: Gas Natural y ENAGAS.
- Sector eléctrico: Endesa.
- Sector de la telefonía: Telefónica, Retevisión y Telefónica Internacional.

Además, Hernández y López de Castro(2000) destacan como medidas liberalizadoras de acompañamiento a las privatizaciones:

- Ley del sector eléctrico de noviembre de 1997 que, como reconoce la OCDE, introduce una gran reestructuración del sector y debería aportar un impulso significativo a la competencia en el sector.
- En el ámbito de las telecomunicaciones existe libertad casi plena desde la aprobación de la Ley general de telecomunicaciones de 1998.
- En el sector petróleo se liberalizaron los precios de los gasóleos en 1996 y en 1998 la Ley 34/98 culmina el proceso de desmonopolización y liberalización de los carburantes líquidos.
- En el sector de gas, el RD 1377/96, garantizó el acceso de terceros a la red nacional de gasoductos y a las plantas de regasificación susceptibles de alimentarla.
- La Ley de aguas ha abierto nuevas posibilidades a la iniciativa privada en el sector.
- La Ley de liberalización de los servicios postales ha abierto una cierta competencia en el sector.
- Además, se han producido importantes avances liberalizadores en el transporte. En particular, en el transporte aéreo se han adoptado medidas liberalizadoras, tanto

al libre acceso de las compañías aéreas, como a la introducción de segundos operadores de handling, como el establecimiento de un sistema objetivo de adjudicación de horarios de salida y llegada de vuelos y la plena privatización de Iberia.

Para Trigo (2004), las privatizaciones iniciadas en 1985, conjuntamente con la regulación favorable a la competencia, han promovido la eficiencia, han aumentado las opciones asequibles a los consumidores, han aportado fondos para sanear el sector público empresarial y equilibrar el presupuesto de las Administraciones Públicas, han contribuido a eliminar elementos de deslealtad competitiva, a la contención de precios, a la ampliación de los mercados de valores y al acceso a la propiedad de los ahorradores. En todo momento se intentó compatibilizar el mantenimiento del empleo con los demás objetivos.

9.8.- CONSEJO CONSULTIVO DE PRIVATIZACIONES.

La concurrencia es uno de los principios básicos que debe regir el proceso de privatizaciones. Este principio no sólo se aplica a la selección de los compradores sino también a la selección de todo tipo de asesores que participan en los procesos de privatización. Incluso, en junio de 1996 se crea el CCP¹ con la función de velar, entre otras, por el principio de concurrencia (Durá, 1999).

Son funciones del CCP, según el apartado 9.1 del citado acuerdo:

- Informar sobre todas las operaciones concretas de privatización que los agentes gestores deben someter a su consideración y al objeto de que se dictamine si el proceso de privatización y la propuesta concreta de venta se acomoda a los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.
- Informar sobre cuantas cuestiones le sean planteadas por el Gobierno, la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos o los agentes gestores durante el desarrollo del proceso de privatizaciones.

¹ El CCP está dotado de una especial naturaleza que hace que no esté integrado jerárquica o funcionalmente en la Administración Pública, teniendo carácter puramente consultivo, con capacidad de autorregulación y autonomía funcional. Sus integrantes actúan con total independencia en el cumplimiento de sus fines.

Así pues, la principal tarea del CCP se realiza con anterioridad a la adopción de la decisión final, siendo por tanto un control “ex – ante”. Aunque también puede ejercer facultades de control “ex – post” en los procesos de privatización tras recibir el informe de auditoría¹.

El objetivo de las recomendaciones del Consejo Consultivo es el de profundizar en el cumplimiento de los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia, tanto en relación con las diferentes fases del proceso realizado por los agentes gestores como en la propuesta concreta de venta finalmente realizada.

Las recomendaciones principales recogidas en los informes de actividades del propio CCP han sido:

- La coincidencia en una misma entidad de la condición de Coordinador Global y accionista relevante de la empresa a privatizar ha sido una de las posibles situaciones de conflicto de interés que ha estado presente en los dictámenes emitidos por el CCP desde su comienzo, recomendándose que se analicen con especial atención los posibles conflictos de interés y que se adopten una serie de medidas preventivas tendentes a minimizar las probabilidades de que puedan llegar a activarse.
- Incrementar la ponderación en el baremo de los criterios que resulten más fácilmente cuantificables y, por ello, más objetivables, sobre todo el de las comisiones / honorarios.
- En muchas ocasiones la entidad encargada de realizar la valoración desarrolla al mismo tiempo labores de asesorar en la operación. Al coincidir dos papeles en una misma entidad puede surgir un posible conflicto de interés (una valoración en banda baja puede aumentar las posibilidades de encontrar una oferta y con ella la prima de éxito a cobrar si se realiza la venta), por lo que se recomienda que cuando la operación así lo permita, el valorador y el asesor sean entidades diferentes.

¹ La labor desarrollada en este campo ha sido de naturaleza muy variada, existiendo consultas puntuales sobre aspectos concretos o generales de un determinado proceso de privatización o realizando un seguimiento por parte de un miembro del Consejo de una determinada operación en sus diferentes fases.

- Para garantizar el cumplimiento del principio de concurrencia se ha recomendado que se efectúen convocatorias lo más amplias posibles y, sobre todo, que se realice un elevado esfuerzo en la justificación de los criterios utilizados en la preselección.
- La participación de directivos en la compra de la empresa, en competencia con otros grupos, es una fuente de potenciales situaciones caracterizadas por importantes asimetrías de información que afecta a la igualdad de oportunidades de los partícipes. En este caso deben tomarse precauciones y establecerse controles para que el proceso se desarrolle con garantías de transparencia y respeto a la igualdad de oportunidades.
- El CCP considera que la OPVs con cotización posterior en Bolsa es un sistema que garantiza un alto grado de concurrencia, al mismo tiempo que asegura una elevada publicidad y transparencia de la operación. Por eso, estima que este método debería ser ampliamente utilizado en todas las operaciones en las que las características de la empresa lo permitan.

Debe destacarse que el grado de cumplimiento de las recomendaciones del CCP por parte de los Agentes Gestores ha ido en aumento a lo largo de los años, hasta situarse al final de año 2002 en un 70,3%.

En algunos de los países de nuestro entorno existen diferentes organismos que participan en el proceso de privatizaciones y que presentan una serie de características similares a las que se ha dotado al Consejo español. Tal es el caso de Francia, Italia, Alemania y Portugal, donde existen organismos que emiten un informe sobre los procesos de privatización con anterioridad a la toma de la decisión final. En el caso británico no existe control “ex – ante” y el National Audit Office realiza solo un control “ex - post”.

Otra característica común de estos organismos con el CCP es su carácter consultivo, salvo el caso francés, en relación con algunos aspectos concretos sobre los que debe informar.

En resumen, podemos destacar la existencia de tres características que son comunes a la mayoría de estos organismos: son en general consultivos, realizan un control “ex ante”

y están formados por expertos de reconocido prestigio cuyo nombramiento recae en el ejecutivo.

Además, una vez finalizada cada operación de privatización, existen otros instrumentos de fiscalización y control:

- Por un lado, el Tribunal de Cuentas¹ que ejerce su función fiscalizadora encomendada por la legislación vigente y que tiene carácter externo, permanente y consultivo.
- Por otro, en el propio programa de privatización se establece que, una vez cerrada cada operación, la Intervención General de la Administración del Estado (IGAE)² elevará al vicepresidente segundo del Gobierno y Ministro de Economía o al Ministro de Industria y Energía un informe de auditoría sobre el desarrollo de la operación privatizadora.

9.8.1.- RESULTADO DE LAS PRIVATIZACIONES.

Destaca Trigo (2004), como las carteras minoristas formadas por acciones de las empresas privatizadas han tenido mejor trayectoria que el propio IBEX y que los fondos de inversión de renta variable en el período comprendido entre diciembre de 1997 y diciembre

¹ Así el Tribunal ha destacado en sus informes la conveniencia de un valorador independiente del Asesor en las privatizaciones desarrolladas por métodos distintos a la OPVs, pues ello puede afectar a la objetividad e independencia de la valoración en la medida en que ésta pueda estar influida por el diseño de la operación, realizado por el tasador en su condición de planificador general de las actuaciones.

Otra recomendación ha sido que en aras de una mayor transparencia de los procedimientos, los criterios de valoración y puntuación de las ofertas se fijen y se hagan públicos de forma completa y detallada con anterioridad a la expiración del plazo de la presentación de las mismas, de forma que los licitadores puedan conocerlos y valorarlos al formular sus propuestas.

² En las operaciones de privatización desarrolladas por medio de OPVs, IGAE indica que la transparencia, concurrencia y publicidad se han aplicado suficientemente, dadas las características técnicas de intermediación bursátil.

Respecto a las empresas privatizadas mediante métodos distintos a la OPV, la IGAE recomienda que los informes de valoración sean realizados por profesionales de reconocida cualificación e independientes tanto de los potenciales oferentes como de la empresa a vender y de los asesores contratados para la valoración de las ofertas.

Asimismo se recomienda que en los casos de venta directa en los que una de las alternativas fuera la liquidación y cese de la actividad, la valoración debe incorporar el cálculo del valor liquidativo de la empresa.

de 2002, todo ello según los datos que obran en la memoria de actividades del CCP referida al año 2002.

El hecho de que la mayoría de las empresas privatizadas coticen en el mercado de valores de forma inmediata a su venta permite analizar la evolución de dichas empresas a través del tiempo. El CCP ha elaborado dos índices con base 100 el 9-12-96: el CCP 1 que simula la inversión realizada por un inversor institucional y el CCP 2 que simula la inversión realizada por un inversor minorista. Ambos índices parten de un capital inicial que se va incrementando en función del precio de las acciones, los dividendos, etc.

La diferencia entre el CCP 1 y el CCP 2 se debe a los descuentos e incentivos que tienen los tramos minoristas y que no afectan al tramo institucional de la OPV.

Posteriormente se han introducido dos nuevos índices: el CCP 1 ponderado y el CCP 2 ponderado; la diferencia con los anteriores CCP es que han sido ponderados en función del volumen de la operación, es decir, de los ingresos brutos que ha supuesto cada una de las OPV desarrolladas.

A diciembre de 2003 la rentabilidad acumulada anualizada de los citados índices, del Ibex 35 y de los fondos de inversión de renta variable fue:

FECHA	IBEX 35	FONDOS	CCP1	CCP2	CCP1P	CCP2P
12-97	54,3%	42,5%	37,7%	43,0%	53,3%	62,1%
12-98	43,1%	39,4%	42,5%	47,5%	51,3%	58,4%
12-99	34,5%	35,4%	31,2%	35,7%	36,8%	41,1%
12-00	17,7%	19,9%	22,2%	24,3%	24,0%	27,0%
12-01	12,1%	13,8%	18,1%	19,8%	19,0%	21,5%
12-02	4,2%	6,7%	12,3%	13,8%	10,5%	12,9%
12-03	7,3%	9,0%	14,4%	15,6%	12,8%	14,7%

De la comparación entre los índices CCP con el Ibex 35 y los fondos de inversión, el CCP concluye que el vendedor (el Estado) ha obtenido un precio ajustado por la venta de sus participaciones, realizando unos ingresos superiores de lo que hubiera obtenido de

haber vendido a un precio que igualara la rentabilidad del mercado (medida por el Ibex 35) con la de las privatizaciones (medida por el índice CCP 1). Dicho de otra manera, el Estado hubiera ganado dinero si lo ingresado por privatizaciones lo hubiera invertido en una cartera que replicara al Ibex 35.

En general, se observa como la rentabilidad de estas operaciones es superior a la del mercado tanto en épocas de tendencia alcista (1997 y 1998), como en aquellas en las que se ha registrado una evolución desfavorable de las bolsas de valores, a partir del 2000; así, puede afirmarse que los inversores que hubiesen acudido a las OPVs habrían alcanzado, hasta el momento actual, un rendimiento superior al de otras posibles inversiones alternativas en el mercado.

El CCP en su informe de actividades del 2001 pone de manifiesto la fuerte correlación existente entre los índices de privatizaciones y la evolución del mercado bursátil, siendo consecuencia, en gran medida, del elevado peso acumulado por las OPVs de empresas públicas dentro del IBEX 35, que en diciembre de ese año era del 57,32% del total. No obstante, los índices de las empresas privatizadas han mostrado una evolución más favorable.

A consecuencia del proceso privatizador el Estado ha pasado de tener una participación en el mercado bursátil del 16,64% en 1992 a un 0,52% en el 2003 (Gráfico 9.1, anexo II).

También destaca el CCP la relación entre la actividad privatizadora en España y en la Unión Europea. Así, los dos años de mayor actividad coinciden en 1997 y 1998; posteriormente los ingresos por privatizaciones se reducen tanto en la UE como en España. Entre los factores que podrían haber influido en esta reducción se encuentra la negativa evolución de los mercados de valores, que no solo ha afectado a las OPVs de empresas públicas sino también a la OPVs de empresas privadas.

De acuerdo con el informe de actividades del CCP del ejercicio 2003, las privatizaciones por sectores, del programa de privatizaciones iniciado en 1996, en términos de ingresos se distribuye en orden de importancia de la siguiente forma (Gráfico 9.7, anexo II):

- Sector energético: 44% del total de ingresos.
- Sector telecomunicaciones: 19%.
- Sector financiero: 8%.
- Sector transportes: 6%.
- Sector industria: 9%
- Resto sectores: 14%.

Finalmente, se ha comparado la evolución de la cartera de privatizaciones española con índices bursátiles de carácter mundial durante el 2002, por parte del CCP. Para ello, se ha tomado el Eurostoxx-50, como representación de la zona euro, y el S&P-500, como indicador del mercado norteamericano. Los resultados obtenidos muestran que los descensos de las bolsas no solo han afectado al mercado español, sino también a las bolsas europeas y estadounidenses. Adicionalmente, se observa que el comportamiento del índice de privatizaciones en el caso de los inversores minoristas ha mejorado prácticamente a lo largo de todo el período de evolución de los citados índices.

9.9.- GOBIERNO DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.

En la última década se han promulgado en un buen número de países, entre ellos España¹, códigos de buen gobierno o códigos éticos de conducta. La gran mayoría de ellos coinciden en ciertas recomendaciones: consejos de administración integrados por un buen número de consejeros no ejecutivos, remuneración de directivos vinculada a algún indicador del rendimiento de los accionistas, publicación de la remuneración de los consejeros y hacer recaer los cargos de máximo nivel ejecutivo sobre personas diferentes, garantizando el reparto de poderes².

En el caso español, la capacidad de supervisión se analiza por Fernández y Gómez (2002), observándose una relación positiva y significativa entre la proporción de consejeros no ejecutivos (externos) y el valor de la empresa. Fernández y Gómez, usando

¹ Código Olivencia

² En España, las empresas privatizadas y aquellas que han salido a Bolsa con posterioridad a la publicación del Código muestran un mayor grado de cumplimiento de las recomendaciones, mientras que las empresas más antiguas, son más reacias a cambiar sus estructuras de gobierno corporativo.

una muestra de 57 anuncios de cumplimiento de las recomendaciones del Código de Buen Gobierno por empresas españolas, concluyen que el mercado valora positivamente estos anuncios, especialmente en el caso de empresas que anuncian la aprobación de un reglamento interno del Consejo de Administración ajustado al Código de Buen Gobierno; por el contrario, no se observan estos rendimientos para el caso de empresas que anuncian la adopción de ciertas recomendaciones puntuales de forma aislada.

Una de las principales conclusiones a que llegan los análisis de los resultados del cuestionario sobre Código de Buen Gobierno (“Código Olivencia”) relativos a los ejercicios 1999, 2000 y 2001, realizados por la CNMV, es que las sociedades privatizadas y las que han salido a Bolsa tienen un nivel de seguimiento superior a la media. Concretamente la media de las sociedades privatizadas es 22,5 puntos (94% en 1999 y 96% en 2001); es más, estas entidades siguen todas las recomendaciones, aunque cinco de ellas parcialmente. Además el número de Consejeros es de 15-16, por encima de lo recomendado en Código.

9.10.- EFECTOS SOBRE EFICIENCIA DE LAS EMPRESAS PRIVATIZADAS.

En España, al igual que en el resto del mundo, son muchos los investigadores que han obtenido evidencia acerca de la eficiencia post-privatización de las empresas privatizadas. A continuación enumeramos algunas de ellas.

Así, Hernández Cos, et al. (2001), usando una muestra de 3.889 empresas en el período 1983-1996, concluyen que la titularidad pública afecta de forma negativa y significativa a la productividad relativa. Los resultados respaldan también la conclusión de que la competencia es importante, pero no tanto como para permitirnos ignorar el papel de la titularidad, es decir, dadas las condiciones de competencia y otros factores que influyen en la productividad, la titularidad pública parece afectar de modo negativo a la eficiencia empresarial.

Myro (1985), usando información agregada del ejercicio 1980, concluye diciendo que existe una menor productividad aparente del trabajo y del capital en el conjunto de las empresas del INI.

Prior, Vergés y Vilardell (1993), utilizando información agregada sectorialmente en el periodo 1981-1984, llegan a la conclusión de que globalmente se da una mayor eficiencia productiva del sector de empresas privadas, aunque con fuertes diferencias sectoriales.

Argimón, et al. (1999): la eficiencia media de las empresas donde la empresa pública supera el 50% es inferior a la del resto de empresas; las condiciones competitivas que definen el mercado tienen una contribución relevante para explicar la eficiencia relativa.

Rapallo (1999), utilizando una muestra de 14 empresas españolas privatizadas entre 1985 y 1995, obtiene evidencia positiva, aunque no determinante, de incremento de eficiencia debida a la transferencia de la propiedad.

Villalonga (2000), utilizando una muestra de 24 empresas españolas privatizadas entre 1985 y 1995 llega a las siguientes conclusiones:

- La eficiencia no depende sólo de la propiedad, sino que involucra a otros factores.
- Los factores políticos y organizativos ejercen un efecto positivo significativo sobre la eficiencia.
- La eficiencia aumenta tras la privatización pero a largo plazo, con la introducción de competencia.

Sanchís (1996), utiliza una muestra de empresas públicas que han sido privatizadas y/o sufrido un proceso de reestructuración en el periodo 1978-1990 y concluye que los efectos de la privatización y reestructuración han sido, en general, positivos sobre la evolución de la productividad, incrementándose significativamente con los aumentos de competencia.

Melle (1999), realiza un análisis comparativo de resultados de las empresas públicas españolas vendidas total o parcialmente a través de OPV durante el periodo 1990-

1996, deduciendo peores resultados de las empresas públicas; asimismo, algunos resultados de las empresas públicas han mejorado tras la privatización, no obteniendo evidencia significativa sobre la mejora de eficiencia de las empresas al cambiar de titularidad pública a privada.

El traspaso de propiedad pública a privada de la empresa Astilleros Canarios, S.A. por venta directa y previo saneamiento, analizado por Jiménez (2002), revela mejoras en los resultados generales, concretamente mejora su rentabilidad, capacidad financiera, estructura de costes y productividad con relación a la evolución de los valores en el período como empresa pública.

Por el contrario, Cabeza (2002), usando una muestra de 19 empresas españolas privatizadas entre 1995-2000 mediante los métodos de venta directa y oferta pública de venta, contrasta la hipótesis de si los procesos privatizadores aumentan la eficiencia económica de las empresas privatizadas, para lo que calcula las rentabilidades económica, financiera y el margen sobre ventas para el año de la privatización y para los dos años anteriores y posteriores a esa fecha. El resultado sugiere que no existe incremento significativo de la eficiencia económica de las empresas tras su privatización en España.

De análisis de los anteriores estudios podemos concluir, de acuerdo con Izquierdo y Herrero (1999), que en entornos competitivos y abiertos la empresa privada presenta mayor rentabilidad y productividad que la pública, mientras que en sectores no competitivos, la privatización aumenta la eficiencia, pero sólo si va acompañada de una liberalización suficiente de los mercados.

BIBLIOGRAFÍA PARTE III:

- Argimón, I., Artola, C. y González-Páramo, J.M. (1999): “Empresa pública y empresa privada: Titularidad y eficiencia”. Moneda y Crédito, número 200, pp. 45-93.
- Bel, G. (1998): “Los costes financieros de la privatización en España”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 125-144.
- Bilbao Ubillos, J. (2002): “ Las políticas de privatización en España: Fases, objetivos y procedimientos”. Universidad del País Vasco. Documento de trabajo.
- Cabeza García, L.(2002): “ Un análisis de la eficiencia económica de las últimas privatizaciones de empresas públicas en España: 1995-2000”. Universidad de Oviedo. Documento de trabajo.
- Comisión Nacional del Mercado de Valores. Análisis de los Resultados del Cuestionario sobre el Código de Buen Gobierno relativo a los ejercicios 1999, 2000 y 2001.
- Consejo Consultivo de Privatizaciones. Informe de Actividades de los años 1998, 1999, 2000, 2001, 2002 y 2003.
- Cuervo García, A (1997): “La privatización de la empresa pública”. Ediciones Encuentro.
- Durá, P. (1998): “Principales recomendaciones del Consejo Consultivo de Privatizaciones”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 109-124.
- Durá, P. (1999): “Sistemas concurrenciales y privatización: Algunas reflexiones teóricas y aplicaciones en España”. Economía Industrial, nº 328, pp. 95-114.
- Fernández, V. y Cervero J.A.; (2003): “Evolución de las comisiones en OPV para las privatización”. Técnica Contable, número 659, pp. 20-36.
- Fernández, E. y Gómez, S. (2002): “Prácticas Buen Gobierno Empresas Españolas”. Centro de Estudios Financieros, números 233-234, pp.109-148.
- Fernández, V.; González, J. y Trigueros, J.; (2003): “Contraste de los premios bursátiles en los programas privatizadores más relevantes”. Universidad Miguel Hernández (Alicante).
- Ferreras, P.(1999): “Situación actual y futura de la industria pública”. Economía Industrial, nº 328,1999. pp. 19-27.
- Gámir, L. (1999): “Análisis de las OPVs de empresas públicas en España”. Economía Industrial, nº 328, pp. 115-130.
- Gámir, L. (1999b): “Las privatizaciones en España”. Editorial Pirámide. Colección “Economía XXI”.

- García de Entrerría, J. (1998): “Aspectos mercantiles de los procesos de privatización”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 89-98.
- García Echevarría, S. (1998): “Privatización y desregulación de la economía. El reto de una nueva cultura empresarial”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 59-71.
- García Echevarría, S.(1999): “Contribución de las privatizaciones a una nueva dinámica económica y empresarial”. Economía Industrial, nº 328,1999. pp. 43-51.
- Hernández de Cos, P.; Argimón, I. y González Páramo, J. M. (2001): “¿Afecta la titularidad pública a la eficiencia empresarial?. Evidencia empírica con un panel de datos del sector manufacturero español”. Banco de España, HM Treasury, Universidad Complutense.
- Hernández, N. y López de Castro, L. (2000): “Privatizaciones, liberalización y bienestar. Análisis preliminar en los sectores de energía y telecomunicaciones”. Editorial Comares.
- Izquierdo, G. y Herrero, T. (1999): “La privatización como política de oferta: un marco conceptual”. Economía Industrial, nº 328, pp. 85-94.
- Jiménez, J.L. (2002): “Privatizaciones en el sector naval: El caso ASTICAN”. Departamento de análisis Económico Aplicado. Universidad de las Palmas de Gran Canaria. Documento de Trabajo.
- Mañas, L. (1998): “La experiencia de una década de privatizaciones”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 145-175.
- Melle Hernández, M. (1999): “Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: Una primera aproximación”. Economía Industrial, número 330, pp.141-159.
- Myro, R. (1985): “Productividad y rentabilidad en las industrias del INI: Una comparación sectorial con empresas privadas”. Economía Industrial, número 330, pp. 77-88.
- Piqué, J. (1999): “Algunas reflexiones acerca del proceso de privatización del sector público empresarial”. Economía Industrial, nº 328, pp. 15-18.
- Prior, D.; Verges, J. Y Vilardell, I. (1993): “La evaluación de la eficiencia en los sectores privado y público”. Ministerio de Economía y Hacienda. Instituto de Estudios Fiscales.
- Rapallo, C. (1999): “Evaluación de la eficiencia en gestión empresarial. El caso de una transferencia de propiedad pública a privada”. Facultad Ciencias Económicas y Empresariales UCM. Documento de Trabajo 20.
- Ribas, E. (1998b): “Privatización de empresas de servicios públicos: la experiencia del Consejo Consultivo de Privatizaciones”. AECA Monografías, pp. 39-58.

- Ritter, J.R. (1987): "The Cost of Going Public", Journal of Financial Economics, volumen 15 (1/2), pp. 269-281.
- Sanchis, J. A. (1996): "Privatización y eficiencia en el sector público español". Revista Economía Aplicada, volumen 4, número 10, pp. 65-92.
- SEPI ESTRATEGIAS (2002): Número 1 Enero-Febrero y Número 3 Mayo-Julio.
- SEPI ESTRATEGIAS (2003): Número 6 Enero-Febrero.
- Souvirón; J.M. (2004): "La privatización del sector público empresarial del estado en España (1996-2002). Aspectos Jurídicos". Editorial Comares.
- Torres, L. y Pina, V.(1998): " Un estudio empírico sobre las actuaciones de los tribunales de cuentas de la Unión Europea en los procesos de privatización". AECA Monografías, pp. 91-123.
- Trigo Portela, J. (2004): "Veinte años de privatizaciones en España". Instituto de Estudios Económicos.
- Vergés, J. (1999): "Balance de las políticas de privatización de empresas públicas en España (1985-1999)". Universidad Autónoma de Barcelona. Economía Industrial, número 330, pp.121-140.
- Vergés, J. (2003): "Las privatizaciones de empresas públicas. Un estado de la cuestión, con especial referencia al caso de España". Supervisión y Gestión de la Empresa Pública, documento 6.
- Villalonga, B. (2000): "Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effects". Journal of Economic Behavior & Organization. Vol. 42, pp.43-74.

PARTE IV: PRIVATIZACIONES EN EL SECTOR AERONÁUTICO.

CAPÍTULO DIEZ. PRIVATIZACIONES, REGULACIÓN, LIBERAZACIÓN Y DESREGULACIÓN EN EL TRANSPORTE AÉREO.

10. 1.- INTRODUCCIÓN.

Sin duda alguna, como afirma el Oficial Regional de Transporte Aéreo de la Organización de Aviación Civil Internacional (OACI), Sr. Marco Ospina, no se puede desconocer el efecto multiplicador del transporte aéreo en el desarrollo económico, político y social de los pueblos, así como tampoco se puede desconocer que desde que se inventó el avión el sistema económico mundial creció sustancial y rápidamente. El intercambio del comercio y la industria aumentó y otros sectores conexos mantuvieron un proceso de expansión paralela, como es el caso del turismo y la gestión empresarial, los mismos que no hubieran podido manejarse tan dinámicamente como lo han hecho, si no tuvieran a su disposición este medio de transporte.

La demanda de transporte aéreo de pasajeros se concentra fuertemente en los países desarrollados según la Asociación Internacional de Transporte Aéreo de Latinoamérica (AITAL), siendo el ingreso disponible de los habitantes y su propensión marginal al consumo, la principal variable explicativa de la demanda de transporte aéreo. Existen otros factores determinantes de esta demanda como la disponibilidad y conveniencia de otros medios de transporte, las características geográficas de los distintos países y regiones, las distancias medias de la necesidad de transporte, la disponibilidad de tiempo del pasajero o la carga, la calidad y cantidad de la infraestructura aeroportuaria y el grado de globalización e integración económica de los países y regiones, que hacen que la demanda de transporte aéreo varíe sustancialmente de región en región. Indiscutiblemente la variable con mayor poder predictivo de los aumentos y disminuciones del tráfico aéreo es el crecimiento económico de los diferentes países o regiones.

Así, la tasa de crecimiento de la demanda de transporte aéreo de pasajeros ha superado tradicionalmente al doble del índice de crecimiento económico mundial, según la Asociación de Transporte Aéreo Internacional (IATA).

Por su parte OACI mantiene que la demanda mundial de transporte aéreo de pasajeros ha tenido un crecimiento notable a lo largo de su historia. Así en el período comprendido entre 1980 y 1999, la tasa media anual de crecimiento del tráfico regular internacional en el mundo fue del 6 %. Se achaca por OACI este notable crecimiento a la mejora, en términos generales, del producto interior bruto, en el crecimiento del comercio internacional y a la progresiva globalización de la actividad económica.

El reflejo de este crecimiento puede observarse con un simple vistazo a los gráficos 10.1 y 10.2 del anexo III.

10.2.- PRIVATIZACIÓN.

La actividad aeronáutica contempla tres elementos importantes que están estrechamente relacionados entre sí y ninguno de ellos podría sobrevivir sin el apoyo del otro, nos referimos al avión, a la infraestructura y al recurso humano. Estos elementos, particularmente los relacionados con la infraestructura aeronáutica y especialmente con los aeropuertos, han llamado la atención de los inversores en la última década por el importante rédito que generan. Todo esto, dentro del irreversible proceso de globalización económica mundial, ha tenido repercusiones notables en el funcionamiento del comercio internacional, al turismo, al transporte aéreo y de los aeropuertos, entre las que pueden enumerarse:

- Liberalización parcial del transporte aéreo.
- Desregulación de las tarifas.
- Incremento de empresas transportistas.
- Continuación de las privatizaciones.
- Reducción del número de escalas.
- Competencia con otros sistemas de transportes.
- Aumento de la oferta de capacidad de transporte.
- Aumento de la demanda de aeronaves.

Tradicionalmente, tanto los aeropuertos como las líneas aéreas, han sido considerados partes importantes e integrados del sistema nacional de transportes. Ambos recibían la calificación de utilidad pública. En términos de bienestar, las ganancias que se derivaban por la prestación de estos servicios compensaban siempre las pérdidas financieras que pudiesen producirse, y en su caso, la subvención correspondiente.

En este modelo tradicional, los servicios operacionales y de handling resultan centrales para la actividad aeroportuaria, en contraposición a las actividades de tipo comercial que desempeñaban un papel secundario.

El concepto de línea aérea “de bandera” pierde gran parte de su vigencia, en la medida que han comenzado los procesos de privatización de las compañías aéreas. A fines de los años noventa, el término “cielos abiertos” ha ingresado en el vocabulario, aunque no haya sido puesto en práctica ese principio en muchos casos.

Coloma et. al (1992), afirman que en las empresas dedicadas al negocio aéreo, la discusión suele plantearse en términos de fomento de la eficiencia por lo cual, la propiedad privada es generalmente visualizada como una estructura que tiene mayores incentivos a la minimización de costes, en tanto que propiedad pública aparece como un sistema que tiene la ventaja de poder corregir mejor las ineficiencias propias de la explotación de los mercados naturalmente imperfectos.

10. 3. - LIBERALIZACIÓN.

El transporte aéreo ha sido tradicionalmente un sector donde la intervención pública ha estado presente de manera intensa. La propiedad pública de compañías aéreas, la regulación que se ha desarrollado en todas la variables que caracterizan el mercado aéreo: precios, servicios ofrecidos,..., la restricción de competencia y el control de los estándares de seguridad han configurado un entorno muy rígido. Por tanto, la conducta de las líneas aéreas ha estado frecuentemente influida por motivos ajenos a la esfera económica.

La liberalización del sector de servicios aéreos llevada a cabo en EEUU en 1978 impulsó a la compañías norteamericanas a solicitar una política exterior de cielos abiertos que les facilitara el acceso a los mercados internacionales. Esta corriente liberalizadora

internacional se manifestó en una nueva generación de acuerdos bilaterales, menos proteccionistas, entre los que destacan los firmados por EEUU con países europeos, como los Países Bajos o el Reino Unido. Asimismo, el mercado europeo de servicios aéreos se ha visto sometido durante los años ochenta a fuertes presiones liberalizadoras internas, como la consolidación de un sector de vuelos no regulares. Estas presiones provocaron la introducción de reformas en la política reguladora europea de carácter bilateral, a través de las negociaciones entre algunos países europeos, y multilateral, a partir de las decisiones del Consejo Europeo.

Un efecto secundario importante de los acuerdos liberalizadores firmados por algunos países europeos con EEUU fue, según Marín (1996), que los mismos países que aceptaron la firma de estos acuerdos decidieron liberalizar sus acuerdos bilaterales con otros países europeos.

Desde el momento de su creación hasta mediados de los años ochenta, la CE no intervino en modo alguno en la política de transporte aéreo de sus países miembros. Esto fue debido a que el Tratado de Roma de 1958 no contenía ninguna sección específica que afectara al transporte aéreo. Sin embargo, si existía en el Tratado una política de la competencia ampliamente desarrollada en la que la Comisión Europea se basó a partir de 1974 para poder tomar decisiones concernientes al transporte aéreo.

En los años ochenta toma fuerza en Europa la discusión sobre la liberalización del transporte aéreo. En 1984, la Comisión Europea presentó el “Memorando de Aviación Civil número 2”, que establecía sus objetivos a largo plazo en el transporte aéreo. Los más importantes eran: la supresión de las barreras de entrada, mediante libertad de operación de las compañías aéreas comunitarias en el territorio comunitario; la liberación de precios, que serían fijados libremente por los transportistas; el establecimiento de idénticos derechos para cualquier compañía en cualquier Estado miembro, etc.

En diciembre de 1987 el Consejo aprobó un primer paquete de medidas liberalizadoras que fue ligeramente ampliado en 1990, hasta adoptar la forma actual tras una segunda ampliación aprobada en 1992, con las características siguientes:

- Libre competencia en precios, excepto para precios considerados demasiado altos o muy reducidos.

- Libertad de frecuencias y capacidades.
- Múltiple designación en la entrada a rutas.
- Derecho de tráfico intracomunitario a compañías de la CE. Quinta libertad.

En 1997 culminó el proceso de liberalización del tráfico aéreo en la Unión Europea. Desde entonces, los operadores europeos tienen libertad plena para operar en este mercado, lo que ha aumentado la competencia.

Rey (2003), realiza un estudio del comportamiento de las compañías de transporte aéreo europeas en un entorno de liberalización, tratando de determinar los efectos que la misma ha tenido sobre la eficiencia relativa de estas empresas; llegando a la conclusión de la inexistencia de diferencias significativas en la eficiencia entre las empresas de transporte aéreo durante el período de liberalización (1989-1997), medidas a través de los costes, expresados éstos como una relación funcional entre la distancia y el coeficiente de ocupación. La estimación demuestra que aumentos en la distancia y en la ocupación de los aviones disminuye los costes medios de las compañías como norma general. Por lo tanto, parece claro que las compañías tenderán a reducir sus costes intentando que sus distancias recorridas sean mayores y aumentando el tamaño y ocupación de los aviones.

10.3.1.- LIBERALIZACIÓN DEL TRANSPORTE AÉREO EN ESPAÑA.

El transporte aéreo en España ha crecido sin interrupción durante los últimos años y presenta una notable dimensión en la actualidad, favorecido por factores de carácter geográfico, económico y turístico.

A diferencia de otros países, en España la situación que presentaba el transporte aéreo a principios de los noventa no había experimentado avances de una mínima relevancia de liberalización. Aún en 1992, año de aprobación del tercer paquete liberalizador de la Comisión Europea, el Tribunal de Defensa de la Competencia detectaba serias restricciones a la competencia en su diagnóstico sobre este sector: ausencia de libertad de entrada al mercado de transporte aéreo; tarifas intervenidas por el Estado; prestación monopolística de los servicios de asistencia en tierra; control monopolístico de los horarios de salida y llegada de los vuelos; restricciones de acceso a los sistemas informáticos de reserva.

La liberalización del transporte aéreo en España comenzó, según Costas y Bel (1997), a partir de 1993. Se estableció un marco amplio de libertad de entrada en el mercado para la oferta de servicios aéreos y se liberalizaron las tarifas aéreas. También se dieron pasos, aunque más modestos, respecto a los servicios de tierra y el establecimiento de horarios de salida y llegada de los vuelos. Hacia 1995, el sector de transporte aéreo presentaba ya una situación que el Tribunal de Defensa de la Competencia califica de espectacular, desde el punto de vista de la liberalización.

Señala el citado Tribunal en su informe de 1995 que a lo largo de 1994 se han establecido en nuestro país 35 nuevas líneas regulares domésticas, que comprenden 247 nuevas frecuencias semanales, lo que representa un aumento de la oferta cifrado en un 25,6%, una espectacular caída de los precios de los pasajes aéreos, que se han reducido por término medio en más de un 50% y la entrada de los nuevos operadores se han efectuado sin reducir significativamente la cuota de mercado del Grupo Iberia, que actuaba en régimen de monopolio. Es decir, como consecuencia de la liberalización se ha producido una reducción de las tarifas y se ha generado una nueva demanda de usuarios que, con anterioridad, o bien no viajaban o bien utilizaban otros medios de transporte.

Nuestra compañía de bandera, Iberia, desde la aplicación de las distintas fases del proceso liberalizador, ha tenido que adaptarse a los cambios en las condiciones del mercado impuestas por la entrada en el mercado de vuelos regulares de otras compañías, como Air Europa y Spanair, entre otras.

El panorama actual de los servicios de transporte aéreo de viajeros en España puede decirse que es el de una industria con fuertes presiones competitivas, en el que varias empresas ofrecen servicios de forma simultánea en la mayor parte de las rutas domésticas. Prueba de ello es la existencia de más de 30 aerolíneas que, según Aeropuertos Españoles y Navegación Aérea (AENA), superaron los 500.000 pasajeros transportados y más de 12 superaron los 3.000.000 de pasajeros transportados en el año 2004.

10. 4.- REGULACIÓN.

Tradicionalmente, el transporte aéreo ha sido considerado un sector estratégico por los Gobiernos y autoridades de los correspondientes países, lo que ha dado lugar a la existencia de regulaciones específicas y acuerdos de carácter proteccionista.

La estricta regulación del sector se apoyaba en las características de éste. El transporte aéreo se enfrenta a un problema de indivisibilidad de la producción. Si una compañía decide volar en una ruta, una vez asignada un avión a ésta, tiene que producir un número fijo de unidades, medidas en asientos / kilómetros desplazados, independientemente del número de pasajes vendidos. Una vez se incurre en los costes de desplazar el avión en el espacio a lo largo de la ruta y en presencia de asientos vacíos, al ser el coste adicional de transportar un pasajero más próximo a cero, resulta óptimo para la empresa intentar vender sus asientos en el último momento a cualquier precio positivo. Esto conduciría, según Marín (1999), a una situación de competencia destructiva en que ninguna empresa podría sobrevivir en el mercado en ausencia de regulación. Si bien esto pudo ser un problema en los primeros momentos de la historia de la aviación, el elevado número de rutas en que una misma empresa compite y las posibilidades de combinar distintos tipos de avión hacen que esta característica sea un problema fácilmente superado por las aerolíneas en entornos competitivos. Para ello se han puesto en práctica políticas como: organización centro-radio de la red de rutas, sistemas computerizados de reservas y programas de pasajeros frecuentes.

De acuerdo con AITAL, la industria aérea mundial se caracteriza por ser una industria altamente regulada donde los mercados domésticos pueden ser explotados solamente por empresas locales y no están abiertos a la competencia para las empresas extranjeras. Si bien existe la competencia interna en los mercados domésticos de todas las regiones, ésta está restringida para el resto de los competidores de las rutas internacionales, lo cual constituye una ventaja competitiva infranqueable a favor de aquellas empresas que pueden explotar mercados domésticos de mayor tamaño o más estables.

La aeronavegación comercial es, por tanto, un claro ejemplo de competencia imperfecta, al menos en lo que respecta a los mercados internacionales, donde la regulación claramente beneficia a aquellas empresas que disponen de los mercados

cautivos más grandes y rentables. Esta situación cobra especial importancia si se considera que los mercados domésticos e internacionales no crecen con igual dinamismo. Si consideramos el período 1994-2000, las tasas de crecimiento de los mercados internacionales duplican a las domésticas, destacándose que en 1994 el 69% del total de pasajeros transportados en el mundo lo hicieron en rutas domésticas, mientras que en el año 2000, éstos bajan al 64%.

Las economías de escala que se logran al operar en grandes mercados son muy significativas en esta industria, por lo que las grandes aerolíneas que no tienen grandes mercados domésticos, obviamente están en una situación de desventaja competitiva al operar las rutas internacionales en igualdad de condiciones con las grandes aerolíneas del mundo. Adicionalmente, se trata de una industria que opera con márgenes de rentabilidad sobre ventas muy bajos. En 1997, año que fue el mejor para la aeronavegación comercial, el margen de utilidad neta sobre ventas alcanzó el 3% (en tiempos de bonanza oscila entre el 1 y 3%, y en tiempos de crisis cayó hasta el -4%), siendo éste un margen altamente volátil y expuesto a una serie de riesgos.

Por otra parte, existen reglas poco flexibles a las formas de asociación, comisiones antimonopolios muy activas ante la aparición de alianzas, acceso discriminatorio a los permisos de tráfico, todos aspectos que restringen los negocios que pueden hacer las aerolíneas. Adicionalmente, el poder de los sindicatos es muy fuerte comparado con otras industrias debido a la gran posición negociadora de los pilotos, ya que una huelga de ellos tiene la facultad de detener la producción de toda la empresa. Todo esto constituye grandes barreras de entrada y por ende, las reglas de la competencia perfecta se alejan.

10. 4.1.- LEGISLACIÓN INTERNACIONAL.

El transporte aéreo internacional está regulado por distintos tratados internacionales suscritos por los Estados. Tres son los principales convenios:

- Convenio para la unificación de ciertas reglas relativas al transporte aéreo internacional firmado en Varsovia el 12 de octubre de 1929, modificado por el Protocolo de La Haya, de 28 de septiembre de 1955. Establece el Convenio de Varsovia el principio del límite de responsabilidad de las compañías transportistas basado en la responsabilidad

objetiva. El transportista se verá obligado a probar por su parte que él y su personal tomaron todas las medidas necesarias para evitar el daño o que les fue imposible tomarlas. Las indemnizaciones por negligencia se señalan en el Protocolo de Montreal de 28 de marzo de 1999, firmado por España el 14 de enero de 2000, que actualiza la Ley 48/1960, de 21 de julio, de Navegación Aérea, mediante el Real Decreto 37/2001, de 19 de enero.

- Convenio de Chicago firmado en 1944, establece el marco legal y técnico de la aviación comercial internacional. Los apéndices III y IV del Convenio definen las conocidas como “libertades del aire”, que tienen una importancia fundamental en las relaciones aéreas internacionales.

La primera libertad del aire es el privilegio conferido a las aeronaves de un Estado, de poder sobrevolar el territorio del Estado que confiere dicho derecho.

La segunda libertad es el derecho a aterrizar para fines no comerciales, es decir técnicos, como por ejemplo aprovisionamiento de combustible, reparaciones y otros.

La tercera libertad es el privilegio conferido por un Estado a otro para que las aeronaves de este último desembarquen en el Estado concedente pasajeros, carga y correo, embarcados en el territorio del Estado al cual pertenece la aeronave.

La cuarta libertad es el derecho a embarcar pasajeros, carga y correo en el Estado concedente del privilegio, destinados a Estados de nacionalidad de la aeronave, y

La quinta libertad implica el privilegio de embarcar pasajeros, carga y correo en el país concedente del derecho, con destino a cualquier otro Estado, distinto del que concede el privilegio, y el de desembarcar pasajeros, carga y correo en el Estado concedente del privilegio, proveniente de cualquier otro país.

Los tratados bilaterales basados en los acuerdos estándares recogidos en la Convención de Chicago son tratados a través de los cuales los Estados se conceden unos a los otros una o más de las denominadas libertades aéreas.

- Convenio referente a la unificación de ciertas reglas relativas a los daños causados por la aeronave a terceros en la superficie, firmado en Roma en 1952 y ratificado por España en 1957.

10. 4.2.- LEGISLACIÓN COMUNITARIA.

En 1987 la Comisión Europea se comprometió a regular el transporte aéreo comunitario. Tres fueron los paquetes de medidas regularizadoras con el objetivo de la liberalización del transporte aéreo, objetivo cumplido en 1997.

La apertura de las rutas aéreas de un país a la competencia de empresas tanto nacionales como extranjeras es el elemento final de cualquier proceso de liberalización. La posibilidad de que una compañía abastezca una ruta interior de otro país se denomina derecho de cabotaje, y nunca se había producido hasta la apertura de los mercados internos de los países de la Unión Europea llevada a cabo entre 1993 y 1997.

Los principios básicos de esta liberalización son: por un lado la libertad de establecimiento de las compañías aéreas, libertad de prestación de servicios y libertad tarifaria, por otro la regulación europea trata las restricciones a la participación en el capital de las compañías aéreas europeas. Las compañías aéreas comunitarias pueden establecerse y operar donde deseen, dentro del llamado Espacio Aéreo Europeo y fijar los precios del transporte libremente.

Dentro del marco normativo comunitario destacan el Reglamento (CE) 2027/1997, del Consejo, de 9 de octubre, sobre responsabilidad de las compañías aéreas en caso de accidente; el Reglamento (CE) 2407/93, del Consejo, de 23 de julio, sobre la concesión de licencias de explotación a las compañías aéreas, y el Reglamento 295/91, de 4 de febrero de 1991, por el que se establecen normas comunes relativas a un sistema de compensación de denegación de embarque en el transporte aéreo regular.

Así, el Reglamento 2.407/93, en su artículo cuatro establece como uno de los requisitos para la concesión de licencias de explotación que la empresa concesionaria deberá ser propietaria de los Estados miembros y / o de nacionales de los Estados miembros, y continuar siéndolo directamente o mediante la propiedad mayoritaria del

capital (Precepto que no parecen haber cumplido Air France y KLM, con la absorción de la primera a la segunda). En todo caso deberá estar efectivamente controlada por dichos Estados o sus nacionales. Igualmente, establece que las compañías aéreas tendrán que poder demostrar, en cualquier momento en que se lo solicite el Estado miembro responsable de la licencia de explotación, que cumplen los requisitos de nacionalidad de su capital social, exigiendo a los Estados miembros que no expidan o mantengan vigentes licencias de explotación cuando no se cumplan los requisitos del Reglamento.

10.4.3.- LEGISLACIÓN NACIONAL.

A nivel nacional podemos enumerar las siguientes normas:

- Ley 48/1960, de 21 julio sobre Navegación Aérea, que contiene disposiciones relativas a la soberanía del espacio aéreo, organización administrativa, composición del capital social de las compañías aéreas; documentación a bordo, registro de matrícula de aeronaves, ...

En virtud del artículo 74 de la precitada Ley, los concesionarios de servicios regulares de tráfico aéreo habrán de ser españoles, debiendo ser españoles, al menos las tres cuartas partes del capital de las compañías aéreas y de sus administradores. Aunque en virtud de la normativa de la Unión Europea la referencia a la nacionalidad española hecha en la Ley de Navegación Aérea debe entenderse a nacionalidad de cualquier Estado miembro.

- Ley 14/2000, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social.

Establece la citada Ley en su artículo 86 lo siguiente: “ Cuando adopten la forma jurídica de sociedad, el capital social de las compañías aéreas españolas titulares de una licencia de explotación concedida conforme al Reglamento CEE 2407/92, del consejo, de 23 de julio, estará representado por participaciones o acciones nominativas en las que debe constar expresamente la nacionalidad del accionista”.

También se establecen en este artículo restricciones a la libre transmisibilidad de las acciones en cumplimiento de lo establecido en el Reglamento (CE) 2407/92 del Consejo, de 23 de julio de 1992, a fin de mantener las licencias de explotación.

- Orden de 12 de marzo de 1998, por la que se establecen normas para la concesión y mantenimiento de licencias de explotación a compañías aéreas.

- Real Decreto 1161/1999, de 2 de julio, que completa nuestro ordenamiento en cuanto a los requisitos exigibles para el ejercicio de la actividad de asistencia en tierra, para dar cumplimiento a la Directiva 96/97/CE, del consejo, de 15 de octubre.

10. 5. - DESREGULACIÓN.

El argumento sobre la inestabilidad inherente del sector que se utilizaba para justificar la regulación, no se veía respaldado por la experiencia en los mercados liberalizados. Al no haber evidencia de economías de escala o cualquier otra barrera de entrada, se concluyó que no había razón por la que la competencia no produjera un resultado satisfactorio. Más aún, la recientemente formulada teoría de los mercados impugnables reforzaba los argumentos que sustentaban la desregulación. Según esta, la ausencia de barreras de entrada o salida aseguraría la consecución de un equilibrio eficiente en la industria, incluso en rutas donde no existiera competencia directa. La competencia potencial, es decir, la mera posibilidad de que un competidor pudiera entrar en el mercado, llevaría a que incluso un operador monopolista ofertara su producto de manera eficiente (Jorge y Betancor, 1999).

La política de desregulación consiste, según Costas y Bel (1997), en la eliminación o la disminución de las intervenciones gubernamentales que restringen el funcionamiento de los mercados, y ha tenido mucho menos peso que la privatización en los países europeos. Sin embargo, la desregulación, aun cuando ha tenido poca intensidad, ha puesto un mayor énfasis que la privatización en el impulso de la competencia y, a través de ésta, en el estímulo de la eficiencia de la economía.

La política de defensa de la competencia es el complemento imprescindible de la desregulación; ambas son precisas para que la política de liberalización pueda ofrecer beneficios a los consumidores.

Así según el informe anual de AITAL del año 2001:

- Las líneas aéreas latinoamericanas compiten en un 40,4% con las norteamericanas, en un 11,7% con los europeos y en un 47,6% entre sí, ya sea en mercados domésticos o regionales.
- Las líneas aéreas norteamericanas compiten en un 81,2% entre sí, en un 8,9% con los europeos, y en un 5,7% con los latinoamericanos.
- El conjunto de las líneas europeas compiten en un 70,9% entre sí, en un 12,8% con los norteamericanos y en un 2,4% con las líneas aéreas latinoamericanas.

De lo anterior se desprende la mayor competencia a la que están sometidas las líneas aéreas latinoamericanas y europeas respecto a las norteamericanas debido, sin duda, a los acuerdos bilaterales firmados entre EEUU y distintos países en ambos continentes.

Tras los efectos negativos de la gran crisis de los años treinta, en 1938 se creó en EEUU el Civil Aeronautics Board (CAB) que se encargaba de distribuir las rutas entre las compañías y de fijar los precios. Entre otras medidas se prohibió la creación de nuevas compañías a nivel nacional, se investigaron todas las fusiones, se restringió el número de competidores en cada ruta y se prohibió la salida de una ruta a menos que se tuviera la explícita aprobación del CAB.

A partir de los años setenta empiezan las críticas y presiones sobre el sistema anterior y en octubre de 1978 se aprueba la Airline Deregulation Act, que tras un período transitorio de cuatro años, elimina todas las restricciones sobre los precios y la entrada y salida de empresas. Esta aprobación provocó un cambio radical en la estructura del sector de líneas aéreas.

Como resultado, durante el período 1983-1988 el número de empresas se redujo de 78 a 30 (en el 1978 había 37), y las doce mayores empresas pasaron a controlar el 97,3% de la demanda (frente al 96,5% en 1978), aunque si bien el conjunto de empresas

funcionando en EEUU es menor que 1978, el número medio de empresas por ruta es mayor.

Morrison et al. (1995), estudian la evolución de las tarifas desde la desregulación y concluyen que las tarifas estaban en 1993 sobre 2/3 las de 1970. Además, indican que las tarifas de corta distancia han subido un 30%, sin embargo las de larga distancia han bajado un 40%. También obtienen aumentos en la calidad de servicio, crecimiento de la inversión y aumento de la seguridad, en tanto que la rentabilidad de las aerolíneas han sido cambiantes entre 1970 y 1993. Destacan también que las comisiones cobradas por las agencias pasaron de un 4 o 5 por ciento en 1978, al 12 por ciento en 1993.

Como conclusión Morrison et al. indican que la desregulación de la industria aeronáutica ha continuado evolucionando en EEUU, al parecer, hacia un sistema en el que un puñado de grandes aerolíneas cubrirán el servicio de las rutas domésticas e internacionales, con varias aerolíneas pequeñas especializadas en nichos particulares de mercado.

A partir de 1977, EEUU adoptó una política internacional ligada a la desregulación de su mercado interior y diseñada para promover la competencia en el sector. Esta nueva política se materializó en un conjunto de acuerdos bilaterales con otros países, que principalmente afectaron a las grandes rutas del Atlántico Norte. Estos acuerdos incentivaron mejoras en la eficiencia de las compañías de los países europeos involucrados pero la división de Europa facilitó la penetración en el mercado europeo de empresas norteamericanas, que gozando de derechos de quinta libertad, pudieron establecer y desarrollar sus redes internacionales intra-europeas. Por el contrario, las compañías europeas sólo obtuvieron acceso a un pequeño número de aeropuertos norteamericanos, entre los que no podían ejercer los derechos de quinta libertad por tratarse de rutas interiores.

En Europa, la desregulación se implementó a tres niveles. Primero, la desregulación unilateral del mercado doméstico. Este fue el caso de Reino Unido, que liberalizó su mercado nacional prácticamente al mismo tiempo que los EEUU. Segundo, la desregulación bilateral, la cual tuvo lugar a mediados de los años ochenta. Aunque, a medida que transcurriría dicha década, ciertos acuerdos bilaterales entre países miembros

de la UE se relajaron, sólo se puede hablar de liberalización en un reducido número de casos. Tercero, la desregulación multilateral, liderada por la Comisión Europea (Jorge y Betancor, 1999).

Del estudio realizado por Marín (1995), se desprende que, en primer lugar, las reformas introducidas en Europa no han alterado la estructura de mercado, a pesar de que la evidencia norteamericana demuestra que una desregulación total puede provocar importantes cambios. En segundo lugar, los cambios observados en la estructura de algunas rutas concretas parecen verse limitados por el difícil acceso a las instalaciones aeroportuarias. En parte, esto es debido a la decisión del Consejo Europeo de evitar procesos desreguladores demasiado traumáticos y de asegurar la viabilidad de las grandes empresas. Pero se debe también al control que estas grandes compañías tienen sobre los principales aeropuertos europeos. El resultado es que las reformas introducidas ven sus efectos bastante limitados.

Aunque la liberalización en Reino Unido ha sido posterior a la EEUU, en la Unión Europea se ha demorado aún más. Así UK ha desregulado en los ochenta, en tanto que la UE lo ha hecho en los noventa.

En UK puede establecerse otra diferencia respecto al resto de miembros de la Unión, en el sentido de que las aerolíneas son totalmente privadas pues British Airways fue privatizada en 1987, un suceso decisivo en la industria británica en los últimos 20 años, no solo por el traslado de propiedad sino por las políticas desreguladoras y liberalizadoras.

En el caso de UK dado que la privatización de British Airways no fue acompañada de la creación de ningún organismo regulador y dada la reducción del control en el Ministerio de Transportes a consecuencia de la privatización, podemos decir que esta fue en si mismo una desregulación.

Para Coloma et. al (1992), al caso de la aeronavegación comercial se le puede aplicar la concepción de mercado “desafiable”¹ ya que la barreras de entrada que en él

¹ Un mercado es desafiante cuando en él no existen barreras de entrada y salida de nuevas firmas, y si dichas firmas son susceptibles de enfrentar las mismas funciones de demanda y utilizar la misma tecnología productiva que las empresas que se hallan actualmente operando en el mercado en cuestión

existen están fijadas fundamentalmente por una autoridad regulatoria y no por condicionamientos de tipo tecnológico y productivo. En efecto, si bien el transporte aéreo es una actividad en el cual el peso de los costes fijos es significativamente alto, el hecho de que buena parte del capital utilizado en la actividad esté constituido por aviones que resultan susceptibles de ser utilizados en una gran variedad de rutas con un coste muy bajo de reasignación hace que el nivel de costes hundidos sea muy reducido. Uno de los principales argumentos económicos que existen a favor de la desregulación aérea es, pues, el hecho de que las empresas tenderán de por sí a operar en condiciones de eficiencia productiva y asignativa, ya que el no hacerlo implicará fomentar la aparición de otras firmas que se verán potencialmente tentadas a ingresar al mercado, desplazando de él a las actuales compañías menos eficientes.

Una consecuencia de la desregulación ha sido la aparición de líneas aéreas de bajo coste, así ha ocurrido en Europa a partir de 1997 pues la Unión Europea ha permitido abrir rutas a estas compañías por todo el continente, destacando especialmente Ryanair y Easyjet, aumentando la presión competitiva sobre todos los operadores tradicionales y líneas charters. En este sentido, el mercado europeo se ha caracterizado por la expansión de las líneas aéreas de este tipo existentes (Ryanair, Easyjet, Go), nuevas llegadas (Basig Air, Bmibaby), compras (Go por Easyjet) y quiebras con salidas del mercado (AB Airlines, Debonair).

Tras la desregulación han aumentado el número de competidores, iniciándose constantes guerras de precios que han terminado en una perenne situación de aerolíneas en dificultades. Incluso los años posteriores a la desregulación, con la regulación de precios, han sido descritos por algunos autores como una continua situación de quiebras y dificultades financieras en aerolíneas importantes. Los estudios sobre guerra de precios estiman que esta se produce cuando hay una diferencia de tarifas del 20% (Fournier y Zuehlke, 2003).

10.6.- PRIVATIZACIÓN DE AEROPUERTOS Y SERVICIOS DE NAVEGACIÓN AÉREA.

Betancor y Trujillo (2000) afirman que la aplicación del concepto de privatización a los aeropuertos puede resultar algo confusa. Si entendemos que con la misma se inicia la

participación del sector privado después de un pasado de administración pública, tendremos que la gama de posibilidades para la entrada de la propiedad privada en los aeropuertos es realmente amplia; al menos, tan amplia como el conjunto de actividades que se desarrollan en el interior de los aeropuertos. Si además distinguimos entre propiedad y gestión de los activos, el campo de actuación resulta aún mayor.

Betancor y Trujillo realizan la siguiente clasificación de actividades aeroportuarias:

SERVICIOS AERONÁUTICOS	SERVICIOS AERONÁUTICOS	NO
OPERACIONALES	HANDLING	COMERCIALES
1.- Control del tráfico aéreo	1.- Limpieza de la aeronave	1.- Tiendas libres de impuestos
2.- Servicios meteorológicos	2.- Provisión de energía y combustible	2.- Otras tiendas al por menor
3.- Telecomunicaciones	3.- Carga y descarga de equipaje y mercancías	3.- Bares y restaurantes
4.- Policía y seguridad	4.- Manejo de equipaje, mercancías y pasajeros	4.- Servicios de ocio
5.- Servicios de bomberos, ambulancia y primeros auxilios		5.- Hoteles
6.- Mantenimiento de pistas y calles de rodadura		6.- Bancos
		7.- Alquiler y aparcamiento de automóviles
		8.- Centros de conferencias

Según Kesharwani (1999), la privatización de los servicios aeroportuarios y de navegación aérea, especialmente los primeros, comenzó como una parte de la globalización de las economías en el mundo y como un movimiento general hacia la privatización de industrias y servicios con orientación comercial que hasta entonces administraban los Estados.

Respecto a la participación privada en la propiedad y gestión de los aeropuertos, la OACI¹ opina que la privatización puede ofrecer importantes beneficios en ciertos casos.

¹ Para OACI la privatización en la provisión de servicios de navegación aérea no se ha considerado seriamente en la mayoría de los Estados. Se considera que estos servicios están más relacionados con la seguridad de las operaciones aeronáuticas y que tienen repercusiones en la defensa nacional y en las relaciones externas y que, por lo tanto, su privatización es menos conveniente. Los servicios de navegación aérea también se perciben como que están estrechamente relacionados con la soberanía del Estado, dado que éste decide si las aeronaves y transportistas aéreos de los Estados extranjeros entran o no al espacio aéreo nacional.

Por consiguiente, la privatización de los servicios de navegación aérea debe ser enfocada con más cautela, dado que la seguridad operacional y otros aspectos importantes tienen mayor importancia.

Sin embargo, la privatización exige una cuidadosa consideración de varios factores. Entre ellos, es fundamental el hecho de que un aeropuerto es esencialmente un monopolio en el que los usuarios – explotadores de aeronaves, pasajeros y expedidores – son muy dependientes. Por consiguiente, deben implantarse varias salvaguardas antes de proceder con la privatización.

Entre los factores que impulsan la privatización, Kesharwani (1999), enumera:

- Consideraciones financieras, pues debido al continuo aumento del tráfico aéreo, se necesitan grandes inversiones que los Estados no pueden encontrar para crear capacidad adicional. Podría transferirse la carga de financiar los programas de construcción de aeropuertos al sector privado cuando los volúmenes de tráfico son relativamente elevados.
- Actualmente, los Gobiernos tienden a apartarse de las actividades de servicios públicos que no son básicos, y los aeropuertos se consideran como un sector que no es básico.
- La comunidad de negocios y las finanzas se da cuenta en general de que con una situación de monopolio, un crecimiento continuo del tráfico y una buena corriente de fondos, un aeropuerto puede ser una buena propuesta de inversión y, por lo tanto, está emergiendo gradualmente una industria mundial de gestión de aeropuertos.

Para Betancor y Rendeiro (1999), durante la última década IATA ha venido denunciando en sus informes anuales la insuficiencia de capacidad, que para el 2000, ya se esperaba que tendrían varios aeropuertos europeos. Se considera que el nivel de las inversiones en dicha infraestructura viene siendo insuficiente para atender la demanda y para acomodar el crecimiento esperado del mercado de transporte aéreo.

En este sentido en 1991, se crea en España AENA. Este organismo tiene encomendadas las funciones de ordenación, dirección, coordinación, explotación, conservación y administración de los aeropuertos de carácter civil, de las zonas civiles de las bases aéreas abiertas al tráfico civil, de las instalaciones y redes de sistemas de telecomunicación aeronáutica y de las ayudas a la navegación y control de la circulación aérea.

La estrategia perseguida supone un incremento de la participación privada, mediante la constitución de empresas de capital mixto, no sólo en las áreas comerciales sino también en aquellos campos donde se pueda mejorar la eficiencia de los recursos utilizados.

En Europa, según Betancor y Rendeiro, la actitud de los Gobiernos hacia enfoques orientados comercialmente y hacia una mayor liberalización es consecuencia de la necesidad de una mayor autosuficiencia financiera de los aeropuertos, con el objetivo de liberarlos de la pesada carga que supone el mantenimiento de esta clase de infraestructura. La actividad comercial es una de las áreas de la gestión aeroportuaria donde se han producido los mayores cambios en los últimos años. Los aeropuertos han dejado de ser meros oferentes de servicio público para pasar a ser considerados verdaderos centros de negocio generadores de actividad económica.

Siguiendo las pautas propugnadas por la Unión Europea, AENA inició un proceso de liberalización¹ de las actividades de handling, propiciando la evolución de una situación de monopolio hacia otra competitiva. Hasta 1992, Iberia explotaba el poder de monopolio que le otorgaba ser el único operador de handling en la red de aeropuertos españoles.

La mayor dificultad que ha tenido que afrontar AENA en este proceso de liberalización ha sido el conflicto planteado por los trabajadores de la línea aérea ya que ello supuso una importante reducción de plantilla de trabajadores que Iberia tenía destinados para proveer los servicios de handling en los aeropuertos españoles.

10.6.1.- EFECTOS SOBRE LAS LÍNEAS AÉREAS.

Cabe señalar que los aeropuertos y servicios de navegación aérea son una industria de servicios, cuyo principal objetivo es proporcionar servicios seguros, eficientes y económicos a las líneas aéreas, los pasajeros y otros usuarios.

¹ El proceso liberalizador se ha completado con el Real Decreto 1161/1999, de 2 de julio, que desarrolla y completa la incorporación al ordenamiento español de la Directiva 96/97/CE, y liberaliza la prestación de los servicios de handling a terceros y de autohandling. AENA establece un precio máximo para los servicios de handling, de manera que la competencia se basa en los descuentos que los operadores ofrecen a sus diferentes clientes.

Si la propiedad y la gestión del aeropuerto debe corresponder al sector privado, en el que el objetivo principal es maximizar la rentabilidad de la inversión, son indispensables algunas salvaguardas y es necesario reglamentar adecuadamente la industria para proteger los intereses de los diversos interesados.

Las líneas aéreas operan en el aire, pero usan los aeropuertos para el aterrizaje y despegue, que se consideran fases críticas del vuelo. Por lo tanto, los aeropuertos tienen una función importante en la seguridad de las líneas aéreas y de las operaciones. Por la naturaleza de las operaciones y de los usuarios, la seguridad de la aviación tiene gran prioridad y una parte considerable de los gastos de la infraestructura aeroportuaria tiene relación con ella.

En cuanto a las medidas de control y monitorización que los Estados deberán aplicar en un entorno de privatización de aeropuertos:

- La OACI requiere que los Estados tomen las medidas necesarias para garantizar la cooperación de las administraciones de aeropuertos, aerolíneas y proveedores de servicios aeroportuarios, en la inteligencia de que se proporcionen servicios e instalaciones satisfactorios para el rápido manejo y despacho de pasajeros, tripulación, equipaje, carga y correo, en sus aeropuertos internacionales. Tales instalaciones y servicios serán flexibles para ajustarse a los cambios en las características del tráfico y podrán ampliarse para cubrir el crecimiento del volumen de tráfico.
- La OACI recomienda que las aerolíneas tengan la opción de proporcionar sus propios servicios en tierra o contratar dichos servicios al operador del aeropuerto, otra aerolínea u otra organización autorizada por la autoridad aeroportuaria para proporcionar tales servicios.

Para Fonseca (1999), los objetivos de la OACI, establecidos por el Convenio sobre Aviación Civil Internacional (Chicago, 7 de diciembre de 1944) son:

- Desarrollar los principios y técnicas de navegación aérea internacional, y
- Fomentar la organización y desenvolvimiento del transporte aéreo para:
 - a) lograr el desarrollo seguro y ordenado de la aviación civil internacional
 - b) contar con servicios de transporte aéreo seguros, regulares, eficientes y

económicos.

c) fomentar el desarrollo de la infraestructura, facilidades y servicios para la aviación civil internacional.

Para el logro de estos objetivos:

- La OACI emite y revisa periódicamente normas y métodos recomendados así como recomendaciones de carácter no obligatorio aplicables a todas las áreas de la aviación civil internacional.
- Los Estados miembros adoptan estas disposiciones, incluyéndolas en sus leyes, normas y procedimientos nacionales.

De acuerdo con Escobar (1999), las líneas aéreas miembros de IATA pagaron en 1998 por derechos de aterrizaje el 10% de sus costes operativos, lo que pone de relieve que el sector de transporte aéreo es el único dentro de la industria del transporte que paga el total, si no más, de la infraestructura que utiliza.

Para The Boston Consulting Group, los costes relativos al aeropuerto alcanzan al 24,2%, de los cuales el 7,1% son tasas aeronáuticas y el 17,1% servicios de handling y operaciones en tierra.

Las compañías aéreas se ven obligadas a adaptarse a las modificaciones de precios que determinan en cada momento los organismos aeroportuarios¹ o la administración competente que son prácticamente de imposible negociación.

10.7.- ALGUNOS CASOS DE PRIVATIZACIONES EN EL SECTOR AÉREO.

10.7.1.- PRIVATIZACIÓN DE BRITISH AIRWAYS.

¹ Los cargos a los usuarios, que son un coste que está bajo el control directo de las líneas aéreas, han generado una gran preocupación entre los miembros de IATA, que ha lanzado una campaña a nivel mundial para que las autoridades aeroportuarias hagan un esfuerzo para controlar sus costes, mejorar su productividad y ofrecer un servicio acorde al valor que le están cobrando a sus clientes, que son las líneas aéreas.

British Airways se creó en 1972 como resultado de la unión de las dos mayores líneas aéreas de Reino Unido, British Overseas Airways Corporation (BOAC) y British European Airways (BEA), las dos públicas. Ambas aerolíneas eran poco rentables, tenían baja productividad laboral, y estructura poco eficaz, problemas que intentaban superarse con la fusión.

En 1981, cuando fue nombrado presidente de la compañía Lord King, se propusieron medidas para la posterior privatización:

- Reducción sustancial de personal a través de la jubilación anticipada, la recolocación y las jubilaciones voluntarias.
- Modernización de la flota de la empresa, adquiriendo nuevos y mayores aviones, y desecho de la vieja flota.
- Mejoras del sistema de control y terminales de servicio.

Como destaca Yarrow (1999), aunque el rendimiento de la compañía mejoró, la privatización se demoró hasta 1987 cuando el Gobierno vendió íntegramente la propiedad de la aerolínea por 900 millones de libras, que al final del primer día de cotización había subido el valor a 1.215 millones de libras con una revalorización del 35%.

El precio de la oferta pública inicial fue de 65 libras, alcanzando el primer día de cotización las 109 libras, un 68% de rentabilidad. Del 1.100.000 de ciudadanos que compraron acciones, las mantuvieron 420.000 personas.

En cuanto a las políticas británicas, los pasos hacia una mayor competencia, previos a la privatización, vinieron con el Decreto de Aviación Civil de 1980, que introdujo una mayor competencia en el mercado británico de aerolíneas a través de una serie de medidas, tales como aumentar la libertad de entrada de nuevos competidores o la desregulación de tarifas en las rutas domésticas.

Para Onur (2000), las razones para la privatización de British Airways fueron tres:

- En primer lugar, como empresa pública, estaba abierta a los políticos que empleaban a sus partidarios, con lo que uno de los problemas de la empresa era el sobreempleo con productividad laboral baja y excesivos costes de mano de obra.

- En segundo lugar, las pérdidas aumentaban de año en año, destino de toda empresa pública, pues no tiene por objetivo la maximización del beneficio.
- En tercer lugar, la política de privatizaciones del Gobierno Thatcher pretendía reducir el poder sindical y vendiendo empresas públicas se conseguía este objetivo y además si minaba la influencia futura del partido laborista.

En los años setenta British Airways se enfrentó a su mayor crisis financiera y con el cambio de dirección en 1981, se produjo la recuperación en el período pre privatización.

Antes de su privatización, el número de empleados de la compañía era similar al otras empresas públicas del acero o el carbón, pero la respuesta a la mala situación financiera fue la reducción de la fuerza de trabajo; así, entre 1980 y 1984 el número de empleados pasó de 56.000 a 36.000. No obstante, tras el período pre privatizador, el resultado de la compañía empezó a crecer rápida y firmemente, recuperándose para 1991 los niveles de empleo de principios de los ochenta, por encima de los 54.000.

El movimiento de empleados antes y después de la privatización ha quedado reflejado, según Yarrow, en los registros de productividad laboral. El crecimiento de la productividad cayó entre 1985 y 1991 a consecuencia del programa de reestructuración y entre 1991 y 1994 se ha acelerado a consecuencia de la mayor competencia. En definitiva, las mejoras de rendimiento de British Airways, se pueden atribuir a tres factores:

- La reestructuración de la empresa en los ochenta en respuesta a la mala situación financiera y a la preparación para la privatización.
- Las economías de escala en operaciones, y
- Las presiones competitivas unidas a la desregulación, liberalización y cambios en las condiciones de los mercados internacionales.

Respecto a los beneficios, Yarrow afirma que en la post privatización mejoran los resultados, pero en este período el mercado aeronáutico internacional pasaba por mejores condiciones. Mas significativo es el hecho de que British Airways mantuviera la rentabilidad positiva a principios de los noventa, cuando la mayoría de las aerolíneas tuvieron pérdidas importantes. Índices confirmados en el estudio realizado por Onur (2000).

Concluye Yarrow que el resultado de British Airways durante el período de desregulación / liberalización ha sido muy bueno. Las tarifas han bajado, los costes unitarios han descendido, la aerolínea se ha expandido considerablemente, la inversión ha aumentado y la rentabilidad se ha mantenido en condiciones de competencia difíciles.

Eckel et al. (1997) examinan el efecto de la privatización de British Airways sobre el precio de las acciones de sus competidores más directos, las líneas aéreas americanas. Detectan que los precios de las acciones de los competidores se ven influidos por el anuncio de privatización; es más, el impacto del anuncio es proporcional a la rivalidad con British. Esto indica que sus competidores esperan sufrir por la aparición de más eficiencia y agresividad por parte de las aerolíneas tras su privatización.

También se detectan cambios importantes en la estructura de compensación salarial de la alta dirección; de hecho, el sueldo del presidente de la compañía se multiplicó por siete al anterior a la privatización, pasando de 52.740 libras en marzo de 1987, año de la privatización, a 385.791 libras a finales de 1989. Adicionalmente, British Airways aumentó su productividad y eficiencia en los tres años siguientes a la privatización.

Respecto a las tarifas, Eckel et al., examinan si las tarifas aéreas se ven afectadas por la privatización y, usando una muestra de 12 rutas trasatlánticas en que British Airways proporcionó servicio entre el segundo semestre de 1986 (antes de la privatización) y el segundo cuatrimestre de 1987 (después de la privatización) encuentran una disminución del 14,3% en las tarifas. Sin duda, debido a su mayor eficiencia, por lo que la privatización beneficia al consumidor pues produce rebaja de tarifas.

Como extensión a estos resultados, Eckel et al., examinan las reacciones del mercado a la privatización de Air Canada, encontrando que las tarifas aéreas no cambiaron significativamente en torno a la primera venta (pues fue privatizada en dos fases, primero el 43% y en una segunda fase el resto hasta el 100%). Sin embargo, con la segunda fase de privatización, hubo una disminución significativa de tarifas del 13,7%.

10.7.2.- PRIVATRIZACIÓN DE AEROLÍNEAS ARGENTINAS.

El primer antecedente de Aerolíneas Argentinas se remonta a 1929, cuando se crea Aeroposta, correo aéreo que une varios puntos del país. En los años cincuenta, ya creada Aerolíneas Argentinas, se incorporan los primeros aviones DC y Boeing, realizando vuelos regulares y nocturnos a los países vecinos y a Europa y EEUU, también empieza a operar con jet en el Atlántico Sur.

Tomando como base las cifras de IATA para el período 1987-1989, los aviones de Aerolíneas Argentinas realizaban aproximadamente unos 63.000 viajes anuales en los que recorrían 60 millones de kilómetros y transportaban entre 3,5 y 4 millones de pasajeros.

En 1989 Aerolíneas Argentinas era una empresa del Estado, rentable, prestigiosa, con altísimos niveles de servicio y seguridad y un patrimonio compuesto por: 1) flota de aviones valorada en 500 millones \$ (27 boeing y 4 floker), 2) derechos de rutas en toda América, Europa y la vía Transpolar y 3) bienes inmuebles valorados en 150 millones \$. Además generaba unos beneficios operativos de 27 millones de \$ anuales.

En contraposición, en 2001 la aerolínea presenta la suspensión de pagos, con una deuda de 930 millones de \$ y pérdidas mensuales de 30 millones \$, reduciéndose su respaldo patrimonial a un avión propio.

La llamada primera privatización se produjo en 1989, cuando el Gobierno de Carlos Menem la sacó a licitación. Solo se interesó el consorcio español Iberia-Cielos.

Como destaca Thwaites (2001), aun conservando el carácter de “aerolínea de bandera” que le otorga el derecho a explotar determinadas rutas en forma preferente, la competencia siempre ha sido un dato fuerte de esta industria y ha condicionado el desarrollo de las empresas aéreas en todo el mundo. No es lo mismo, entonces, adjudicarse la explotación de un servicio con clientes que no tienen la opción material de cambiar de proveedor, que aquellos que operan en competencia y contra firmas poderosas. Por una combinación de estas razones, el grupo encabezado por IBERIA, apareció como solitario interesado en aceptar las reglas de juego planteadas por el Gobierno. Perseguía la estrategia a medio plazo de crear una mega aerolínea iberoamericana que la capacitara para competir

con las gigantes europeas y norteamericanas, de cara al inminente aumento en la desregulación del mercado aéreo mundial. Para eso los españoles salieron de compras por América Latina y se quedaron con Aerolíneas Argentinas, la venezolana Viasa, la chilena Ladeco y estuvieron a un paso de comprar las empresas dominicana y boliviana.

El primer balance tras la venta realizado en 1992 aflora un fuerte endeudamiento de Aerolíneas Argentinas hasta el punto de hacer la explotación absolutamente deficitaria e inviable, comprometiéndose el Estado a asumir un aumento del capital para que la empresa escapara de la quiebra técnica, adquiriendo el 43% de las acciones.

De acuerdo con Coloma et al.(1992), puede señalarse que a grandes rasgos Aerolíneas Argentinas era una empresa con resultado operativo positivo pero soportaba pérdidas en rubros no operativos que solían más que compensar aquellas cifras. Dentro de los ingresos operativos, la inmensa mayoría (92%) estaba representada por servicios aéreos – de los cuales un 82% eran por transporte de pasajeros y un 10% por transporte de mercaderías y correspondencia – en tanto que el 8% restante se originaba en actividades incidentales (turismo, etc.).

De nuevo, en 1994 la situación se torna delicada requiriendo una nueva ampliación de 500 millones \$, quedándose Iberia con el 85% de las acciones, el Estado con el 5% y la acción de oro y el personal de la empresa con el 10%. Tras este proceso, Iberia vendió edificios, sucursales nacionales y extranjeras y simuladores de vuelo, además de 28 aviones propiedad de Aerolíneas Argentinas.

En 1994, IBERIA y sus socios, obtuvieron de la Argentina, según Thwaites, una concesión clave otorgada por Domingo Caballo: la renuncia del Estado a su “acción de oro”, que le permitía fiscalizar las decisiones estratégicas tomadas por la empresa, y el permiso para vender activos de Aerolíneas Argentinas. A partir de aquí se liquidaron oficinas comerciales en el exterior e interior, los simuladores de vuelo donde se entrenaban los pilotos de toda América Latina y la flota completa de sus 28 aeronaves. Además se desmantelaron talleres para trasladar tareas a la propia IBERIA o a terceras empresas de capital español, incrementando los costes de Aerolíneas Argentinas.

En octubre de 1998 se cierra la venta del 10% de Aerolíneas a American Airlines, que se hace cargo de la gestión de la empresa hasta enero de 2000. En este momento, según el informe de SEPI, debido a los malos resultados de la gestión encomendada a American Airlines y a que SEPI debía seguir aportando fondos sin tener el control, ésta se hace cargo de la gestión de Aerolíneas Argentinas y Austral.

La segunda privatización llegó en agosto del 2000, cuando la empresa estaba de nuevo en bancarrota. El 91,9% del capital estaba en manos de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales Española, por lo que en realidad, según Quintans (2000), más que una privatización fue una venta de Estado a Estado. En junio del 2001 Aerolíneas anuncia la suspensión de pagos, ascendiendo la deuda a 1.000 millones de \$, y unas pérdidas corrientes superiores a 350 millones de \$.

En este mismo año, Air Comet-Marsans compra la empresa. En el 2002 y 2003 la compañía obtiene beneficios, sin duda por el aumento de ingresos.

En realidad, como destaca Cesaretti (2001), la operación de compra de Aerolíneas Argentinas fue una operación de apalancamiento financiero, según el cual, resulta deudora la misma empresa objeto de adquisición en lugar de los adquirentes de la misma.

Para el socio español, SEPI, se ha demostrado siempre su total lealtad y esfuerzo, tanto de gestión como de aportación de recursos. Para corroborar esta afirmación basta recordar los siguientes elementos:

- Incremento progresivo de su participación: pasando del 20 % en 1990 al 93% en 2001.

Al respecto, es necesario destacar dos hechos muy significativos:

- Ha destinado ingentes cantidades de dinero a mantener la empresa: entre noviembre de 1990 y marzo de 1996, se destinaron 1200 millones de dólares, y desde entonces hasta octubre de 2001 se han aportado otros 617,5 millones de \$.
- Ha dotado a Aerolíneas Argentinas de una amplia flota y se han atendido más rutas.
- Los sucesivos socios españoles (Iberia, Tenco y SEPI) han potenciado la gestión empresarial, desde su privatización, en múltiples aspectos. Han logrado, entre otros, los objetivos de: modernizar todos sus sistemas informáticos; instalar el servicio de

reservas gratuitas denominado “0800-22VOLAR”; introducir la clase “Bussiness” en cabotaje; modernizar su imagen corporativa al ser la primera línea aérea de Latinoamérica con un sistema de reservas on-line; ampliar y mejorar el programa de fidelidad “AA Plus”; desarrollar Ezeiza como un centro distribuidor de tráfico o “Hub” para conectar vuelos regionales con los de larga distancia; inaugurar un centro de atención telefónica 24 horas, de última generación; y antes de iniciar el proceso de venta, el grupo SEPI intentó refloatar la empresa mediante un plan director. SEPI no pudo aplicarlo entonces por el incomprensible rechazo de varios de sus gremios.

Por otra parte, Air Comet, se compromete a aplicar un amplio plan de negocio a tres años que permitirá al grupo Aerolíneas Argentinas renovar su flota, ampliar sus rutas y frecuencias, potenciar su actividad comercial y reducir sus gastos. La empresa espera conseguir el equilibrio en su primer ejercicio de gestión y alcanzar beneficios de explotación a partir del segundo año.

Asimismo, SEPI aportó un informe elaborado por su Dirección de Asuntos Jurídicos que valora las ofertas desde un punto de vista estrictamente jurídico y contractual (en el que se analizan los apartados: compromisos del comprador, aportaciones financieras del vendedor, responsabilidad del vendedor, requisitos para el perfeccionamiento del contrato y Ley aplicable y solución de controversias). La conclusión es que, desde este punto de vista, la mejor oferta es la de Air Comet.

El Consejo Consultivo de Privatizaciones de España, en el informe de actividades de 2001, concluye que teniendo en cuenta las especiales circunstancias en que se desarrolla esta operación, estima que, en el proceso de privatización de la participación de SEPI (99,2% de Interinvest, S.A. accionista mayoritario de Aerolíneas Argentinas, S.A., con un 92,1% y en Austral, S.A., con un 90%) en Interinvest y en su propuesta concreta de venta, se han cumplido adecuadamente los principios de publicidad, transparencia y concurrencia.

El método de valoración utilizado por SEPI en la operación fue el de valor liquidativo ajustado justificado por la dificultad de aplicar el método de descuento de flujos caja cuando a la vista de la situación de la empresa no se preveían flujos de caja positivos.

El informe de auditoria, realizado por la Auditoría General de la Nación, con el objeto de evaluar si el Estado Nacional ha ejercido el control y la verificación en relación a la venta y transferencia de acciones de la empresa Aerolíneas Argentinas por parte de la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales al grupo encabezado por Viajes Marsans, S.A., a fecha 31-12-2000 concluye por mayoría de los miembros que los desequilibrios económicos de la concursada se deben fundamentalmente a:

- la insuficiencia del capital aportado, que genera la otra cara de la moneda, es decir, el endeudamiento crónico.
- el incumplimiento de las metas de inversión comprometidas.
- la ineficiencia de los administradores societarios y
- la negligencia de los órganos de control estatales.

10.7.3.- PRIVATIZACIÓN DE JAPAN AIRLINES.

En Japón había en los ochenta 8 aerolíneas en funcionamiento, de las que sólo tres se dedicaban al transporte de pasajeros: Japan Airlines (JAL) , All Nipon Airways (ANA) y Japan Air System, que atienden al 91% del transporte doméstico e internacional. ANA cubre el 45% del transporte interior y JAL el 76% del internacional.

Las aerolíneas japonesas experimentaron un desarrollo y auge muy importante en la mitad de los ochenta, creciendo en esos años el 9,3 % y 8% en transportes domésticos e internacionales, respectivamente. Pero en los primeros noventa se produjo un cambio de tendencia, sobre todo JAL, dependiente en un 50% del mercado internacional, por lo que los beneficios se convirtieron en grandes pérdidas.

Hasta entonces el mercado japonés se había desarrollado a base de una estricta regulación. La Ley Aeronáutica Civil requiere licencias gubernamentales para operar en el mercado. También se necesita autorización para fijación de tarifas y comunicación de sus planes anuales. Las rutas internacionales requieren el concurso de otros países para cumplir los convenios bilaterales.

Pero a requerimiento de EEUU en relación con el mercado internacional, cambió su política internacional y también la doméstica, pasando a promover la competencia hacia la

mitad de los ochenta. En particular, la estructura de esta nueva política aeronáutica se perfiló como sigue:

- Las rutas internacionales serían atendidas por múltiples operadores.
- La competencia en las rutas domésticas se promoverá con la entrada de un par de operadores.
- JAL sería privatizada en el 100%, de hecho así ocurrió en noviembre de 1987.

El estudio realizado por Yamauchi y Murakami (1995), para analizar el efecto de la entrada de nuevas aerolíneas en competencia considera que el rasgo distintivo de la política nipona es que la competencia es controlada a través de un proceso administrativo, aunque ciertamente existe baja capacidad en los aeropuertos que obstaculiza la entrada libre en el mercado. Respecto a las tarifas concluye que los usuarios japoneses si se han beneficiado, pero la competencia ha de seguir aumentando, aunque debido a las limitaciones de los aeropuertos japoneses no han podido aumentarse las frecuencias de vuelo y la capacidad de los mismos. Finalmente, destaca que la relajación de las condiciones de entrada ha beneficiado la entrada de nuevos competidores que mejoran los vuelos de larga distancia y su estructura de costes.

CAPÍTULO ONCE. ANÁLISIS DE SITUACIÓN DEL SECTOR DE LÍNEAS AÉREAS.

11. 1.- EFECTOS DE LOS ATENTADOS DEL 11 DE SEPTIEMBRE DEL 2001.

Uno de los acontecimientos más importantes de la historia de las aerolíneas es la Ley de Desregulación aprobada por el Congreso de EEUU en 1978. Esta Ley suprimió todos los controles que pesaban sobre las tarifas y las rutas domésticas y posibilitó por primera vez a las aerolíneas operar como un verdadero negocio.

Tras la desregulación de EEUU, varios países firmaron convenios de “cielos abiertos” con EEUU. La Unión Europea, que representa el segundo mercado en orden de importancia, ha hecho de la desregulación una de sus políticas.

Los ataques del 11 de septiembre han causado serios problemas financieros en la industria y ha sido considerado como el evento más nefasto en la industria aeronáutica americana. Debido a las consecuencias del mismo se produjo: cierre temporal del espacio aéreo, reducción de la demanda del 30-40%, crisis financiera inmediata, nuevas medidas de seguridad, deterioro de la comodidad, reducción de horarios de vuelo y aumento de costes; por otra parte, las actuaciones llevadas a cabo se manifestaron en: despido de 90.000 trabajadores, reducción de las salidas y reducción de capacidad.

Según la Air Transport Association (ATA), el tráfico descendió un 29,7% en septiembre comparado con septiembre del 2000 y en octubre el descenso fue del 21.1% en el tráfico doméstico de USA y del 37,3% en el tráfico internacional. Además, Anen et al. (2002), afirman que la industria aeronáutica de EEUU perdía 340 millones de \$ por día tras el 11 de septiembre, con un descenso del nivel de ocupación del 18% o 20%.

Para AITAL, la industria ya había mostrado claros signos de desaceleración en las tasas de crecimiento y en las utilidades consolidadas a partir de 1997, y para el año 2001 ya se esperaban pérdidas en algunas de las principales empresas del mundo incluso antes de los atentados, como producto de la recesión económica que ya se vislumbraba iba a afectar a todas las regiones del mundo por primera vez desde hacía décadas.

Lo comentado en los párrafos anteriores podemos observarlo examinando los gráficos 10.1, 10.2, 11.1, 11.2, 11.3, 11.4, 11.5 y 11.6 del anexo III.

Las estimaciones del efecto sobre el crecimiento antes y después de los atentados realizada por organismos autorizados como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, calculan que los efectos para el 2002 serían el retraso de la recuperación económica esperada para mediados de dichos años, cayendo entre 0,7 y el 1,6% puntos porcentuales del producto interior para el caso de EEUU, y entre el 0,5 y 1% para los países en desarrollo¹.

Usando una muestra de 18 aerolíneas, 9 grandes y 9 pequeñas, y cuatro empresas de transporte aéreo, Carter y Simkins (2002) obtienen resultados que sugieren que el mercado ha valorado los ataques del 11 de septiembre y que ha tenido implicaciones importantes en el precio de las acciones para las aerolíneas. No obstante, las implicaciones son mayores para las aerolíneas que para los demás transportistas. Los resultados también apoyan la idea de valoración racional y sugieren que la habilidad de las aerolíneas para cumplir sus obligaciones a corto plazo tras los ataques fue una preocupación primordial; de hecho, los inversores distinguieron entre aerolíneas que serían capaces de cubrir sus obligaciones a corto plazo de aquellas que no tenían esa facilidad. También valoró el mercado el hecho de que los ataques afectarían a largo plazo más a las aerolíneas que a las empresas de transporte aéreo.

Wangermann (2002) opina que la industria se dirigía hacia una importante recesión antes de los ataques, pues en el período 1998-2001 los costes unitarios crecieron por la subida de combustible y el incremento de la mano de obra. Al mismo tiempo la industria se enfrentaba a otros desafíos significativos:

- Exceso de capacidad de los aviones.
- Limitación de la capacidad de los aeropuertos.
- Nuevos modelos comerciales que amenazaban a las aerolíneas tradicionales: Jets regionales y transporte a bajo coste.
- Descontento creciente de los consumidores.

¹ Téngase en cuenta el efecto multiplicador de riqueza que tiene la industria aérea, que hace de ésta un deber ineludible de los Gobiernos, más aún si se considera que muchos de los países dependen de la industria del turismo.

- Barreras reguladoras para la consolidación.

Para Blair (2002), la industria aérea ya estaba dando un giro importante antes de los atentados a consecuencia de la influencia de factores diversos, como la entrada en escena de las compañías aéreas de bajo coste.

Curiosamente, como destacan Anen et al. (2002), solo Southwest¹ declaró beneficios en 2001 de 511 millones de \$; además, conservó su capacidad y empleados debido a sus bajos costes operativos y programación de rutas rentables.

Nuestros propios análisis concuerdan con Blair y Anen et al., pues de la muestra de aerolíneas utilizada, que analizaremos a fondo con posterioridad, podemos avanzar algunas conclusiones relativas al comportamiento de las líneas aéreas americanas entre 2001 y 2003. Así, de acuerdo con los datos obtenidos de los informes anuales publicados por las aerolíneas citadas en su página web:

AEROLÍNEA	RESULTADO NETO	EMPLEADOS	PASAJEROS TRANSPORTADOS	PRODUCTIVIDAD	FACTOR OCUPACION
AMERICAN AIRLINES	Negativo	Se reduce	Se reduce	Aumenta	Aumenta
AMERICAN WEST	Negativo	Se reduce	Aumenta	Aumenta	Aumenta
COTINENTAL AIRLINES	Negativo	Se reduce	Se reduce	Aumenta	Aumenta
DELTA AIRLINES	Negativo	Se reduce	Aumenta	Aumenta	Aumenta
MIDWEST AIR	Negativo	Se reduce	Se reduce	Aumenta	Aumenta
NORTHWEST AIRLINES	Negativo	Se reduce	Se reduce	Aumenta	Aumenta
UNITED AIRLINES	Negativo	Se reduce	N. D.	Aumenta	Aumenta
U S AIRWAYS	Negativo	Se reduce	N. D.	Aumenta	Aumenta
A T A	Negativo	Se reduce	Se reduce	Aumenta	Aumenta
SOUTHWEST AIRLINES	Positivo	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta

Fuente: Elaboración propia.

¹ Compañía de bajo coste

Del análisis del cuadro anterior podemos extraer las siguientes conclusiones:

- Todas las aerolíneas tradicionales obtienen resultados negativos a partir del año 2001, curiosamente, la única línea aérea de bajo coste (Southwest) continua con beneficios.
- Todas ellas reducen el número de empleados, excepto Southwest, que los aumenta.
- No todas ellas tienen descenso en el número de pasajeros transportados; Southwest, American West y Delta Airlines aumentan el número de pasajeros transportados.
- Todas ellas aumenta tanto la productividad (medida bien en pasajeros transportados por empleados, bien en pasajeros kilómetro transportados por empleados) como el factor de ocupación.

Según Mächler (2002), las caídas en los tráficos unido al fuerte incremento en los seguros de aviación (guerra y terrorismo), a los costes asociados a medidas de seguridad adicionales, tanto en los aeropuertos como a bordo, y a los costes asociados a la flota ociosa están produciendo un efecto demoledor en los resultados finales de las líneas aéreas.

Hasta finales de 2001, según la Oficina Internacional del Trabajo, los resultados de BAA plc – propietaria de los principales aeropuertos londinenses – ilustran las amplias repercusiones de los atentados del 11 de septiembre en el tráfico aéreo. Así el tráfico durante el mes de octubre de 2001 en el aeropuerto de Heathrow¹ registró una disminución de 900.000 pasajeros en relación con el mismo período del 2000; de esta cantidad 550.000 eran pasajeros de rutas transatlánticas, lo que supone una disminución de un tercio.

De acuerdo con el informe anual de 2002 de la Asociación Europea de Aerolíneas (AEA), las pérdidas diarias de las líneas aéreas europeas, que cubrían líneas con Norteamérica, fueron de 36 millones de \$; en tanto que las ayudas para hacer frente a dichas pérdidas se han limitado a los cuatro días de cierre del espacio aéreo americano. Destaca además el informe como el aumento de la seguridad en los aeropuertos ha

¹ El aeropuerto de Heathrow de Londres es el más importante del mundo en viajes internacionales de larga distancia.

incrementado la congestión en las terminales, pero también ha elevado la confianza de los pasajeros.

A lo anterior hemos de añadir el aumento de costes para las aerolíneas en lo referente en la seguridad de los aviones, estimado en 70.000 \$ por avión; sin olvidarnos del enorme aumento de las primas de seguro, estimado en 800 millones de \$ anuales.

Como destaca el informe mensual de febrero de 2001 de “La Caixa”, la crisis desatada a partir de los acontecimientos de 2001 ha sido intensa, prolongada y de alcance global. Según cifras del Airport Council International (ACI), el tránsito de pasajeros por los 700 principales aeropuertos del mundo descendió un 2,6% en 2001, para después caer un 0,4% en 2002 y sólo reestablecerse parcialmente en 2003. En el conjunto mundial, el nivel de actividad del transporte aéreo se halla todavía en la actualidad por debajo de los máximos históricos alcanzados en 2000.

El alcance de la crisis ha revestido distinta intensidad, según el precitado informe, en las distintas regiones aéreas. Así, el declive más intenso del tráfico se concentró en los EEUU, un 6,3% en 2001 y un 2,7% en 2002. La situación ha resultado menos desfavorable en Europa. Las cifras de ACI apuntan a una caída del tráfico de alrededor de medio punto tanto en 2001 como en 2002 y una sensible recuperación en 2003.

El declive del transporte aéreo ha afectado también al segmento de mercancías. Según la misma fuente, las toneladas transportadas cayeron un 8,4% en 2001 por el hundimiento del mercado americano (12%) y la debilidad ostensible en el resto del mundo.

Tomando como referencia los datos de enero a diciembre de 2003, los resultados de las principales compañías aéreas europeas son todos negativos, excepto Iberia que obtiene beneficios a 31 de diciembre de ese año.

Por otra parte de acuerdo con el informe anual de IATA correspondiente a 2005, el resultado global de la industria aérea pasó de 8.500 y 3.700 millones de dólares de beneficio en 1999 y 2000 respectivamente, a 13.000, 11.300, 7200 y 4.200 millones de dólares de pérdidas para los años 2001, 2002, 2003 y 2004 respectivamente. Los peores

resultados lo obtiene la industria americana (gráfico 11.5), seguida de la europea, quedando a salvo de las pérdidas las líneas aéreas asiáticas.

En este contexto, que no ha sido favorable al negocio del transporte aéreo, Iberia ha logrado dar continuidad a unos años de beneficios con un resultado positivo que roza los 146 millones de € en 2003. Las claves son las que todas las compañías han puesto en marcha con mayor o menor éxito: anticiparse a la reducción en los ingresos mediante la adopción de políticas efectivas de reducción de costes y una adecuación correcta a la demanda en el uso de la flota, lo cual le ha proporcionado un factor de ocupación histórico del 75%.

No puede decirse lo mismo sin embargo respecto a las líneas aéreas de bajo coste, pues como veremos en apartado siguiente, el crecimiento del número de pasajeros transportados por éstas aerolíneas ha sido continuo, incluso en los años 2001 y 2002.

Afortunadamente, según las previsiones de la OACI, el tráfico aéreo se incrementará el 4% en el 2004 y el 5% en el 2005. Sin duda, a ello contribuirá la progresiva restauración de la confianza de los pasajeros de vuelos internacionales que han visto como 2003 se convertía en uno de los años más seguros desde 1945, señala Denis Chagnon, portavoz de la OACI. Al dato del tráfico aéreo se une un incremento del factor ocupación provocado, en parte, por las compañías aéreas que, en el caso de las agrupadas en IATA, aumentaron su oferta en sólo un 0,1 %.

11.2.- COMPAÑÍAS AÉREAS DE BAJO COSTE.

Las compañías aéreas de tráfico regular se pueden clasificar en función de su planteamiento estratégico, en dos grandes grupos:

- Los operadores de red, que son las líneas aéreas que intentan optimizar sus centros de distribución de pasaje coordinando el programa de todos sus vuelos. Estos tratan de cubrir con su operación extensas áreas del mercado y desarrollan políticas comerciales tendentes a mejorar la calidad del servicio. Los operadores de red valoran las rutas no sólo por su rentabilidad intrínseca, sino también por su contribución a la red global.

- Los operadores “punto a punto”, entre los que se incluyen las nuevas compañías de bajo coste (“Low Cost Carrier”, LCC), así como operadores de chárter que han comenzado a publicar sus programas para llegar a los clientes interesados tan sólo en la plaza de avión. En general, son compañías de menor dimensión que intentan afianzar su posición operando en determinadas rutas secundarias sin conexión entre sí.

Las LCC no son un segmento de la industria aérea cuya influencia se limita a un aérea geográfica o a viajeros de ocio, muy al contrario, en los últimos años las LCC aparecen como un fenómeno que está modificando la estructura del mercado y el paisaje competitivo de la industria aérea en EEUU y Europa.

En efecto, según datos de la AEA, que engloba la práctica totalidad de líneas aéreas europeas, excepción hecha de las empresas de bajo coste, la mayor parte de líneas aéreas perdieron pasaje en 2002. Sin embargo, los crecimientos experimentados por las dos principales líneas de bajo coste fueron superiores al 40%. De este modo, estas dos compañías consiguieron situarse entre las diez primeras líneas europeas¹.

Podemos decir que las líneas aéreas de bajo coste nacen en EEUU con Southwest Airlines en 1971. En Europa la pionera fue la irlandesa Ryanair en 1985, seguida de Easyjet en 1995. Tanto la una como las otras han tenido una fuerte expansión en los últimos años.

Ryanair comenzó atendiendo el mercado de ocio en Irlanda e Inglaterra, para posteriormente expandirse con base a transporte rápido punto a punto por más de 50 aeropuertos secundarios de la Unión Europea. Se ha centrado en el mercado de ocio y el uso de aeropuertos secundarios. Tras la compra por British Airways de Easyjet, es actualmente la LCC mayor de Europa.

¹ Las dificultades del sector aéreo en estos últimos años, traducidas en reducciones de flota, ajustes de plantilla, movimientos de integración empresarial, intensificación de alianzas internacionales y las quiebras y desaparición de algunas compañías, se han concentrado principalmente en los operadores tradicionales. En contraste, las compañías denominadas de bajo coste han crecido de modo espectacular tanto en flotas como en rutas y pasajeros transportados.

Los resultados no dejan lugar a dudas, las gráficas 11.7 a 11.13 del anexo IV elaboradas con los datos obtenidos de los informes anuales publicados por RYANAIR y EASYJET en sus páginas web, reflejan aumentos espectaculares de empleo, pasajeros transportados, resultado neto, flota, productividad medida en pasajeros transportados por empleado (comparada con la de AEA y ATA) y el importe neto de la cifra de negocios.

El fuerte auge de las compañías de bajo coste se debe principalmente a las oportunidades que ha abierto la liberalización del transporte aéreo en Europa. A través del establecimiento de líneas en rutas de alta demanda, utilización de aeropuertos de centralidad desplazada, políticas de bajos precios sustentados en estrategias de bajo coste, servicios mínimos y alta rotación, estas compañías han conseguido abrirse un hueco muy importante en el mercado.

Otras características de las LCC son que operan en trayectos cortos con un solo tipo de flota reduciendo de esta forma los costes de mantenimiento y de tripulación. La menor capacidad de sus aviones hace que el índice de ocupación sea superior, y el uso de aeropuertos secundarios reduce las tasas y las demoras. Todo ello aumenta la productividad y la eficiencia. En su contra tienen la competencia del ferrocarril de alta velocidad, especialmente en rutas de 400 a 700 kms.

Un análisis comparativo de la productividad (medida en número de pasajeros transportados por empleado) puede verse examinando la gráfica 11.13 del anexo IV, obtenida con datos reflejados en los informes anuales de la aerolíneas publicados en sus páginas web y de las propias asociaciones, donde se aprecia la espectacular diferencia de productividad entre RYANAIR y EASYJET con el resto de operadores de la AEA y ATA.

De acuerdo con IATA, frente a la mayor dimensión y experiencia de las grandes aerolíneas europeas, las LCC basan su estrategia en ofrecer tarifas más reducidas; su operación está centrada en aeropuertos secundarios de las grandes ciudades, utilizan un único tipo de flota, los servicios ofrecidos al pasajero son más sencillos y limitados, y canalizan la mayor parte de sus ventas a través de internet (Tanto Souhtwest en EEUU como Ryanair en Europa superan el 75% de billetes vendidos por este medio) y de servicios telefónicos. Con este perfil diferenciado, las LCC europeos han encontrado su propio nicho de mercado (posiblemente muchos de sus pasajeros antes utilizaban otros

medios de transporte), sin afectar sustancialmente los volúmenes de tráfico de muchas de las tradicionales compañías de bandera. Además, han aumentado el crecimiento de un mercado maduro.

Según KPMG (2002) el número de pasajeros de las LCC ha crecido espectacularmente en Europa, pasando de 13 millones en 1999 (4,5% del transporte aéreo intra europeo), a 24, 4 millones en 2001 (8,9% del mercado intra europeo), a 40 millones en 2002. Esto supone un incremento medio anual del 46%.

Por su parte Morgan Stanley prevé que las LCC lleguen a transportar 160 millones de pasajeros para el 2010 en el mercado europeo, que supondrá una cuota de mercado del 28%. Estimación muy similar a la que hace The Boston Consulting Group para ese mismo año del 30%. En España la cifra pasará de los 2,2 millones del 2002 a 12 millones para 2005.

En EEUU, según el estudio llevado a cabo por Ito y Lee (2003), las LCC han crecido espectacularmente desde 1990, pasando del 7% en dicho año al 23,7% en 2002, con cuatro LCCs que superan el 1% de participación en el mercado.

En el mercado Norteamericano, la entrada de una LCC ha puesto en apuros a algunas aerolíneas tradicionales; es el caso de la entrada de Southwest en la ruta Sacramento-Portland en 1994, donde United Airline tenía un 90% de la cuota de mercado, que supuso el abandono de esta última.

Ito y Lee, sobre una muestra de 2.431 vuelos, han realizado un estudio de vuelos entre ciudades con origen y destino dentro de EEUU; considerando rutas características, datos demográficos, centros de red y competencia y concentración, llegan a la conclusión de que el factor densidad del mercado es el que más influye en la entrada de una LCC en un mercado, concretamente un aumento de densidad de tráfico en 1% incrementa la probabilidad de entrada en un 12%.

Sayanak (2004) ha realizado un estudio sobre una muestra de 520.940 vuelos sin escala en EEUU (facilitados por la U.S. Bureau of Transportation Statics); considerando variables económicas, logísticas (referida a condiciones aeroportuarias), climatológicas y

tamaño de la aerolínea llegan a la conclusión de que las LCC funcionan mejor que otros operadores, basándose sobre todo en cancelaciones y demoras.

Tomando como base entrevistas realizadas a 38 directores de grandes empresas en Europa, Carlson Wagonlit Travel (2003) ha calculado que las LCC pueden prestar servicio en 24.500 rutas usadas por los viajeros de negocios en Europa. De acuerdo con las estimaciones de la investigación, los directivos que han usado estas compañías pueden haber obtenido ahorros de entre el 30 y el 70%; concretamente el ahorro promedio en la muestra investigada es del 56% para los pasajeros de negocios, respecto de las aerolíneas tradicionales.

Según The Boston Consulting Group, cada vez que una compañía de bajo coste irrumpe en una ruta, los ingresos medios de las tradicionales en la ruta caen entre un 20% y un 25% y “contaminan a otras”. La consultora estima que en un modelo de coste similar al de Ryanair, la nueva compañía al término de su primer año de funcionamiento habrá robado el 30% de la demanda a la compañía de bandera (o tradicional) de turno y se habrá llevado el 70% de los nuevos clientes.

Dos casos de líneas aéreas de bajo coste que han tenido éxito en los últimos años en el mercado Norteamericano son Jetblue Airways y Airtran Holding, Inc. De ellas destacan Anen et al. las siguientes características:

JETBLUE AIRWAYS	AIRTRAN HOLDING, INC.
Usa una flota de aviones uniforme, Airbus 320.	Usa una flota de aviones uniforme, Boeing 717
Es una LCC punto a punto	Es una aerolínea de red, que compite ruta a ruta con Jetblue y Southwest en tarifa baja
Su actividad está centrada en un solo aeropuerto, el JFK	Ofrece 360 vuelos diarios, de los cuales 145 son salidas de Atlanta.
Sus costes de mano obra son casi un 10% menores que la media del sector	Sus costes de mano de obra son casi 5% menores que la media del sector
Servicio a bordo simple, sin extras.	Realiza la mayoría de sus reservas a través de Internet.

Del análisis de situación de las líneas aéreas de bajo coste podemos extraer la síntesis DAFO siguiente:

ANÁLISIS INTERNO		ANÁLISIS EXTERNO	
DEBILIDADES		AMENAZAS	
<ul style="list-style-type: none"> - Entrada de las líneas aéreas tradicionales a través de ventas por Internet, incrementando la competencia. 		<ul style="list-style-type: none"> - Derechos de uso de los grandes aeropuertos copados por las aerolíneas tradicionales - Tren de alta velocidad - Las nuevas tecnologías reducen el número de viajeros. 	
FORTALEZAS		OPORTUNIDADES	
<ul style="list-style-type: none"> - Menores costes que las aerolíneas de red - Flota uniforme - Productividad elevada - Puntualidad - Bajas tarifas - Creadores de demanda 		<ul style="list-style-type: none"> - Menores tasas aeroportuarias por el uso de aeropuertos secundarios - Trayectos punto a punto sin escalas ni interrupciones - Liberalización del transporte aéreo y de los servicios de handling 	

Fuente: Elaboración propia.

11.3.- ALGUNOS FACTORES CONDICIONANTES EN EL SECTOR AÉREO.

El primer factor a tener en cuenta es la inestabilidad política internacional derivadas de la inestabilidad de algunos Gobiernos y economías, el desencadenamiento de hostilidades, actos de terrorismo o cambio de las legislaciones nacionales relacionadas con el tráfico aéreo.

El desarrollo de la actividad aérea depende de la utilización de las infraestructuras aeroportuarias en unas condiciones adecuadas. En la actualidad, muchos de los principales aeropuertos están saturados¹, ello limita el crecimiento de las compañías aéreas y afecta a la calidad del servicio.

¹ El número limitado de “slots” (derechos de aterrizaje y despegue otorgados por la autoridad aeroportuaria durante un periodo de tiempo determinado) disponibles en muchos aeropuertos de alta densidad de tráfico supone la principal limitación para acceder a ellos. Ello dificulta la capacidad de las líneas aéreas para añadir rutas o frecuencias a sus programas. Además las compañías deben seguir usando sus slots para mantener sus derechos.

La congestión de los cielos y las restricciones en el control del tráfico aéreo representan otra circunstancia que dificulta la operatividad de las aerolíneas y perjudica su servicio.

En Europa, la falta de organización del espacio aéreo, problema denunciado por las empresas del sector y asociaciones como IATA y AEA, es el principal motivo de saturación del tráfico aéreo lo que provoca retrasos y dificultades operativas.

Por otro lado, el negocio aéreo está estrechamente vinculado a la evolución de la economía mundial, que a su vez se ve afectada por la creciente globalización. Existe según los expertos cierta correlación entre la evolución del PIB y la rentabilidad conjunta de las aerolíneas.

Existe una proporción significativa de costes no negociables, como las tasas de aterrizaje, de aproximación, estacionamientos y otros servicios aeroportuarios, tasas de navegación y otras comunicaciones.

La estructura de gastos de una compañía aérea, en comparación con otros sectores, tiene un elevado peso de gastos fijos debido, entre otros, a los costes ligados a la adquisición de flotas y costes de personal.

La liberalización del mercado en Europa ha abierto oportunidades tremendas para las LCC, que están consiguiendo tasas de crecimiento de hasta un 25% anual. Con ello los consumidores se han visto beneficiados pues ha aumentado la competencia, más destinos, frecuencias de vuelo mayores y mayor diversidad de tarifas. Entre tanto, las grandes aerolíneas están retirándose de rutas o reduciendo el tamaño de sus aviones.

La proliferación de la venta de billetes vía Internet ha supuesto para muchas aerolíneas ahorros significativos en comisiones de ventas de billetes, pero al mismo tiempo está presionando las tarifas a la baja, pues el viajero informado y más sensible al precio esperará hasta el último momento para hacer su reserva, ya que para la aerolínea, conforme se acerca el momento del despegue aumenta la posibilidad de descenso del nivel de ocupación y pérdida de parte de su inventario perecedero: “plaza”.

Como destaca Vidal (2000), Internet no sólo ofrece ventajas a las líneas aéreas, tales como reducción de costes de distribución; también plantea amenazas, como que la erosión de precios que trae consigo no se vea compensada por los beneficios derivados de su introducción en términos de ingresos y costes.

11.4.- SITUACIÓN DEL SECTOR.

Podemos afirmar, de acuerdo con Betancor y Rendeiro (1999), que la industria se encuentra sometida a varias alteraciones importantes:

- Concentración y globalización. A pesar de que el objetivo de las políticas desreguladoras es establecer las bases para que las compañías compitan en condiciones de libre mercado, parece que la tendencia actual va en contra, es decir, tiende al aumento del grado de concentración en la industria y a la aparición de transportistas globales. De ahí la firma de acuerdos sobre la relación que desean mantener determinadas aerolíneas, fusiones entre compañías de distintas nacionalidades o alianzas para coordinar los flujos de tráfico¹.

- Desarrollo de las compañías aéreas de bajo coste. El crecimiento del sector de operadores de bajo coste se produce por la explotación de un nicho de mercado dejado por las grandes aerolíneas tras su proceso de concentración y dominio en los grandes aeropuertos. De ahí que, como hemos apuntado anteriormente, tienden a realizar sus servicios en aeropuertos secundarios próximos a las grandes ciudades y dirigidos al tráfico punto a punto, ofreciendo una tarifa bajo y servicio mínimo a bordo².

- No se ha generalizado la competencia. El principal obstáculo a la entrada en el mercado aéreo es, sin duda, la dificultad para disponer de slots adecuados en los aeropuertos principales. No basta con que una ruta resulte atractiva para un nuevo operador en términos de densidad de tráfico y beneficios potenciales, es además necesario que pueda acceder a la infraestructura aeroportuaria en origen y destino. Si unimos a ello la congestión actual del espacio aéreo, encontramos que la entrada resulta posible en pocas ocasiones.

¹ Entre las alianzas podemos citar a Star Alliance, Oneworld, Worldwide, The Qualiflyer Group y Skyteam; y fusiones como la de Air France con KLM.

² Entre ellas: Ryanair, Virgin Express, Easyjet, Debonair, Go, Buzz, Bmibaby, Air Berlin, Basiq Air, etc.

La conclusión a la que llegan los veteranos del sector, según Cebrián (2004), es que se ha llegado a un punto de inflexión en el mercado en el que las grandes no pueden hacer frente a la competencia de las líneas de bajo coste.

Los costes operativos de Delta y US Airways son desproporcionadamente altos para poder competir en el mercado con Southwest Airlines, JetBlue Airways o AirTram Airways, que ahora son las que marcan el precio de los billetes en EEUU. El coste por pasajero de US Airways se estima en 11,18\$, 10,32\$ en Delta y 9,38\$ en United. JetBlue se encuentra en el otro extremo, con 5,9\$¹.

Podríamos decir que del análisis de situación del sector de líneas aéreas tradicionales se desprenden las síntesis DAFO siguiente:

ANÁLISIS INTERNO		ANÁLISIS EXTERNO	
DEBILIDADES		AMENAZAS	
<ul style="list-style-type: none"> - Costes fijos elevados - Tarifas altas - Demoras y cancelaciones - Sobrecapacidad 		<ul style="list-style-type: none"> - Precio del petróleo elevado - Infraestructura aeroportuaria escasa - Terrorismo - Tren alta velocidad - Proliferación de líneas aéreas de bajo coste - Entrada de nuevos competidores por la liberalización del sector - Las nuevas tecnologías reducen el número de viajeros 	
FORTALEZAS		OPORTUNIDADES	
<ul style="list-style-type: none"> - Estructura de red organizadas - Asociadas a grandes alianzas - Concesionarias de los servicios de handling 		<ul style="list-style-type: none"> - Poseer lo slots de los mayores aeropuertos y de las mayores ciudades, con mayor tráfico de pasajeros - Aumento del factor de ocupación por las ventas a través de Internet. 	

Fuente: Elaboración propia.

¹ Para Robert Crandall, antiguo consejero delegado de American Airlines, la crisis actual por la que atraviesa la industria aeronáutica va más allá de la evolución del precio del petróleo y se debe a tres excesos: capacidad, competencia y costes. Crandall es rotundo en este sentido: “Es necesario un cambio de metodología en la manera que tienen de operar las grandes compañías”. La clave para la supervivencia está en reducir los costes hasta un nivel similar al de las líneas de bajo coste y sacrificarse.

11.5.- ANÁLISIS DE UNA MUESTRA DE LINEAS AÉREAS DE LA AEA.

Nuestros objetivos, para este apartado y el siguiente, podemos concretarlos en los siguientes puntos:

- Ofrecer un perfil de las líneas aéreas analizadas, determinando, en promedio, las características principales de acuerdo con los principales indicadores económicos y financieros en el período de análisis.
- Ofrecer las características peculiares de los grupos enumerados anteriormente: fundamentalmente líneas aéreas públicas y líneas aéreas privadas.
- Análisis estadístico de la muestra a nivel agregado. Usando técnicas estadísticas pretendemos identificar características dentro de la muestra y por grupos.

Así; en primer lugar, hemos analizado una muestra compuesta por 27 de las 31 líneas aéreas integradas en la AEA, durante el período comprendido entre 1996 y 2002. Todos los datos utilizados en nuestro análisis han sido obtenidos de los informes anuales y datos estadísticos publicados en la página web de la AEA en los ejercicios citados.

La caracterización de la muestra en cuanto a la estructura de propiedad la hemos establecido de la siguiente forma:

PROPIEDAD PUBLICA (p)	8
PROPIEDAD PRIVADA (pp)	10
PROPIEDAD MIXTA (m)	9

La evolución de las variables consideradas en nuestro análisis, que han sido: número de empleados, resultado neto, flota, ocupación y capacidad (medida en asientos por kilómetro ofrecidos), ha sido la siguiente:

	EMPLEADOS	RESULTADO	FLOTA	OCUPACIÓN	CAPACIDAD
AIR LINGUS (p)	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
AIR MALTA (p)	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Disminuye
CSA CZECH AIRKUBES (p)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
JAT YUGOSLAV AIRLINES (p)	Aumenta	Disminuye	Disminuye	N. D.	Disminuye
CROATIA	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Aumenta

AIRLINES (p)					
MALEV HUNGARIAN AIRLINES (p)	Disminuye	Disminuye	Disminuye	Aumenta	Disminuye
TURKISH AIRLINES (p)	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
TAP AIR PORTUGAL (p)	Aumenta	Disminuye	Aumenta	N. D.	N. D.
ADRIA AIRWAYS (pp)	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
BRITISH AIRWAYS (pp)	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Disminuye	Disminuye
BRITISH MIDLAND (pp)	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Disminuye	Disminuye
CARGOLUX AIRLINES (pp)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Disminuye	N. D.
ICELANDAIR (pp)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Disminuye	Disminuye
OLIMPIC AIRWAYS (pp)	Disminuye	Disminuye	Disminuye	Disminuye	Disminuye
SPANAIR (pp)	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Disminuye	Disminuye
LUFTHANSA (pp)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
IBERIA (pp)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
MERIDIANA (pp)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
SWISSAIR (m)	Disminuye	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Aumenta
AIR FRANCE (m)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
ALITALIA (m)	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Disminuye
CYPRUS AIRWAYS(m)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
FINNAIR (m)	Disminuye	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Aumenta
AUSTRIAN AIRLINES (m)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Aumenta
LUXAIR (m)	Aumenta	Aumenta	Aumenta	Disminuye	Aumenta
KLM (m)	Aumenta	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Aumenta
SAS (m)	Disminuye	Disminuye	Aumenta	Aumenta	Aumenta

Los resultados anteriores pueden esquematizarse en función de la propiedad de la siguiente forma:

PROPIEDAD	EMPLEO	RESULTADO	FLOTA	OCUPACIÓN	CAPACIDAD
PÚBLICAS (8)	5 A (62,5%)	3 A (37,5%)	6 A(75%)	6 A (75%)	5 A (62,5%)
	3 D (37,5%)	5 D (62,5%)	2 D (25%)	2 ND (25%)	1ND (12,5%)
PRIVADAS (10)	8 A (80%)	6 A (60%)	9 A (90%)	4 A (40%)	4 A (40%)
	2 D (20%)	4 D (40%)	1 D 10%)	6 D (60%)	1 ND (10%)
MIXTAS (9)	6 A (67%)	4 A (44%)	9 A (100%)	8 A (89%)	8 A (89%)
	3 D (33%)	5 D (56%)		1 D (11%)	1 D (11%)
TOTAL (27)	19 A (70%)	13 A (48%)	24 A (89%)	18 A (67%)	18 A (67%)
				2 ND (7%)	1 ND (4%)
	8 D (30%)	14 D (52%)	3 D (11%)	7 D (26%)	8 D (29%)

A: aumento, D: Disminución, N D: No disponible.

De los resultados anteriores podemos extraer las siguientes conclusiones:

- El empleo ha aumentado en general en todas las aerolíneas sea cual sea el tipo de propiedad. En el conjunto de las aerolíneas se ha creado empleo.
- El resultado ha aumentado en la mayoría de las líneas aéreas propiedad privada, sin embargo, en las públicas y mixtas ha sido al contrario. Los resultados son en general negativos para el conjunto de la AEA.
- La inversión en flota crece claramente en todas las compañías, si bien la mixtas y privadas superan claramente a las líneas aéreas públicas.
- El nivel de ocupación tiende a crecer sea cual sea el tipo de propiedad, aunque de una manera más clara en aerolíneas propiedad mixta.
- La capacidad también tiende a crecer salvo en las empresas propiedad privada, donde no parece haber una tendencia clara.

En conclusión, los parámetros resultado e inversión son favorables en las líneas aéreas privadas, en tanto que la ocupación y el empleo podemos decir que mejoran en todas con independencia de la forma de propiedad.

11.6.- ANÁLISIS DE UNA MUESTRA DE LÍNEAS AÉREAS A NIVEL MUNDIAL.

En el presente estudio pretendemos resumir los resultados del análisis estadístico y gráfico de la información económica y financiera obtenida de una muestra formada por 41 líneas aéreas de todo el mundo¹. El panel de datos, que contiene información combinada longitudinal y de corte transversal, se ha elaborado examinando los informes anuales de las aerolíneas correspondientes al período analizado, que abarca desde el año 1996 al año 2003. Además y para el mismo período contamos con los datos agregados de dos asociaciones de aerolíneas: ATA y AEA, obtenidos igualmente de sus informes anuales publicados en sus páginas webs.

¹ Téngase en cuenta que la mayor asociación de aerolíneas del mundo, IATA, agrupaba en diciembre de 2004 a 260 líneas aéreas

CARACTERIZACIÓN DE LAS LÍNEAS AÉREAS DE LA MUESTRA:

EMPRESA	PAÍS	PROPIEDAD
IBERIA	ESPAÑA	Privada, privatizada
BRITISH AIRWAYS	U.K.	Privada
AER LINGUS	IRLANDA	Pública
AMERICAN AIRLINES	EEUU	Privada
FINNAIR	FINLANDIA	Mixta (60 % Pública,40% Privada)
CATHAY PACIFIC	HONG KONG	Privada
QANTAS	AUSTRALIA	Privada
LAN CHILE	CHILE	Privada
AIR CANADA	CANADA	Pública
LOT POLISH AIRLINES	POLONIA	Mixta (68% Pública, 32% Privada)
SCANDINAVIAN AIRLINES	NORUEGA	Mixta (50/50)
U. S. AIRWAYS	EEUU	Privada
ALL NIPÓN AIRWAYS	JAPÓN	Privada
LUFTHANSA	ALEMANIA	Privada
SINGAPORE AIRLINES	SINGAPUR	Privada
UNITED AIRLINES	EEUU	Privada
AIR NEW ZEALAND	NUEVA ZELANDA	Privada
AUSTRIAN AIRLINES	AUSTRIA	Mixta (40% Pública, 60% Privada)
THAI AIRWAYS	THAILAND	Mixta (55% Pública, 45% Privada)
NORTHWEST AIRLINES	EEUU	Privada
KLM	HOLANDA	Pública
TAP SGPS, S.A.	PORTUGAL	Pública
CARGOLUX	LUXEMBURGO	Privada
CYPRUS AIRWAYS	CHIPRE	Pública
ICELANDAIR	ISLANDIA	Privada
LUXAIR	LUXEMBURGO	Mixta (30% Pública, 70% Privada)
TURKISH AIRLINES	TURQUIA	Pública
SWISS INTERNATIONAL AIRLINES	SUIZA	Mixta (30% Pública, 70% Privada)
AIR FRANCE	FRANCIA	Mixta (54% Pública, 46% Privada)
ALITALIA	ITALIA	Mixta (64% Pública, 36% privada)
SOUTHWEST AIRLINES	EEUU	Privada, LCC
RYANAIR	IRLANDA	Privada, LCC
VIRGIN EXPRESS	BÉLGICA	Privada, LCC
AIR MALTA	MALTA	Pública
ALASKA AIR	EEUU	Privada
CONTINENTAL AIRLINES	EEUU	Privada

DELTA AIR LINES	EEUU	Privada
MIDWEST AIR	EEUU	Privada
MALEV AIRLINES	HUNGRIA	Pública
AMERICAN WEST	EEUU	Privada
EASYJET	U. K.	Privada, LCC

Así pues la muestra está compuesta por 8 líneas aéreas públicas, 24 aerolíneas privadas (incluidas 4 líneas aéreas de bajo coste y 10 líneas aéreas de EEUU) y 9 de propiedad mixta (Air France y Alitalia, privatizadas parcialmente).

11.6.1.- ESTRUCTURA ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA MUESTRA.

En primer lugar analizaremos la estructura económica y financiera de las empresas de la muestra de forma individual y por grupos de propiedad.

Para llevar a cabo este análisis hemos utilizado fundamentalmente las medianas, ya que la media puede verse afectada de forma importante por valores atípicos que introducirían un considerable nivel de distorsión en el análisis.

En el cuadro 11.1 del anexo V siguiente mostramos las medias y medianas por grupos de propiedad e individualmente por aerolínea, para el total de la muestra y período analizados. Asimismo los gráficos 11.14, 11.15 y 11.16, reflejan dicha estructura de propiedad distinguiendo si se trata del grupo de empresas propiedad privada, mixta o pública, respectivamente.

Vemos como la estructura del balance en su doble aspecto de inversión y financiación pone de manifiesto:

a) En general una proporción elevada de activos con vocación de permanencia en la empresa, mayor aún en las líneas aéreas en las que interviene la propiedad privada. En consecuencia, los recursos permanentes son también muy superiores a las deudas a corto plazo, destacando el fuerte endeudamiento en todas las formas de propiedad.

b) Una mayor intensidad de los activos fijos en las líneas aéreas en las que interviene la propiedad privada, 75 % y 69% de las aerolíneas propiedad privada y mixta respectivamente, frente al 62% de las públicas.

c) Probablemente a consecuencia de lo anterior, destaca también el mayor endeudamiento a largo plazo de las líneas privadas y mixtas, siendo además las líneas aéreas privadas las más endeudadas.

11.6.2.- INDICADORES MEDIOS PARA LA MUESTRA Y AÑOS SELECCIONADOS.

Del cuadro 11.2 del anexo VI, que muestra los valores agregados de las medianas de todos los indicadores para el período de análisis, podemos realizar los siguientes comentarios:

a) La intensidad del activo fijo se ha mantenido por encima del 70% en el período muestral pero se observa una tendencia a la baja, que viene a confirmar lo ya comentado en el apartado anterior.

b) El endeudamiento ha ido escalando posiciones a lo largo del periodo con lo que la dependencia de los acreedores ha ido en aumento. En definitiva ha aumentado el riesgo financiero de las aerolíneas.

c) Las rotaciones de fondos propios y de los activos han tenido un comportamiento desigual a lo largo del periodo. El aumento de las rotaciones de los fondos propios en los últimos años puede deberse a la reducción de fondos propios a consecuencia de las pérdidas que la industria aérea ha venido sufriendo en los últimos años. Este deterioro vendría apoyado también por la reducción de la rotación de los activos (y por tanto de la eficiencia) de una forma casi permanente en el período de análisis. La cifra de rotación del activo fijo es similar a la obtenida por Oriol (2004) en las décadas de los ochenta y noventa para el sector de transporte aéreo que fue el 0,8; y no coincide en cambio con la que se desprende de los datos facilitados por la Central de Balances del Banco de España para los ejercicios 1999 a 2002 para el transporte aéreo regular, que supera la unidad.

d) La mediana de la liquidez o solvencia a corto plazo no ha llegado a la unidad en todo el periodo de análisis. Sin embargo, la solvencia a largo plazo supera la unidad holgadamente, aunque con cierto deterioro en los últimos ejercicios, reflejo de las dificultades financieras sufridas por la industria en los últimos ejercicios.

Los gráficos 11.17 y 11.18 del anexo VI, reflejan los comentarios realizados en los apartados a, b, c y d anteriores.

e) Los datos relativos a márgenes bruto y neto así como los coeficientes de rentabilidad económica y financiera confirman, en primer lugar los escasos márgenes con los que trabaja la industria aérea a los que se ha aludido en las páginas anteriores y, en segundo lugar el deterioro que la cuenta de resultados de las líneas aéreas vienen sufriendo, sobre todo a partir de los años 1999 y 2000 agudizados por los ataques terroristas del año 2001, que hicieron incurrir en pérdidas al sector aéreo sobre todo en EEUU y Europa. Los comentarios anteriores podemos verlos reflejados en el gráfico 11.19 del anexo VI.

f) Respecto de los costes de personal nos parece de interés destacar dos cuestiones: la primera, relativa a la importancia del componente del coste respecto al coste de ventas, que ronda el 30% a lo largo del período de análisis; y la segunda relativa al descenso sufrido en los últimos años que obedece, a nuestro juicio, a la reducción del número de trabajadores en la industria aérea. De esta circunstancia damos buena cuenta en la gráfica 11.20 del anexo VI.

g) Los aprovisionamientos representan, por su importancia cuantitativa, la segunda posición respecto al coste de ventas y reflejan un aumento constante, que a nuestro juicio ponen de manifiesto el incremento casi constante de los precios del petróleo en los últimos años.

h) Respecto de los ingresos queda patente la dependencia casi absoluta del sector aéreo de los ingresos de pasaje por la escasa relevancia que el resto de ingresos representa sobre el importe neto de la cifra de negocios.

i) En las medidas de productividad, sobre todo del factor trabajo, destaca el constante aumento del número de pasajeros transportados por empleado (excepto en el año

2001, donde se produjo un descenso importante sobre todo en la aerolíneas americanas que componen la muestra), que contrasta con el descenso de márgenes de los últimos años a consecuencia, entre otros factores, del aumento de la competencia introducida, por ejemplo por la progresiva liberación del sector aéreo y la incursión de las líneas aéreas de bajo coste.

En cambio el número de pasajeros transportado por avión ha ido descendiendo, pensamos que a consecuencia del aumento de la capacidad de los aviones, sobre todo de las líneas aéreas tradicionales.

Respecto a las medidas de productividad que reflejan resultados por empleados o por aviones, no vienen sino a corroborar lo ya indicado en relación con el deterioro sufrido por la industria en los últimos años.

Reflejo de todo lo anterior son las gráficas 11.21, 11.22 y 11.23 del anexo VI.

j) Los factores de ocupación de pasaje no han parado de aumentar, en tanto que los de carga se han mantenido estables (ver gráfico 11.24, anexo VI), lo que indica una mayor productividad de la industria en general, a pesar de lo cual los resultados no han acompañado. Una explicación de esto puede ser el ajuste a la baja de los precios que viene sufriendo industria por la mayor competencia de otros medios de transporte como el tren de alta velocidad (sobre todo en Europa) o la agresividad de las líneas aéreas de bajo coste.

k) Lo anterior se confirma si observamos los coeficientes de desocupación tanto de pasajeros como de carga, expresados en millones de PKO y en TKO, respectivamente (gráfico 11.25, anexo VI). Efectivamente, los ejercicios que el factor de ocupación ha bajado el coeficiente de desocupación ha subido, destacando lo comentado varias veces a lo largo de esta tesis respecto al año 2001, que la industria aérea sufrió un fuerte retroceso, sobre todo en EEUU.

11.6.3.- ANÁLISIS DE LOS INDICADORES POR GRUPOS DE PROPIEDAD.

En este apartado vamos a intentar destacar las características más importantes de las aerolíneas de la muestra por grupos de propiedad, para ello hemos elaborado el cuadro 11.3 del anexo VII con las medianas correspondientes a todo el periodo muestral.

De los datos anteriores podemos extraer las siguientes conclusiones:

a) La mayor solvencia tanto a corto como a largo plazo de las líneas aéreas públicas también puede venir explicada por la menor cuantía de recursos dedicada a la inversión en activo fijo que en consecuencia parece dedicarse a financiar el activo circulante. Vemos como en este caso las líneas aéreas de bajo coste superan con creces a todos los demás grupos tanto en liquidez como en solvencia.

b) En cuanto a endeudamiento son las aerolíneas mixtas las que presentan un coeficiente medio más bajo, que explica su mayor autonomía financiera; excepción hecha de las aerolíneas de bajo coste. En los índices de estabilidad no parece haber grandes diferencias.

c) En cuanto a los indicadores de rentabilidad y márgenes, como podemos observar claramente en la gráfica 11.26 del anexo VII, las líneas aéreas públicas son las que tienen los menores márgenes y coeficientes de rentabilidad financiera y económica. Esto podría llevarnos a concluir su menor eficiencia, postura concordante con la mayoría de los trabajos analizados a lo largo de esta tesis¹.

d) Las tasas de participación de los distintos componentes del gasto no presentan diferencias significativas respecto al coste de ventas o el importe neto de la cifra de negocios. Si convendría destacar la fuerte dependencia de las aerolíneas en general

¹ Así por ejemplo Esteo (1998) afirma: "En ocasiones los autores realzan el objetivo de maximizar el beneficio o la rentabilidad, siendo ahora una síntesis de todo cuanto acontece en la empresa y algo que interesa a la práctica totalidad de usuarios puesto que la rentabilidad ofrecerá mensajes acerca de la eficacia, eficiencia y productividad alcanzadas". Para Bernstein (1993), la efectividad de los resultados de explotación determina la capacidad de la empresa para sobrevivir desde el punto de vista financiero, para atraer proveedores de fondos y para recompensarlos adecuadamente. Además, según Esteo, la rentabilidad económica es el motor de la empresa, pues si se consigue el nivel adecuado de rentabilidad ello significa que los activos generan lo suficiente para retribuir los diferentes fondos con los que se han financiado.

respecto de los ingresos de pasaje, y muy particularmente de las de bajo coste, que alcanza el 95% del total de ingresos.

e) Los indicadores de productividad son claramente favorables a la iniciativa privada, como puede apreciarse en el índice de pasajeros por empleado, resultados por empleado y avión o pasajeros kilómetro transportado con relación al activo total. Destacan sobre todas las demás la productividad de las líneas aéreas de bajo coste.

f) No presentan diferencias significativas, al menos desde este punto de vista, los factores de ocupación de los distintos grupos de aerolíneas.

11.6.4.- INDICADORES ECONÓMICOS Y FINANCIEROS POR GRUPOS DE PROPIEDAD Y AÑOS.

Hemos realizado tres grupos en función de la propiedad de la aerolínea: líneas aéreas propiedad privada, mixta y pública y elaborado un panel de datos por grupos y años con las medianas de los indicadores que venimos analizando a lo largo del trabajo que figuran en los cuadros 11.4, 11.5 y 11.6 del anexo VIII. De la comparación de los tres cuadros podemos hacer las siguientes consideraciones:

a) Como podemos apreciar las empresas privadas y mixtas superan en intensidad de activos a las aerolíneas públicas, pero en rotaciones de activo las públicas superan a las privadas y mixtas, es más en tanto que las líneas aéreas públicas y mixtas han venido aumentando sus rotaciones y las privadas las han disminuido (Gráficas 11.30 y 11.31, anexo VIII).

b) Por lo que se refiere a resultados tanto las aerolíneas públicas, privadas y mixtas obtuvieron márgenes y rentabilidades negativas en el ejercicio 2001, aunque fueron las mixtas las menos afectadas. Además las líneas aéreas públicas también obtuvieron pérdidas en el año 2003 (gráficos 11.33 y 11.34 del anexo VIII).

Por otro lado, se aprecia que los coeficiente de rentabilidad financiera y económica son mejores en el caso de empresas mixtas y privadas que en las públicas. Todo esto nos lleva a pensar en la menor eficiencia económica de las aerolíneas públicas (Gráficos 11.35, 11.36 y 11.37 del anexo VIII).

c) Los costes de personal han venido disminuyendo en las líneas aéreas privadas y mixtas, en tanto que en las públicas han aumentando, hasta el punto de que han superado los de aquéllas. Por el contrario, la tasa de participación en el coste de ventas de las amortizaciones han disminuido en las aerolíneas públicas y aumentado en las privadas y mixtas. Esto puede indicarnos la mayor predisposición a la inversión en las aerolíneas que interviene la iniciativa privada, frente a la conservación o aumento del empleo de la iniciativa pública (Gráficas 11.38 y 11.39, anexo VIII).

d) Queda fuera de duda la mayor productividad de las líneas aéreas privadas y mixtas si atendemos al coeficiente que mide el número de pasajeros transportados por empleado, además se observa la mayor competitividad de las aerolíneas privadas por su mayor agresividad en precios (relación entre el volumen de ingresos y los pasajeros kilómetro transportados). Así podemos apreciarlo en las Gráficas 11.40 y 11.41 del anexo VIII.

e) El índice de ocupación en las aerolíneas es un punto de referencia en todos los estudios comparativos. Nosotros hemos analizada el factor de ocupación de pasaje y el carga, y los resultados reflejados en las gráficas 11.42 y 11.43 del anexo VIII ponen de manifiesto la mayor ocupación de las líneas aéreas privadas frente a las públicas y mixtas.

Los apartados anteriores nos llevan a poder afirmar los mayores márgenes, rentabilidades económicas y financiera, productividad (medida de diferentes formas) e inversión en activos y, por todo ello, la mayor eficiencia de las aerolíneas en las que la iniciativa privada está presente en la propiedad.

11.6.5.- EVOLUCIÓN DE LAS AEROLÍNEAS DE LA MUESTRA DURANTE EL PERIODO MUESTRAL.

Pretendemos extraer algunas conclusiones previas al análisis empírico, que desarrollamos en la parte VI, de los cambios sufridos en la ocupación, empleo, inversión en activo fijo, resultado neto, pasajeros kilómetro transportados por empleado y propiedad, a lo largo del periodo muestral.

El detalle de la evolución de las variables enumeradas anteriormente, que resumimos a continuación, aparece reflejado en el cuadro 11.7 del anexo VIII.

PROPIEDAD	EMPLEO	RESULTADO	INVERSIÓN	OCUPACIÓN	PRODUCTIVIDAD
PUBLICAS (8)	6 D (75%)	6 D (75%)	3 D (37,5%)	2 D (25%)	1 D (12,5%)
			1 ND (12,5%)		
	2 A (25%)	2 A (25%)	4 A (50%),	6 A(75%)	7 A(87,5%)
PRIVADAS (24)	5 D (21%)	16 D (67%)	6 D (25%)	4 D(17%)	6 D (25%)
	18 A (79%)	8 A (33%)	18 A(75%)	20 A(83%)	18 A (75%)
MIXTAS (9)	3 D (33%)	5 D (56%)	2 D (22%)	3D(33%)	3 D (33%)
	6 A (67%)	4 A (44%)	7 A (78%)	6 A(67%)	6 A(67%)
TOTAL (41)	14 D (34%)	27 D (66%)	11 D (27%)	9D (22%)	10 D (24%)
			1 ND 2%)		
	27 A(66%)	14 A(34%)	29 A (71%)	32 A(78%)	31 A(76%)

A = Aumento, D = Disminución , N D = No disponible

Del anterior cuadro resumen podemos extraer las siguientes conclusiones:

- El empleo aumenta en el período de análisis excepto en las líneas aéreas de propiedad pública.
- Los resultados han tenido una tendencia negativa en el periodo objeto de análisis también en los tres tipos de propiedad considerados.
- Las inversiones en activo fijo aumentan, pero con mucha más claridad en las líneas aéreas privadas y mixtas que en las públicas.
- La ocupación también ha aumentado en general en los tres grupos de aerolíneas considerados, aunque las líneas aéreas privadas son las de mayor porcentaje.

- La productividad, medida en pasajeros por empleado, también aumenta en los tres grupos, pero algo más en el grupo de compañías públicas.

Si comparamos las conclusiones anteriores con las obtenidas de la muestra de aerolíneas de la AEA, analizada anteriormente, podemos comprobar como los resultados son coincidentes en todos los parámetros analizados, empleo, resultado, inversión (en un caso en flota, en otro en activos fijos), nivel de ocupación y cambio en capacidad (oferta en AKOs) y productividad (en pasajeros transportados por empleado).

Destaca la no coincidencia entre las dos muestras en el parámetro “empleo”, pues según la muestra de la AEA las líneas aéreas públicas aumentan en su mayoría el número de empleados y según la muestra analizada a nivel internacional ocurre lo contrario.

También podemos destacar la coincidencia entre ambas muestras en el parámetro “inversión”, en el sentido de la mayor propensión a invertir de la líneas aéreas con participación de la propiedad privada.

11.6.6.- ANÁLISIS ESTADÍSTICO.

De acuerdo con Cuenca (1995), el análisis económico-financiero se caracteriza por la coexistencia de dos modalidades: una clásica, basada fundamentalmente en las capacidades explicativas de los analistas, de base esencialmente contable y que pretende diagnosticar la situación empresarial mediante las relaciones univariantes definidas por las ratios; y otra de base esencialmente estadística, en la que las ratios constituyen tan solo un conjunto datos de partida sobre los que aplicar, por procedimientos informáticos, técnicas estadísticas de análisis multivariable en la búsqueda y contrastación de modelos de comportamiento financiero, con capacidad explicativa y predictiva de las decisiones financieras empresariales.

La primera de ellas la hemos realizado en las páginas anteriores, la segunda la realizamos en la parte VI de esta tesis.

BIBLIOGRAFÍA PARTE IV.

- AITAL. Departamento de Estudios Económicos (2001): "Position Paper para la Cumbre Iberoamericana de Jefes de Estado".
- Air Transport Association. Informes Anuales de los años 1997 a 2004.
- Anen, B.; Bizzario, M.; Klumb, B. y Sayegh, C. (2002): "Airtran Holding, Inc.". Yale School Of Management.
- Anen, B.; Bizzario, M.; Klumb, B. y Sayegh, C. (2002): "Jetblue Airways". Yale School Of Management.
- Anen, B.; Bizzario, M.; Klumb, B. y Sayegh, C. (2002): "Industry: Airline. Date: September 23". Yale School Of Management.
- Association of European Airlines. Informes Anuales de los años 1997 a 2005.
- Bel, G. y Costas, A. (2000): "Privatización, competencia y consumidores: Una nueva agenda de reformas para la post privatización". Economistas, número 84, pp. 329-335.
- Bernstein, L.A. (1989): "Análisis de estados financieros". Ed. Deusto.
- Betancor, O. y Rendeiro, R. (1999): " Modelos de propiedad y gestión de aeropuertos: El caso español". Economistas, número 80, pp. 425-430.
- Betancor, O. y Trujillo, L. (2000): "Privatización de infraestructuras: Puertos y aeropuertos". Economistas, número 84, pp. 351-356.
- Blair, M. (2002): "The Economics of Post-September 11 Financial Aid to Airlines. Georgetown University Law Center. Working Paper.
- Carlson Wagonlit Travel (2003): "What benefits do Low-Cost Carriers really bring to business in Europe?".
- Carter, D. y Simkins, B. (2002): "Do markets react rationally?. The effect of the september 11th tragedy on airline stock returns". Oklahoma State University. Working Paper.
- Cebrián, B. (2004): "Las compañías aéreas se axfisian". El País de los Negocios, 19 de septiembre.
- Cebrián, B. (2004): "El cambio inevitable". El País de los Negocios, 11 de julio.
- Cesaretti, C. (2001): " El apalancamiento financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) el caso Aerolíneas". Erraper.
- Coloma, G., Gerchunoff, P. y Olmos, M. (1992): " Las privatizaciones en la Argentina". Instituto Torcuato Di Tella. Caso 2: Aerolíneas Argentinas, pp. 287-315.

- Costas, A. y Bel, G. (1997): “Los beneficios de la liberalización de los mercados de productos”. Colección Estudios e Informes, número 11, pp. 9-32.
- Cuenca, J.L. (1995): “Regulación económica y resultados en el sector eléctrico español. Un análisis económico-financiero de la aplicación del marco estable”. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid.
- Eckel, C., Eckel, D., and Sigal V., (1997): “Privatization and efficiency: Industry effects of the sale of British Airways”. Journal of Financial Economics, número 43, pp. 275-298.
- Escobar, J. (1999): “Privatización de aeropuertos – el efecto económico sobre las líneas aéreas – posición de IATA y AITAL”. Seminario sobre privatización de aeropuertos. OACI.
- Esteo, F. (1998): “Medición contable de los factores determinantes de la rentabilidad empresarial: Un modelo integrado para el análisis externo”. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid.
- Fonseca, L. A. (1999): “Medidas de control y monitoreo en un entorno de aeropuertos privatizados”. Seminario sobre privatización de aeropuertos. OACI.
- Fournier, G. y Zuehlke, T. (2003): “Airline price wars uit multi-market contacts and Low Cost Carrier entrants”. Intenational Industrial Organization Conference, Boston.
- International Air Transport Association. Informes Anuales de los años 1996 a 2004.
- Ito, H. y Lee, D. (2003): “Low Cost Carrier growth in the U.S. airline industry: Past, present, and future”. Brown University. Working Paper.
- Jorge, J. y Betancor, O. (1999): “El transporte aéreo en Europa. Balance de las tendencias en el sector tras la liberalización”. Papeles de Economía Española, nº 82, pp. 225-237.
- KPMG (2003): “No-frills airlines – What’s in it for hoteles?”
- Kesharwani, T. (1999): “La privatización en la provisión de aeropuertos y servicios de navegación aérea”. Seminario sobre privatización de aeropuertos. OACI.
- Mächler, F. (2002): “Las implicaciones inmediatas de los actos terroristas del 11 de Septiembre”. Boletín Informativo AITAL, número 63, pp. 7-8.
- Marín, Pedro L. (1996): “La desregulación del transporte aéreo en Europa y sus efectos sobre la estructura de mercado”. Economistas, número 63, pp. 102-113.
- Marín, Pedro L. (1999): “El transporte aéreo en España”. Papeles de Economía Española, número 82, pp. 19-29.
- Morgan Stanley Equity Research Europe (2002): “European Low-Cost Airlines: This is a Buying Opportunity!”.

- Morrison, S., Yarrow, G., Yamauchi, H., Murakami, H. and Lawton-Smith, H. (1995): "International comparison of privatization and deregulation among the USA, the UK and Japan". The Economic Analysis, número 143.
- Oficina Internacional del Trabajo (2001): "Informaciones más recientes sobre las repercusiones de los acontecimientos del 11 septiembre en el sector de hostelería y el turismo".
- Onur, A. (2000): "Privatization of British Airways: Before and after". Bilkent Universitesi. Working Paper.
- Quintans, M. (2000): "Proceso de privatización de Aerolíneas Argentinas". www.Gestiopolis.com
- Rey Legidos, B. (2003): "Estructura de mercado y eficiencia empresarial en el transporte aéreo". ICE número 808, pp. 189-200.
- Rus, G. (1999): "Economía y política del transporte: Principios y tendencias". Papeles de Economía Española, número 82, pp. 2-18.
- Sayanak, T. (2004): "Do Low Cost Carriers provide quality service?". Master's Research Paper. Carolina University.
- Servicio de Estudios de "La Caixa" (2001): "Transporte Aéreo: Remontando la Crisis de 2001". Informe mensual de febrero, pp. 68-76.
- Thwaites, M. (2001): "Aerolíneas. El espejo de la Argentina". Revista Realidad Económica. Número 181.
- Vázquez, R.; Díaz, A. M. y Suárez, A. (2004): "Cómo usan Internet las líneas aéreas para desarrollar relaciones estables con los clientes". Universia Business Review- Actualidad Económica. Segundo Trimestre.
- Vidal Suárez, M. V. y García Canal, E. (2000): "Problemas de la agencia y la creación de valor en las alianzas globales". Universidad de Oviedo. XI Congreso Nacional ACEDE.
- Wangermann, P. (2002): "Economic Impact of 9/11 on the Airline Industry". Princeton University. Working Paper.
- Yamauchi, H. and Murakami, H. (1995): "Air Transport in Japan: Policy Changes and its Evaluation". Economic Research Institute, nº 143.
- Yarrow, G. (1999): "Theory of Privatization, or Why Bureaucrats are still in Business". World Development, vol 27, nº1, pp. 157-168.

PÁGINAS WEBS CONSULTADAS.

- <http://www.aea.org>
- <http://www.aena.es>
- <http://www.aital.org>
- <http://www.ata.org>
- <http://www.eraa.org>
- <http://www.iata.org>
- Páginas webs de todas las aerolíneas citadas a lo largo de la tesis

PARTE V: PRIVATIZACIÓN DE IBERIA, LÍNEAS AÉREAS DE ESPAÑA, S. A.

CAPÍTULO DOCE. ORIGEN, PRIVATIZACIÓN Y GOBIERNO DE LA COMPAÑÍA.

12. 1.- ORIGEN Y EVOLUCIÓN DE LA COMPAÑÍA.

Con el Gobierno de Primo de Rivera, a partir de 1925, se produjo el proceso de implantación de líneas de pasajeros que se inicia con la aparición de la Unión Aérea Española y la que es, según Yusta (2003), la primera Iberia.

La creación de Iberia fue un encargo más dentro de la cartera de contratos firmados con el prestigioso hombre de negocios Horacio Echevarrieta y Maruri, empresario elegido por Alemania como el socio más conveniente por su acreditada solvencia y seriedad en el mercado de la construcción naval, todo ello en una relación que contó con la aprobación de Primo de Rivera, el Ministro de Marina Cornejo y el mismo Rey, Alfonso XIII. A primeros de octubre de 1926 Echevarrieta viajó a Berlín para concretar los términos de la colaboración y negociar, entre otros asuntos de carácter reservado, la creación de una compañía aérea que se llamaría Iberia¹ con sede en Madrid y la apariencia de ser española bajo la presidencia de Echevarrieta.

La compañía realiza su primer vuelo comercial entre Madrid y Barcelona el 14 de diciembre de este mismo año con aviones Rohrbach-Rolland. Tras fusionarse con otras compañías aéreas españolas adopta, en años sucesivos, los nombres de Ceta, Classa o Lape. Será en 1937 cuando la empresa recupera de nuevo el nombre de Iberia e inicia su

¹ En documento fechado el 11 de octubre de 1926 se establecieron las bases para la constitución de compañía aérea en la que Alemania participaría a través de Aero Lloyd Español, S.A. (DLH) con un 49%. España intervenía por medio de Echevarrieta con una aportación que ascendía al 51% (estando el 7% en manos de Siemens AEG).

Iberia fue constituida mediante escritura otorgada el 28 de junio de 1927 ante el Notario de Madrid D. Juan Crisóstomo de Pereda y Gorriz, con el número 1.725 de orden de su protocolo, e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al Tomo 182, Folio 14, Hoja 5.595, Inscripción 1ª.

actividad con sede en Salamanca cubriendo destinos del centro peninsular, el norte de África y algunas de las principales ciudades europeas.

Con posterioridad en el año 1938, se firmó un nuevo contrato con DLH que especificaba claramente que ésta era la dueña de Iberia y que operaría para el Estado Español con material Junkers-52 y tripulaciones alemanas. Podemos considerarla una segunda Iberia.

En junio de 1940, el Ministro del Aire formalizó la constitución de una tercera Iberia, la Compañía Mercantil Anónima Iberia (con un 39% en poder de los alemanes), en una España deprimida tras la guerra civil.

Un Decreto de 17 de diciembre de 1943 estableció la adquisición de la totalidad de las acciones que poseía el capital privado, quedando la compañía completamente nacionalizada, traspasando posteriormente la acciones al INI que se convirtió en único propietario. Tras asegurarse nuevos suministros de combustible y adquirir varios aviones americanos, la empresa logró normalizar sus servicios y ampliar la red de cobertura de vuelos.

Con la incorporación de Iberia a las empresas del INI en 1944 nace la cuarta Iberia, que resultó decisiva para el desarrollo de la empresa. En 1946, con el inicio de los vuelos a Buenos Aires, se convierte en la primera compañía que vuela entre Europa y América del Sur. Su expansión americana siguió con la apertura de nuevas rutas en los años sucesivos: La Habana, Caracas, San Juan de Puerto Rico, Río de Janeiro,...

En la década de los sesenta se incorporan a la flota de Iberia los primeros reactores lo cual supone una mejora sustancial en la calidad del servicio. Durante los años setenta llegan nuevos aviones (B-747, B-727, DC-10) que renuevan la mayor parte de la flota turbohélice. También se inaugura en esta época el puente aéreo Madrid-Barcelona, operación pionera en Europa.

La década de los noventa trae la creación nuevas programas y servicios, crisis y ayudas del Estado (721 millones de €) y en 1993 la liberalización del mercado aéreo español, que conduce a la reducción de márgenes. En ésta década se va intensificando la

competencia, en especial en las rutas principales. Se llevan a cabo planes de viabilidad y directores, hasta que en marzo del 2000 se hace efectiva la incorporación al capital de la compañía de los siete accionistas institucionales e industriales que constituyen el núcleo estable.

En esta década Iberia se embarca en la compra de aerolíneas sudamericanas que están privatizadas. Llega a controlar parte del capital y a gestionar Aerolíneas Argentinas y su filial Austral, y compra porciones significativas del capital de Ladeco y Viasa. En cierto sentido, la compra de estas participaciones estaba dirigida a hacer a la compañía más atractiva de cara a una posible privatización y a la firma de alianzas estratégicas con otras líneas aéreas del Norte de Europa y EEUU.

Actualmente, Iberia es la cabecera de un Grupo de empresas cuya actividad es el transporte de pasajeros, mercancías y actividades conexas; líder en el mercado nacional y en los destinos latinoamericanos. Según datos de la Asociación Española de Compañías Aéreas, en el año 2000 Iberia tenía una cuota en el mercado doméstico del 70,4% , un 34,5% en el tráfico regular entre España y Europa y un 44,5% del tráfico regular entre España y Latinoamérica.

Además, es una de las empresas más cualificadas del mundo en el área del mantenimiento aeronáutico, actividad que presta a su propia flota y a la de otras veinte empresas más, incluidas varias de las mejores de Europa. Es el primer operador de Handling en todos los aeropuertos españoles.

12. 2.- PRIVATIZACIÓN.

La de Iberia es la última gran privatización del Gobierno Español que estableció un mecanismo de acción de oro¹, pese a la oposición de las autoridades europeas por un plazo

¹ De acuerdo con el Real Decreto 343/2001, de 4 de abril, de aplicación de régimen de autorización administrativa previa de Iberia, Líneas Aéreas de España, Sociedad Anónima; el citado mecanismo de autorización, contemplado en la Ley 5/1995, de 23 de marzo, de régimen jurídico de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas, completando la reglamentación específica que corresponda, se integra en un dispositivo general de protección de los intereses generales en sociedades consideradas como estratégicas, por dedicarse a la prestación de un servicio público como el de transporte aéreo, cual es el caso de Iberia.

En definitiva, se trata de proteger ciertos activos, creados y desarrollados por el Estado para atender básicamente un servicio público de interés general, que ha cobrado, a lo largo de los años de existencia de la compañía a privatizar, un extraordinario auge.

de cinco años, prorrogable por otros dos, que le otorgaría el derecho de veto en cuestiones estratégicas de la compañía tanto nacional como internacional.

La privatización de Iberia fue una decisión de gran importancia para el futuro desarrollo de la compañía; además, el ánimo del Gobierno era que dicha privatización gozara de las máximas garantías en cuanto a la venta de las acciones de las que el Estado era titular y a la máxima liquidez posterior de los títulos valores de la compañía. Por tratarse de una compañía designada, con carácter único o junto a otra y otras empresas españolas, para el ejercicio de los derechos de tráfico incorporados en convenios bilaterales de transporte aéreo suscritos por España, y que juega un papel fundamental en el sistema de transporte aéreo del país, la protección de su patrimonio era imprescindible para garantizar el interés general y no debería quedar sometida a decisiones de inversiones que puedan contrariar los referidos intereses.

Por todo ello, los acuerdos sociales sometidos al régimen de autorización son los siguientes:

- Sustitución de su objeto social.
- Disolución voluntaria, escisión o fusión de Iberia.
- Enajenación o gravamen, en cualquier forma y por cualquier título, de los activos tangibles o intangibles, partes o cuotas indivisas de los mismos de que sea titular Iberia, siempre que ello impida o afecte sustancialmente la capacidad de Iberia para explotar los servicios de transporte aéreo de pasajeros y carga.

Queda igualmente sometida al régimen de autorización administrativa previa la adquisición, directa o indirecta, incluso a través de terceros fiduciarios o interpuestos, de acciones de Iberia, u otros valores que puedan dar derecho, directa o indirectamente, a la suscripción o adquisición de aquéllas, cuando tenga por consecuencia la disposición sobre, al menos, el 10% del capital social.

Por aplicación del Acuerdo del Consejo de Ministros del 28 de junio de 1996, el Consejo Consultivo de Privatizaciones examinó el expediente remitido por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales sobre:

- La primera fase de la operación, en la que se seleccionan los “socios industriales”, por la que se enajeno el 10% del capital de compañía.

- La segunda fase de la operación, en la que se seleccionan los “socios institucionales”, con la venta del 30% del capital de la sociedad.
- La tercera fase de la operación, en la que se realiza la OPV, que supuso la venta del 53,7% capital de Iberia, Líneas Aéreas de España, S.A., que correspondía a la totalidad del capital en poder de SEPI; sin embargo, el no ejercicio final de la opción “Greenshoe” motivó que un 5,8% de las acciones pertenezcan en la actualidad a SEPI.

12.2.1.- PRIMERA FASE: ELECCIÓN DE SOCIOS INDUSTRIALES.

En su reunión de octubre de 1996, el Consejo de Administración de SEPI determinó la lista preliminar de candidatos preseleccionados como asesores financieros para el establecimiento de la alianza estratégica de Iberia; fueron once, presentándose finalmente ocho propuestas, de las que se tomaron en consideración sólo siete.

El Consejo de Administración de SEPI designó en noviembre de 1996 la oferta conjunta de Merrill Lynch y BT Wolfensohn como asesores financieros para la alianza estratégica de Iberia. Tras el análisis de cinco potenciales candidatos americanos y otros tantos europeos, en julio de 1997 SEPI autorizó la firma de sendos acuerdos de intenciones entre la propia SEPI, Iberia y British Airways de una parte, y con American Airlines de otra a efectos del establecimiento de una alianza estratégica con Iberia; además se integró a la compañía en la mayor alianza mundial de líneas aéreas, One World.

Finalmente, y tras el proceso de valoración llevado a cabo por los bancos asesores, en diciembre de 1999 se firma el contrato de compraventa por el que British Airways y American Airlines adquieren un 10% de Iberia por un precio de 273 millones de €, no pagándose en todo caso mayor precio que el que resultara de la OPV cuando la misma tuviera lugar.

El Consejo Consultivo de Privatizaciones consideró que la decisión de elegir a American Airlines y British Airways como socios estratégicos de Iberia encuentra apoyo en la documentación examinada.

12.2.2.- SEGUNDA FASE: ELECCIÓN DE SOCIOS INSTITUCIONALES.

El Consejo de Administración de SEPI autorizó en febrero de 1999 el inicio del proceso para dar entrada a socios institucionales que adquiriesen individualmente entre un 3% y un 10% del capital de Iberia y hasta un máximo conjunto del 30%.

Tras el proceso previo de selección se recibieron ocho ofertas en firme, rechazándose tres de ellas y en abril de 1999 SEPI acordó aprobar el procedimiento de enajenación del 30% del capital de Iberia, procediendo a la adjudicación de un 10% de tales acciones a favor de Caja Madrid, de un 7,3% al BBVA, de un 6,7% a Logista Aeroportuaria, S.A., de un 3% a El Corte Ingles, S.A. y de un 3% a Ahorro Corporación, S.A.; todo ello por un precio de 819 millones de € y aplicándose los mismos ajustes en cuanto a precio que a los socios industriales. En diciembre de 1999 se suscribieron los contratos de compraventa con los citados socios institucionales, firmándose además un “acuerdo de accionistas” entre socios industriales e institucionales de Iberia.

El CCP considera justificada la decisión adoptada y el sistema elegido para la asignación de las acciones en función de los cuatro criterios elegidos (precio ofrecido, porcentaje del capital dispuesto a invertir, plazo mínimo de participación y capacidad para la formación de un grupo estable de accionistas) se encuentra suficientemente explicado, constituyendo un sistema objetivo y reglado, así como el sistema para la fijación del precio que será igual para todos los inversores institucionales y será equivalente al mínimo ofertado entre aquellas ofertas que sean seleccionadas hasta cubrir el porcentaje final del capital de Iberia que se venda.

12.2.3.- TERCERA FASE: OPV.

Con fecha 30 de diciembre de 1999 el Consejo de Ministros, previo informe favorable del CCP, aprobó la realización de la OPV dando cumplimiento a la autorización previa prevista en la Ley 5/1995, de 23 marzo, de Régimen Jurídico de enajenación de Participaciones Públicas en Determinadas Empresas.

Tras el proceso previo de selección de candidatos a dirigir la venta del 53,7% del capital de Iberia a través de OPV, el Consejo de Administración, en reunión de abril de

1999, decidió nombrar como Coordinadores Globales a BSCH y Merrill Lynch, realizándose la operación en abril de 2001. Más tarde, en octubre del mismo año se designó, entre varios candidatos, como valorador independiente a Alpha Corporate.

Las entidades que intervinieron en la oferta obtuvieron unos ingresos por comisiones de 11 millones de €aproximadamente.

Para facilitar la adquisición de las acciones de Iberia en el subtramo dedicado a los empleados, la compañía acordó con ellos la negociación de préstamos cuya única utilización fuera la adquisición de acciones de la empresa. Así lo hizo con varias entidades financieras, haciéndose cargo parcialmente de los intereses de dichas operaciones la propia compañía.

El CCP considera que en la operación de privatización de Iberia se han respetado suficientemente los principios de publicidad, transparencia y libre concurrencia.

12. 3.- ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y GOBIERNO CORPORATIVO.

De acuerdo con Hernández y López de Castro (2000), el gobierno de la empresa son reglas y procedimientos destinados a asegurar que una compañía es gestionada adecuadamente, que dispone de administradores adecuados con sus tareas definidas y que éstos actúan adecuadamente de acuerdo con la Ley y con las prácticas al uso más rigurosas.

La virtud del “Corporate Governance” reside en encontrar la fórmula de gobierno empresarial que reduzca los costes de agencia, es decir, que minimice la suma de los costes debidos a la divergencia entre los objetivos de principal y agente (pérdida residual) y los que podemos denominar costes de supervisión; entre estos últimos podemos distinguir los de carácter interno (tanto positivos como negativos: incentivos retributivos, indemnizaciones por despido, limitaciones contractuales sobre las facultades de actuación de los directivos...), y los de carácter externo (auditorias externas).

Los sistemas del gobierno de la empresa tienen sus ventajas e inconvenientes: el de control externo tiene a su favor una mayor flexibilidad y capacidad de respuesta pero, por el contrario, tiende a sesgar las inversiones hacia el corto plazo. El modelo de control

interno, por su parte, fomenta la creación de relaciones a largo plazo pero su estabilidad puede convertirse en un freno a la adaptación de un entorno en constante mutación.

Un modo de superar esos problemas de separación entre propiedad y control es la presencia de grandes accionistas que tengan más incentivo para supervisar a los directivos.

12.3.1.- ESTRUCTURA DE PROPIEDAD.

La composición de la estructura de propiedad del capital era a 31 de diciembre de 2004, la siguiente:

Accionista	Porcentaje
CAJA MADRID	9,74
BA Y AA	9,74
BBVA	7,38
LOGISTA	6,52
EL CORTE INGLES	2,92
CORPORACIÓN FRA GALICIA, S.A.	3,46
IBERCAJA	0,35
CAJA CASTILLA LA MANCHA	0,16
UNICAJA	0,11
CAJA AHORROS SEVILA Y HUELVA	0,11
SEPI	5,25
RESTO	45,73

En relación con los accionistas de control debe significarse que, con fecha 17-3-2000, mediante la elevación a público del contrato privado de compraventa de acciones firmado en diciembre de 1999, entran en el capital de IBERIA: Caja Madrid, BBVA, El Corte Inglés, Logista, Participaciones Aeronáuticas y BA & AA Holdings Limited que, adquiriendo un 40% del capital de la sociedad, son los llamados accionistas de núcleo estable ya que adquirieron frente a SEPI los siguientes compromisos de permanencia como accionistas de la sociedad:

- Caja Madrid: mínimo de seis años.
- BBVA: mínimo de cinco años
- Logista: mínimo de cinco años.
- El Corte Inglés: mínimo de cinco años.
- Participaciones Aeronáuticas: mínimo de tres años y

- BA & AA: mínimo de tres años.

Algunas participaciones han sido vendidas por otras a estas entidades que, en consecuencia, quedaron obligadas por los compromisos asumidos por los propietarios iniciales.

El acuerdo entre los accionistas del núcleo estable, firmado en diciembre de 1999, regula las relaciones entre ellos al objeto de dar coherencia a los criterios de gestión y con el fin de dar estabilidad a la sociedad en el medio y largo plazo, todo ello en defensa de los intereses sociales. Para ello se constituyó un sindicato de accionistas integrando en el mismo las participaciones del socio industrial (BA & AA) y de los accionistas institucionales¹.

En las reuniones del sindicato se discuten las materias que deben ser tratadas en el consejo de administración, en las comisiones del consejo y en la junta general de accionistas. Los accionistas sindicados se comprometen a votar en los órganos competentes de IBERIA, en el mismo sentido que se haya decidido en la reunión del sindicato.

Durante el ejercicio 2003 ha habido dos ampliaciones de capital coincidentes con un plan de opciones para empleados y directivos de la empresa, garantizado con obligaciones convertibles y ejercitable en cuatro fechas. Las dos primeras fechas de ejercicio han sido en octubre de 2003 y febrero de 2004.

Sigue siendo de aplicación el régimen de acción de oro hasta el 3-4-2006, prorrogables por dos años¹.

En la actualidad la distribución gráfica de la propiedad sería la que muestra la gráfica 12.1 del anexo X.

¹ Los acciones sindicadas son aquellas acciones que en el momento del acuerdo eran de titularidad de los accionistas del núcleo estable y que totalizaban un 40%, por lo que el acuerdo no se aplica a las acciones adicionales de IBERIA que dichos accionistas pudieran adquirir posteriormente, salvo aquellas que se adquirieran mediante el ejercicio del derecho de suscripción preferente o por derecho de adquisición preferente que se establece en el propio acuerdo de accionistas.

¹ También existen limitaciones en la nacionalidad de los titulares del capital social, por cuanto el capital de las compañías aéreas españolas ha de ser mayoritariamente español (Ley de navegación aérea y Reglamento CEE 2407/1992).

12.3.2.- ESTRUCTURA DE GOBIERNO.

En España, la Comisión Especial para el Estudio de un Código Ético de los Consejos de Administración de las sociedades, constituida en 1997, elaboró un Informe conocido como “Código Olivencia” formulando 23 recomendaciones a las sociedades cotizadas para que las incorporaran a sus normas reguladoras y sus modos de actuación en base al principio de autonomía de voluntad:

“ Las medidas que constituyen objeto de recomendación se centran en los Consejos de Administración y se inspiran en los principios de cuenta y razón – que incluyen los de transparencia y responsabilidad del Consejo – y de eficacia, al servicio del interés social, definido conforme a la regla de creación de valor para el accionista.”

El Código Olivencia se hace público en 1998, esto es, con anterioridad a que los Estatutos sociales de Iberia, como compañía privada, entraran en vigor. Las 23 recomendaciones del código sirvieron de inspiración a los Estatutos Sociales de esta compañía², por lo que el cumplimiento de dichas recomendaciones es prácticamente total, y el Consejo de Administración ha desempeñado su actividad con responsabilidad y eficacia, velando por los intereses sociales de la compañía, y adoptando las decisiones necesarias para garantizar la viabilidad y competitividad de la empresa a medio y largo plazo.

A) CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN.

Los principios básicos que presiden la actuación del Consejo de Administración son los de eficacia, transparencia y responsabilidad, con el objetivo prioritario de incrementar el valor de la empresa en interés de los accionistas, supervisando el desarrollo de la actividad empresarial y asegurando la viabilidad futura de la compañía y su

² Con posterioridad, la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas, fue constituida por el Consejo de Ministros el 19-7-2002, con la finalidad de estudiar y proponer “criterios y pautas” en lo que se refiere al gobierno de las sociedades, a su relación con una serie de empresas de servicios profesionales, y a establecer tales criterios y pautas con vistas a aumentar la transparencia y seguridad en los mercados. Los trabajos de la Comisión, tras analizar el estado actual de aplicación del código Olivencia, concluyen en un informe conocido como “Informe Aldama”.

competitividad, con respeto, en todo caso, a la legalidad vigente y de conformidad con los valores y criterios de conducta de general aceptación.

La composición y reglas de gobierno de Iberia se encuentran en sus Estatutos Sociales, en el Reglamento de su Consejo de Administración¹, aprobado en su reunión de 9-3-01, y el Reglamento Interno de Conducta en materia relativas a los mercados de valores, vigente desde la misma fecha.

Dentro de este marco general, el Consejo de Administración concentra su actividad esencialmente en la actividad de supervisión y control de la gestión ordinaria de la compañía y se obliga, en particular, a ejercer directamente las responsabilidades siguientes:

- Aprobación de las estrategias, planes y políticas generales de la sociedad.
- Nombramiento, retribución y, en su caso, destitución de los altos directivos de la sociedad, así como el control y evaluación de su actividad de gestión.
- Aprobación de la política en materia de autocartera.
- Identificación de los principales riesgos de la sociedad y, en especial, la implantación y seguimiento de los sistemas de control interno y de información adecuados.
- Determinación de las políticas de información y comunicación con los accionistas, los mercados y la opinión pública.
- En general, las operaciones que entrañen la disposición de activos sustanciales de la compañía y las grandes operaciones societarias, así como todas aquéllas específicamente previstas en este Reglamento.

De los doce miembros que actualmente integran el consejo de administración, dos son consejeros internos o ejecutivos – el presidente de la sociedad, siendo asimismo presidente del consejo de administración, y el consejero delegado – y otros diez son consejeros externos. Entre estos últimos, cuatro se consideran independientes, dado que ni son ni representan a accionistas capaces de influir en el control de la sociedad. Los seis

¹ El Reglamento del Consejo, ajustado a las recomendaciones del llamado “Código de Buen Gobierno del Consejo de Administración”, aprobado por la comisión especial para el estudio ético de los consejos de administración de las sociedades cotizadas (Informe Olivencia), tiene por objeto determinar los principios de actuación del órgano de gobierno de la sociedad, las reglas básicas de su organización y funcionamiento y las normas de conducta de sus miembros y de los altos directivos de la compañía, así como su régimen de supervisión y control.

consejeros restantes son dominicales, por cuanto que han sido propuestos por quienes son titulares de participaciones estables consideradas suficientemente significativas en el capital de la sociedad.

En consecuencia, la composición del consejo de administración responde a las recomendaciones del Informe Aldama, que actualiza las del Informe Olivencia, constituido por una amplia mayoría de consejeros externos en el consejo y, dentro de éste, una participación muy significativa de consejeros independientes, teniendo en cuenta la estructura accionarial de la sociedad y el capital representado en el consejo.

B) COMISIONES ESPECIALIZADAS.

De otra parte, el fortalecimiento y, de modo especial, la eficacia en el desarrollo de las funciones del consejo han determinado la constitución de cuatro comisiones especializadas en el seno del mismo a fin de diversificar el trabajo y asegurar que, en determinadas materias relevantes cuya inmediatez e importancia no exigen su remisión directa al pleno del consejo, las propuestas y acuerdos del mismo hayan pasado primero por un órgano especializado que pueda filtrar e informar sus decisiones con el objeto de reforzar las garantías de objetividad y reflexión de sus acuerdos.

Las comisiones son:

- Comisión Ejecutiva. Es acreedora de la delegación permanente de todas las facultades del Consejo de Administración, salvo las que legal o institucionalmente sean indilegables o las que no puedan ser delegadas por virtud de lo dispuesto en el Reglamento del Consejo.
- Comisión de Auditoría y Cumplimiento. Su principal cometido será asistir al Consejo de Administración en sus funciones de vigilancia y control de la sociedad mediante la revisión periódica del cumplimiento de las disposiciones legales y normas internas aplicables a la Compañía.
- Comisión de Nombramientos y Retribuciones. Cuya función principal es evaluar el perfil de las personas más idóneas para formar parte de las distintas comisiones y elevar al Consejo las correspondientes propuestas.
- Comisión de Seguridad. Se encarga del seguimiento y evaluación de los sistemas de seguridad de vuelo.

12.3.3.- SEGUIMIENTO DE LAS RECOMENDACIONES DEL INFORME ALDAMA.

Como afirma el “Informe Aldama”, las recientes dificultades que se han podido observar en los mercados de capitales tienen que ver con varios factores. En buena medida, estas dificultades responden al proceso de aprendizaje colectivo que acompaña al proceso de cambio del marco institucional de los mercados de capitales hacia sistemas centrados en las bolsas de valores. En relación con ese aprendizaje se ha observado, en los EEUU y en otros países, el efecto de factores diversos, entre los cuales se cuentan el funcionamiento parcialmente defectuoso de los mercados de control corporativo, los errores estratégicos de las empresas que han aumentado exageradamente su nivel de endeudamiento o infravalorado los riesgos de sus operaciones y las actuaciones inapropiadas de determinadas empresas, incluidas prácticas contables que han distorsionado, a veces gravemente, la percepción de la situación, sin olvidar la responsabilidad de las propias autoridades reguladoras que han podido generar marcos de incentivos equivocados para los agentes económicos.

El cuadro siguiente muestra una valoración propia del grado de seguimiento de las recomendaciones del Informe Aldama por Iberia.

	CRITERIOS / ÓRGANO	RECOMENDACIÓN	GRADO DE CUMPLIMIENTO	VALORACIÓN
PRINCIPIO DE TRANSPARENCIA Y EL DEBER DE INFORMAR	TRANSPARENCIA	<i>Información completa</i>	Los inversores tienen a su disposición cantidad y calidad de información para formarse una “imagen fiel” de la sociedad.	ALTA
		<i>Información correcta</i>	Es posible garantizar que sea también correcta.	ALTA
		<i>Información equitativa, simétrica y en tiempo útil.</i>	Todos los participantes del deben tener acceso a la información en las mismas condiciones	ALTA
	DEBER DE INFORMAR	<i>Contenido de la información publicada</i>	Sobre la estructura de propiedad, la administración, operaciones vinculadas e	ALTA

			intragrupo, control de riesgos y funcionamiento de la Junta General de la sociedad.	
		<i>Instrumentos de información sobre gobierno corporativo..</i>	Elaboración de informe anual de gobierno corporativo y difusión en página web de información relevante para alcanzar la simetría informativa.	ALTA
		<i>Garantías de calidad de la información: "Cumplir o explicar"</i>	Motivación y explicación de las reglas de gobierno elegidas y su grado de cumplimiento.	ALTA
PRINCIPIO DE SEGURIDAD Y EL DEBER DE LEALTAD.	SEGURIDAD EN LOS MERCADOS.		Distribución correcta del valor producido por la empresa. Los administradores y accionistas de control no obtienen beneficios desproporcionados.	
	RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES: DEBERES DE LEALTAD Y DILIGENCIA.	<i>Deber de lealtad en los conflictos de intereses.</i>	Separación entre el deber de creación de valor y beneficios en la empresa y el relativo a la distribución de ese valor.	ALTA
		<i>Especificación de los deberes de lealtad.</i>	Especificación de pautas de actuación de los consejeros.	
		<i>Extensión subjetiva de los deberes de lealtad.</i>	Especificación de pautas de actuación a otras personas o entidades relacionadas con la sociedad, como altos ejecutivos, accionistas de control, etc.	
		<i>Los deberes de diligencia.</i>	Participación de los de los Consejeros en la reuniones del Consejo y de las Comisiones de manera activa	
	EL MARCO ÉTICO DEL GOBIERNO	<i>Responsabilidad social de la empresa.</i>	Supervivencia de la empresa a largo	ALTA

	CORPORATIVO.		plazo, mediante una buena posición competitiva, minimizando efectos negativos ocasionados por la actividad.	
ÓRGANOS DE GOBIERNO.	LA JUNTA GENERAL DE ACCIONISTAS.	<i>Información al accionista al celebrar la Junta.</i>	Divulgación de contenido íntegro de todas las propuestas, usando la propia página web.	ALTA
		<i>Información criterios gobierno corporativo.</i>	Informe anual de gobierno corporativo y prácticas de gobierno corporativo de la sociedad.	ALTA
		<i>Reglamento Junta</i>	Elaboración y difusión de Reglamento específico para la Junta General, incluyéndolo en la página web.	ALTA
		<i>Convocatoria, orden del día,... en el período preparatorio</i>	Publicación por anticipado a través de la web del orden del día de la Junta.	ALTA
		<i>Celebración y desarrollo Junta.</i>	Fomento de medidas de participación en las Juntas Generales.	
		<i>Otras medidas</i>	Como formulación de propuestas a los puntos propuestos	
	CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN	<i>Consejeros</i>	Crear comisiones especializadas. Nombrar consejeros internos (ejecutivos), externos dominicales y externos independientes.	ALTA
		<i>Inamovilidad Externos.</i>	No recomendar la limitación de mandatos.	ALTA
		<i>Edad Consejeros</i>	No recomendar edad	BAJA
	COMPOSICIÓN CONSEJO		Amplia mayoría de consejeros externos.	MEDIA
	PRESIDENTE CONSEJO		Separación del cargo de Presidente y Consejero	ALTA

			Ejecutivo	
	COMISIONES CONSEJO ADMINISTRACIÓN	<i>Comisión Ejecutiva</i>	Administración y gestión de la sociedad. Composición similar a la del Consejo.	ALTA
		<i>Comisión Auditoría y Control</i>	Sus miembros deberían ser externos, con la misma proporción de dominicales e independientes que el propio Consejo. Tendrá su propio Reglamento.	BAJA
		<i>Comisión de Nombramientos y Retribuciones</i>	Informar sobre nombramientos, reelecciones, cese y retribuciones del Consejo. Con reglamento propio y formada por Consejeros externos.	BAJA
		<i>Comisión de Estrategia e Inversiones.</i>	Informará sobre decisiones estratégicas, inversiones y desinversiones. Tendrá reglamento propio y estará formada por Consejeros ejecutivos y externos.	
	REMUNERACIÓN DEL CONSEJO Y DE LA ALTA DIRECCIÓN	<i>Publicación de la remuneración.</i>	Deberá hacerse constar en el informe anual la remuneración recibida por los Consejeros especificando su cuantía y conceptos.	MEDIA
	FORMULACIÓN DE LAS CUENTAS ANUALES Y DE LOS ESTADOS FINANCIEROS SEMESTRALES Y TRIMESTRALES.			ALTA
	CUMPLIMIENTO DE LOS CRITERIOS DE GOBIERNO CORPORATIVO. REGLAMENTO DEL CONSEJO.		Dotarse de Reglamentos de la Junta General y Consejo de Administración. Elaboración de Informe Anual de Gobierno	ALTA

			Corporativo. Publicarlo en la página web.	
--	--	--	---	--

Fuente: Elaboración propia.

En nuestra opinión, el grado de seguimiento por Iberia de las recomendaciones del informe Aldama es prácticamente total.

12.3.4.- SEGUIMIENTO DE LOS PRINCIPIOS DE LA OCDE PARA EL GOBIERNO DE LAS SOCIEDADES.

Afirma el preámbulo de los principios de la OCDE: “ el grado de cumplimiento de los principios básicos del Buen Gobierno por parte de las sociedades es un factor cada vez más determinante en las decisiones de inversión. La relación entre las prácticas de Buen Gobierno y el carácter cada vez más internacional de la inversión es de particular relevancia. Los flujos internacionales de capital permiten a las compañías acceder a una financiación por parte de un grupo de inversores mucho más amplio. Si los países quieren sacar el máximo provecho del mercado de capitales global y atraer capital estable a largo plazo, las disposiciones del gobierno corporativo deber ser creíbles y fáciles de comprender en el mundo entero”.

Aunque los principios no son vinculantes si pueden considerarse un punto de referencia y evaluar en qué medida Iberia los cumple o no. A esta valoración dedicamos el cuadro siguiente:

	PRINCIPIO	ANOTACIONES SOBRE PRINCIPIOS	GRADO DE CUMPLIMIENTO
I. DERECHOS DEL ACCIONISTA	El marco de gobierno de la sociedad debe proteger los derechos del accionista	Derechos básicos del accionista como: transferir acciones, información, voto en juntas accionistas, etc.	ALTA
		Derecho a participar y estar informados sobre decisiones con cambios fundamentales para la sociedad	ALTA
		Proporcionar información regular	ALTA

		anterior a las juntas generales, posibilidad de formular preguntas y votar personalmente o por delegación.	
		Se deben revelar estructuras de capital que permitan a ciertos accionistas ejercer un control desproporcionado.	ALTA
II. TRATAMIENTO EQUITATIVO DEL ACCIONISTA	El marco de gobierno de la sociedad debe asegurar un trato equitativo para todos los accionistas.	Todo accionista de la misma categoría debe ser tratado con equidad	ALTA
		Las transacciones con información privilegiada y la negociación abusiva por cuenta propia deberían estar prohibidas	ALTA
		Debe exigirse a cualquier miembro del Consejo y la dirección que revelen cualquier conflicto de interés material que afecte a la sociedad	ALTA
III. FUNCIÓN DE LOS GRUPOS DE INTERÉS SOCIAL EN EL GOBIERNO DE LA SOCIEDAD	El marco de gobierno de la sociedad debe reconocer los derechos de los grupos de interés social estipulados por Ley y alentar una cooperación activa con estas entidades.	El marco del gobierno societario debe asegurar que se respeten los derechos de los grupos de interés social estipulados por ley.	ALTA
		El marco de gobierno societario debe permitir el desarrollo de mecanismo que permitan la participación activa de estos grupos	ALTA
		Donde los grupos de interés formen parte del gobierno societario deben tener acceso a información relevante	ALTA
IV. COMUNICACIÓN Y TRANSPARENCIA INFORMATIVA	El marco de gobierno de la sociedad debe asegurar que se presenta la información de manera precisa y regular acerca de todas las cuestiones materiales de la	La información incluye: resultados financieros y de la explotación, objetivos de la empresa, participación mayoritaria y derechos de voto, miembros del consejo y directivos clave y sus remuneraciones, los factores de riesgo material previsible, las cuestiones materiales referentes a empleados y otros grupos de	ALTA

	sociedad.	interés y las estructuras y políticas de gobierno	
		Se debe preparar, auditar y presentar la información siguiendo los estándares contables de calidad más exigentes	ALTA
		Los canales de divulgación de la información deben permitir a los usuarios un acceso a la información justo, regular y con un coste razonable.	ALTA
V. RESPONSABILIDADES DEL CONSEJO	El marco de gobierno debe estipular las directrices estratégicas de la sociedad, un control eficaz de la dirección por el Consejo y la responsabilidad del Consejo hacia la empresa y sus accionistas.	Los miembros del consejo deben desempeñar su labor contando con una información completa, de buena fe, con la diligencia y cuidado debidos y mirando siempre por los mejores intereses de la empresa y de sus accionistas	ALTA
		El Consejo debe realizar ciertas funciones claves, como: - Revisión y dirección de la estrategia corporativa, planes de acción, políticas de riesgo, presupuestos y planes de negocio, y la supervisión de los principales gastos, adquisiciones y enajenaciones de capital. - Selección, retribución, control y sustitución de directivos clave y supervisión del plan de sucesión. - Revisión de remuneraciones de directos clave y Consejo. - Supervisión y arbitraje de los posibles conflictos de interés entre dirección, Consejo y accionistas. - Garantizar la integridad de los sistemas de contabilidad y de los estados financieros. - Supervisión de las prácticas de gobierno. - Supervisión del proceso de comunicación y la política de información	ALTA
		El Consejo debe ser capaz de ejercer un juicio objetivo sobre asuntos corporativos con independencia de la dirección: - Número suficiente de consejeros no ejecutivos.	ALTA

		- Los Consejeros deben dedicarse tiempo suficiente a sus responsabilidades.	
		Los miembros del Consejo deben tener acceso a una información precisa y relevante, de forma regular.	ALTA

Fuente: Elaboración propia.

Entendemos que el grado de seguimiento por la compañía Iberia tanto de los principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades es máximo.

CAPÍTULO TRECE. ANÁLISIS DE LA COMPAÑÍA IBERIA.

13.1.- BASE DE DATOS.

Para ayudarnos en el análisis de la situación y evolución de Iberia hemos elaborado una tabla con los coeficientes e índices que figuran en el cuadro 13.1 del anexo IX . Del mismo modo se han elaborado una serie de gráficos que nos van a ayudar a comprender mejor la evolución, situación de la compañía y además podremos establecer comparaciones con otras compañías de su entorno.

El periodo de análisis será el comprendido entre los años 1995 y 2004, ambos inclusive, aunque cuando la disponibilidad de datos nos lo permita utilizaremos un periodo mayor.

Para la elaboración y cálculos de los índices y ratios anteriores nos hemos servido, como en ocasiones anteriores, de los datos facilitados por la propia aerolínea en los informes anuales publicados en su página web. También utilizaremos datos agregados obtenidos en los informes anuales de las asociaciones IATA, ATA y AEA publicados también en sus correspondientes páginas webs.

13.2.- ESTRUCTURA ECONÓMICA Y FINANCIERA DE LA AEROLÍNEA.

En el cuadro 13.2 del anexo IX se muestra, en tanto por uno, la evolución de la proporción que han tenido en Iberia, a lo largo de los últimos diez años, las principales masas patrimoniales. Esto es, activo fijo (AF), activo circulante (AC), fondos propios (FP), acreedores a largo plazo (ALP), recursos permanentes (RP) y acreedores a corto plazo (ACP).

De la observación de la evolución de las distintas masas patrimoniales, representadas en la gráfica 13.1 del anexo IX, podemos hacer los siguientes comentarios:

- El peso relativo activo fijo se ha venido reduciendo desde el años 1995 (79%) hasta el año 2004 (51%), dato corroborado por el coeficiente de intensidad del activo que presenta la misma evolución a lo largo del periodo de análisis.

- El peso relativo activo circulante pasa del 21% en 1995 al 49% en el año 2004. En el mismo sentido ha evolucionado la liquidez, o solvencia a corto plazo, que ha pasado de 0,44 a 1,49 en el mismo periodo.
- Destaca el espectacular crecimiento de los fondos propios desde el ejercicio 1995 (19%), último con pérdidas, hasta el ejercicio 2004 (58,5%), congruente con el crecimiento de índice de autonomía financiera, que pasó de 0,23, en el ejercicio 1995, a 0,74 en el ejercicio 2004.
- Asimismo, disminuye la deuda a largo desde el 34% en el año 1995 hasta el 8,6 % en el año 2004. En consonancia con esto el coeficiente de endeudamiento pasa del 80,3% en el ejercicio 1995 al 41,5% en el ejercicio 2004, y el apalancamiento se reduce de 5,3 en 1996 hasta 3,24 en el año 2004.
- Los recursos permanentes han aumentado más de catorce puntos entre 1995 y 2004, pasando del 52,6% al 67,1%. De ahí el aumento del coeficiente de financiación del activo fijo, que pasa de 0,66 a 1,31 entre los mismos periodos.
- En consonancia con lo anterior, la deuda a corto plazo ha venido disminuyendo desde 1995, que estaba en el 47,4%, hasta el 33% , que se ha quedado en el 2004. Lo que viene confirmado por la buena evolución tanto de la solvencia a corto plazo como a largo plazo, pues la primera pasa del 0,44 al 1,49 y la segunda de 1,24 a 2,40, ambas entre 1995 y 2004.

Para una mejor comprensión de los comentarios anteriores hemos elaborado los gráficos 13.2 y 13.3 del anexo IX, con la distribución de la estructura económica y financiera de la línea aérea en 1995 y en 2004, que reflejan a nuestro juicio casi literalmente todos nuestros comentarios anteriores.

Asimismo, en los gráficos 13.4 y 13.5 del anexo IX, presentamos la evolución de las variables liquidez (LIQ), solvencia (SOL), apalancamiento (APL), rotación fondos propios (RFP), intensidad del activo (IA), endeudamiento (END), rotación del activo (RA), autonomía financiera (AF), estabilidad (EST) y financiación del activo fijo (FAF).

Teniendo en cuenta todo lo anterior y dado que la privatización de Iberia comienza en el año 2000, con la entrada de los socios institucionales e industriales, y concluye en el 2001 con la OPV, podemos afirmar que el cambio experimentado en la compañía ha sido excelente mejorando la totalidad de sus indicadores desde los años anteriores a la

privatización hasta los años siguientes a esta. Pasando de pérdidas en 1995 a beneficios continuados a lo largo de todos estos ejercicios, en los que, como hemos visto en el capítulo anterior el sector aéreo ha pasado y está pasando por no pocas dificultades y muchas líneas aéreas han incurrido en pérdidas.

Un análisis más exhaustivo y detallado de puede verse en el cuadro 13.1 del anexo IX, sobre la evolución de los indicadores económicos y financieros de la compañía desde 1995 hasta 2004, ambos incluidos.

13.3.- ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN CONTABLE.

13.3.1.- COMPONENTES PRINCIPALES DEL COSTE DE VENTAS.

Los costes más importantes de las líneas aéreas probablemente sean el coste de personal, los costes de aprovisionamiento y las amortizaciones. Para ver su evolución hemos realizado las gráficas 13.6 y 13.7 del anexo IX.

Como podemos observar la mayor subida la han protagonizado los costes de aprovisionamiento, sin duda debido a las cuantiosas y persistentes subidas del petróleo a lo largo de estos años. No obstante, en orden de importancia, igual que en la mayoría de las aerolíneas europeas y americanas, son los costes de personal los de mayor cuantía, que aunque sufren un importante descenso en la etapa previa a la privatización (1995-1998), superan el 30% del coste de ventas a lo largo del periodo.

Observando la gráfica 13.8 del anexo IX, vemos como el gasto de personal y el número de empleados han tenido una evolución acumulada a lo largo de la década muy similar. También tenemos una evolución muy similar de la productividad, medida por el número de pasajeros por empleado y de la oferta en asientos kilómetro ofrecidos (AKO) por empleado. Quizás este equilibrio en la evolución de las variables de productividad y costes de personal ha hecho posible que Iberia sea una de las escasas líneas aéreas del mundo que ha mantenido resultado neto positivo desde 1996 a 2004, ambos inclusive.

13.3.2.- COMPONENTES PRINCIPALES DEL IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS.

Iberia es sin duda una compañía aérea dedicada fundamentalmente al transporte de pasajeros, como lo demuestra el hecho de la mediana de participación en el importe neto de la cifra de negocios de los ingresos de pasaje ha sido en la década analizada del 82,5%; y además como podemos apreciar en la gráfica 13.9 del anexo IX, que muestra la evolución acumulada de los distintos componentes del INCN, los ingresos de pasaje evolucionan al mismo ritmo que éstos.

Por otra parte, como se desprende de los análisis realizados en la parte IV, las líneas aéreas que forman parte de nuestra muestra a nivel mundial tienen una mayor dependencia de los ingresos de pasaje y carga que Iberia.

También observamos que Iberia obtiene unos ingresos por PKT (pasajero por kilómetro transportado) que mantiene en el tiempo y que, comparados con la mediana de las líneas aéreas de la muestra se mantienen; sin embargo, la mediana de la muestra viene cayendo desde el año 2000, como se ilustra en la gráfica 13.10 del anexo IX.

Las gráficas 13.11 y 13.12 del anexo IX reflejan que el INCN por empleado y por avión de Iberia vienen creciendo desde 1996, la mediana muestral ha venido disminuyendo sobre todo en los últimos cuatro años, confirmando el buen comportamiento de Iberia desde el anuncio de su privatización, frente al periodo de crisis sufrido por las líneas aéreas, sobre todo a partir del año 2000.

13.3.3.- ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS.

Nuestra antigua línea de bandera es una de las pocas aerolíneas que ha obtenido beneficios en los últimos diez años sorteando obstáculos (subida de los precios del petróleo, atentados terroristas, competencia de las aerolíneas de bajo coste, etc.) que la mayoría de sus competidoras no han logrado. La gráfica 13.13 del anexo IX refleja fielmente nuestros comentarios.

Los resultados netos y de explotación por empleado y por avión nos llevan a las mismas conclusiones anteriormente expuestas, tal como se desprende de las gráficas 13.14 y 13.15 del anexo IX.

Como vemos tanto la rentabilidad económica como la rentabilidad financiera son positivas, excepto la rentabilidad económica del 2001 (-0,5%), a lo largo de la última década. No obstante, como se refleja en la gráfica 13.16 del anexo IX, el resultado neto del ejercicio 2001 fue positivo pese a que el resultado de la explotación y el resultados antes de impuestos resultaron negativos.

Teniendo en cuenta que las líneas aéreas han sufridos dos crisis entre 1991 y 2003, podemos afirmar que mientras Iberia no superó la primera crisis (años 1991 a 1993), época en la que era empresa pública, sin embargo, si ha superado la segunda crisis (años 2001 a 2003), época en la que era una aerolínea privada.

Así lo refleja la evolución de resultados de Iberia entre 1991 y 2004, y también la comparación de los resultados de IBERIA con las líneas aéreas pertenecientes a IATA, ATA y AEA durante el periodo comprendido entre 1991 y 2003, que se muestran en las gráficas 13.17 y 13.18 del anexo IX.

Observemos como en los años 1991 a 1995, ambos incluidos, Iberia obtiene resultados netos negativos, en consonancia con lo que venía ocurriendo en las líneas aéreas americanas (pertenecientes a ATA), con la líneas aéreas europeas (pertenecientes a la AEA) y con las líneas aéreas a nivel mundial (las pertenecientes a IATA).

Sin embargo, en la que hemos llamado segunda crisis, del 2001 a 2003, Iberia no tiene un comportamiento similar a las aerolíneas de ATA, AEA e IATA, sino que mientras que éstas obtienen resultados netos negativos, Iberia ha obtenido beneficios, incluido el año 2004.

13.3.4.- ANÁLISIS DE LA PRODUCCIÓN, PRODUCTIVIDAD Y DESOCUPACIÓN.

Como venimos comentando, Iberia lleva una década obteniendo beneficios y una buena razón de ello puede ser la productividad de la aerolínea, que medida en pasajeros por empleado supera la del resto de aerolíneas. La gráfica 13.19 del anexo IX ilustra tal diferencia.

Vemos como Iberia tiene un coeficiente de pasajeros transportados por empleado superior a las aerolíneas de la AEA y casi igual que las líneas aéreas de ATA, que tradicionalmente han estado por encima de las líneas aéreas de la AEA, y también superior a dos de sus competidoras directas en Europa como son Air France y British Airways.

También queremos hacer notar la progresión creciente de Iberia en pasajeros transportados por empleado desde el año 2000, año en el que comienza la privatización de la compañía, en comparación con los años anteriores a ésta que venía descendiendo.

Otra medida de productividad que nos parece adecuada para una línea aérea es el factor de ocupación de pasaje; también en este índice Iberia ha mantenido desde 1991 a 2003 unos índices superiores a las aerolíneas de ATA, IATA y AEA, tal y como ilustra la gráfica 13.20, anexo IX.

Además hemos calculado y comparado el número de AKO de Iberia con las líneas aéreas de ATA, AEA y con Air France y British Airways. El resultado aparece reflejado en la gráfica 13.21, anexo IX.

Si comparamos el comportamiento de Iberia con British Airways (BA) observamos como mientras que aquella ha ido aumentando su oferta constantemente, ésta viene disminuyéndola desde 1999. Air France tiene un comportamiento similar al de BA y su oferta queda por debajo de la de Iberia. Y con relación a ATA y AEA vemos como la oferta de Iberia se ha ido acercando a la de éstas asociaciones poco a poco.

Para terminar este apartado hemos calculado, como tasa de actividad, el número de PKT con relación al activo (expresado en millones de PKT por cada millón de €de activo)

y el coeficiente de desocupación (diferencia entre los AKOs y los PKTs de cada año), siendo el resultado el reflejado en la gráfica 13.22 del anexo IX. Vemos como el índice de actividad calculado crece a partir de 1999 y el coeficiente de desocupación viene descendiendo desde 2001.

13.4.- ESTRUCTURA DE RECURSOS HUMANOS Y PERSONAL.

La evolución de la plantilla de Iberia ha seguido la trayectoria que se muestra en la gráfica 13.23 del anexo IX, en la que como vemos mientras que el personal de vuelo viene creciendo desde 1995, aunque con ligero descenso a partir del año 2001, el personal de tierra ha descendido desde las 19.048 personas en 1995 hasta 18.256 en 2004.

De los trabajadores de la compañía a 31 diciembre 2004, 16.655 (63,4%) eran hombres y 9.611 (36,6%) eran mujeres. Destacando el hecho que de los 1.922 pilotos, sólo 60 eran mujeres y de los 4.591 tripulantes de cabina de pasajeros sólo 1.277 eran hombres.

Por tipo de contrato, los trabajadores de Iberia gozan de contrato indefinido la gran mayoría (79%), frente a los eventuales (13%), fijo discontinuo (1%) y fijo a tiempo parcial (7%).

Gracias al plan de opciones sobre acciones acordado entre la línea aérea y los representantes de los trabajadores, éstos poseían a finales de 2004, 24.505.433 acciones de la compañía, es decir, un 3,35% del capital social.

Entendemos que la evolución de la plantilla de una empresa depende en gran medida de la evolución económica de la misma, y esta a su vez de la eficiencia, que depende muy directamente de la productividad del personal de la compañía. Pues bien, la evolución de los gastos de personal y la productividad del mismo, medida en AKOs por empleado y en PKTs por empleado, han seguido la misma trayectoria como se muestra en la gráfica 13.24.

13.5.- FLOTA AÉREA.

La inversión en la flota aérea consideramos que es la más importante de una línea aérea por dos motivos: primero por la cuantía de la inversión, a veces representa un porcentaje muy significativo del activo fijo e incluso del activo total; y segundo por la especialización que ha de tener el personal relacionado con el uso y mantenimiento de las aeronaves.

En el cuadro 13.3 del anexo IX, reflejamos el tipo de flota que ha usado Iberia desde 1996 así como total aviones, horas bloque por avión y día, pasajeros transportados por avión y lo que la inversión en flota representa respecto del activo fijo y del activo total.

Se aprecia una considerable reducción en el número de aviones así como una homogeneización de los mismos a lo largo de los nueve años recogidos en el cuadro. A pesar de esto, el gasto de personal por empleado ha aumentado, aunque también lo han hecho el número de pasajeros transportados por avión y las horas bloque¹ por avión y día.

Precisamente cuando en 1998 se aprobó el plan de renovación de flota más ambicioso que ha llevado a cabo Iberia, los objetivos planteados eran, además de la modernización de la flota, el ahorro de costes operativos y de formación, debidos a la homogeneización de la misma, menores costes de mantenimiento y repuestos, combustible, reducción de coste de formación de pilotos y auxiliares, permitiendo el intercambio de tripulantes entre flotas, y en consecuencia aumento de productividad, como efectivamente ha venido sucediendo.

13.6.- POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y EVOLUCIÓN BURSÁTIL.

Siguiendo a Urquijo (1990) podemos decir que no hay unanimidad sobre cuál ha de ser la política de dividendos que deben seguir las empresas, existiendo una gran diversidad de criterios sobre los postulados² que han de regir la distribución de los beneficios que la empresa obtiene.

¹ Es una distancia de producción que mide el tiempo transcurrido desde que un avión comienza a rodar por la pista hasta que vuelve a quedar inmovilizado (o tiempo transcurrido entre calzos).

² Clasifica Urquijo los postulados en cinco grupos:

1.- La empresa debe repartir el mayor dividendo posible, incluso con cargo a reservas y remanentes procedentes de beneficios de ejercicios anteriores, sin otro límite que los que imponga la necesidad de mantener la adecuada liquidez.

La política de dividendos de Iberia ha consistido en repartir el 25% del beneficio neto de la sociedad, abonándolo a los accionistas en un pago único tras ser aprobado por la Junta General de Accionistas de cada año. Parece, pues, que Iberia ha seguido la política indicada por Lintner de reparto una tasa de dividendo a largo plazo.

La gráfica 13.25 muestra la evolución de la cotización de la acción de Iberia desde su salida Bolsa en abril de 2001 hasta diciembre de 2004, junto con los dividendos pagados por la compañía en el mismo periodo. Como podemos observar la evolución de la cotización es muy similar a la de los dividendos pagados por la compañía y por tanto, dado que ha seguido una política fija a largo plazo, del beneficio de la misma. Otro tanto podríamos afirmar de la evolución de la capitalización de la compañía y de los fondos propios de ésta, como se aprecia en la gráfica 13.26.

Nuestras apreciaciones contrastan por las realizadas en Ferrández y González (2003), que al calcular el premio bursátil recibido por los suscriptores de la OPV de Iberia en 2001, afirman que la SEPI fijó el precio definitivo a 1,19 €por acción, es decir, 2,52 veces menos de lo que habían pagado los accionistas estables de la compañía en 1999, lo que consideran una venta a precio de saldo. Y no les falta razón pues el valor ha llegando a cotizar hasta 2,95 €por acción el 28 de febrero de 2004, según la Bolsa de Madrid. Por tanto, la infravaloración de Iberia para lograr la total colocación de la OPV fue notable, estimada por Ferrández y González en más de 29 millones de €, el 5,51% del importe de la OPV.

También hemos calculado los ratios PER y Boot-to-market, de cuya evolución realizamos representaciones gráficas 13.27 y 13.28 del anexo IX.

2.- La empresa sólo debe distribuir como dividendo el beneficio remanente para el que no halle una inversión interior con rendimiento adecuado.

3.- Es indiferente para la empresa y para el accionista el porcentaje de beneficios que se reparta como dividendo (es la tesis de Modigliani y Miller).

4.- La empresa debe realizar una distribución de dividendos de tal forma que la cotización de la acción después de repartido el dividendo, más el importe de éste, iguale al menos la cotización que tenía la acción antes de anunciarse el dividendo.

5.- La cuantía del dividendo a repartir depende de una serie de factores, algunos de los cuales pueden ser decisivos; pero siempre deberán ser tenidos en cuenta todos los demás.

De acuerdo con Pineda (1999), si el mercado espera que la compañía obtenga rentabilidades financieras anormales negativas el ratio Boot-to-market será menor que 1, y esto es lo que ocurre en el caso de Iberia. El PER por su parte será alto cuando los resultados futuros esperados sean altos en relación con resultado actual, y en el caso de Iberia no ha parado de bajar, por lo que hemos de interpretar que el resultado esperado por los inversores es menor que el actual.

Dado que tanto Boot-to-market como PER tienen un resultado bajo consideramos, de acuerdo con Pineda, que los resultados futuros esperados por los inversores son menores que los proyectados por los resultados contables.

13.7 .- CONSECUENCIAS DE LOS ATENTADOS TERRORISTAS DEL 11 DE MARZO DEL 2004.

El único referente para saber qué puede pasar con la economía mundial y, en especial, la europea tras el jueves 11 de marzo en Madrid, es el 11 de septiembre en EEUU.

Según Rioseco (2004), las acciones del sector aéreo y turístico cayeron bastante tras los atentados de Madrid. Al cierre los mercados habían caído el 11 de marzo un 1,64%; nada comparable con la caída del 7,13% del Dow Jones el lunes 17 tras los atentados del 11 de septiembre y tras cuatro días de cierre de los mercados.

A nivel del Estado no parece que el tráfico de pasajeros se haya visto afectado por los atentados terroristas del 11 de marzo, al menos si nos atenemos a los datos de tráfico de pasajeros facilitados por AENA en su página web y que resumimos en los gráficos 13.29 y 13.20, uno por totales anuales y otros comparando marzo y abril (ambos referidos al periodo 1992-2004).

Con relación a Iberia la actividad medida por el número de PKT y por el coeficiente de ocupación podemos afirmar a la luz de la evolución de ambos parámetros, que no se ha visto afectada por los atentados del 11 marzo como se refleja en las dos gráficas 13.31 y 13.32 del anexo IX,

Como podemos observar la actividad de Iberia no sólo no disminuyó en 2004 con relación al 2003 sino que se vio incrementada tanto en pasajeros kilómetro transportados como en nivel de ocupación incluido marzo y los meses siguientes, pasando éste del 75 % de 2003 al 75,2% del 2004 en términos anuales; además, creció el número de pasajeros transportados (creció más de un millón) y el número de pasajeros transportados por empleado (pasaron de 1047 en 2003 a 1081 en 2004).

Según la propia Iberia, el número de pasajeros creció el 4,2% (2% en el ámbito doméstico), la oferta en AKOs creció un 8,8% y la demanda el PKTs en un 9,1% ; todo ello entre el año 2003 y 2004.

En el año 2005 y con los datos disponibles hasta julio podemos reafirmarnos en lo anterior al comparar el año 2004 y 2005, pues vienen creciendo tanto el factor de ocupación como el número de pasajeros kilómetro transportados por Iberia en esos meses.

13.8.- COMPARACIÓN DE LAS ETAPAS ANTERIOR Y POSTERIOR A LA PRIVATIZACIÓN DE IBERIA.

Con anterioridad a su privatización Iberia fue sometida a un fase previa de saneamiento que podemos considerar que abarca desde 1995 a 1998. En aquel año se pone en marcha un plan de adaptación competitiva, en el que destaca la ampliación¹ de capital de 522,88 millones de €, que posibilita su saneamiento financiero y la reestructuración y reducción de plantilla.

En 1997 se pone en marcha el plan director 1997-1999, cuyo objetivos prioritarios son la reducción de costes e incremento de la productividad. También se solicita una nueva ampliación de capital por parte de la compañía de 120,2 millones de €, que se produce en 1999 con el desembolso por parte de SEPI de esa cantidad el 27 de octubre del citado año, con lo cual el porcentaje de capital social en poder del Estado es a 31 de diciembre de 1999 del 93.91%.

¹ La ampliación de capital es aprobada por Junta General Extraordinaria de Accionistas de 23 de diciembre de 1995 y autorizada por la Comisión Europea el 31 de enero de 1996. El desembolso de la citada cantidad por TENEO, S.A. se produjo en dos fases de 220,48 millones de € el 26 de abril de 1996 y 302,4 millones de € el 24 de junio de 1996.

Además, en este mismo ejercicio se firman alianzas con American Airlines y British Airways² y concluye con éxito el plan de 3.500 bajas incentivadas y jubilaciones anticipadas del personal. Más del 5% del capital ha pasado ya a ser propiedad de los trabajadores, lo podemos considerar el primer paso hacia la privatización de la línea aérea de bandera.

En estos años previos a la privatización el objetivo esencial de la compañía era la consolidación de beneficios y el logro de unos niveles de rentabilidad que garanticen el acceso a los mercados de capitales, haciendo la empresa atractiva entre los potenciales inversores.

Después de años de pérdidas se consiguen beneficios por primera vez en 1996, beneficios que se van consolidando en la etapa previa a la privatización hasta 1999, además del aumento de la productividad y rentabilidad de la compañía, como veremos más adelante. La gráfica 13.33 del anexo IX no deja lugar a dudas.

En 1998 se inicia el plan de renovación de flota de Iberia más ambicioso en la historia de la compañía, que concluye en el año 2000 con una flota más homogénea y uniforme, lo cual ha ayudado al aumento de la productividad de la aerolínea.

Entre 1998 y 1999 podemos dar por concluido el proceso de preparación a la privatización de Iberia; de hecho a finales de 1998 la compañía había consolidado su proceso de saneamiento y obtiene beneficios con regularidad, siendo una compañía rentable y competitiva.

En 1999 entran en el capital de la compañía American Airlines y British Airways, adquiriendo el 10% de sus acciones, al mismo tiempo son seleccionados los accionistas institucionales, que adquieren otro 30% de la compañía. Dado que los empleados ya poseían el 6,1% de las acciones, Iberia era ya de hecho una empresa de propiedad mixta.

En el año 2000 entran en el Consejo de Administración de la aerolínea los representantes de los accionistas privados, lo que puede considerarse el primer paso en el

² Se convierten en socios industriales en el año 2000

cambio a criterios de gestión privados, aunque estos criterios vienen empleándose desde hacía varios años, con la implantación del plan de saneamiento previo a la privatización.

Con la OPV realizada en abril de 2001, la SEPI se desprendió del 48,51% del capital de Iberia quedando en poder del Estado sólo el 5,4% como “acción de oro” por un periodo de cinco años.

Podemos establecer pues, como periodos de análisis, los siguientes:

- 1995 – 1997, periodo saneamiento y reestructuración.
- 1998 – 2000, periodo de preparación de la privatización.
- 2001 – 2004, periodo posterior a la privatización.

De acuerdo con Cuervo y Villalonga (1999), cuando una empresa pasa de ser pública a privada como consecuencia de su privatización, no solo es la titularidad formal lo que cambia sino que se producen cambios: en los accionistas de la empresa, en las estrategias, debido al nuevo papel de la propiedad e incentivos y en definitiva, en los diseños organizativos y el comportamiento de los agentes de la empresa. Si además, el proceso de privatización en sentido estricto (cambio de propiedad) va acompañado de algún cambio en el entorno competitivo (introducción de competencia, desregulaciones), serán los propios mercados de la empresa los que presionen para la realización de estos cambios internos, ya que la eficiencia de una organización depende en gran medida de la concordancia entre su entorno y sus respuestas internas a la evolución del mismo.

Entendemos que buena parte, por no decir todos, de los cambios aludidos anteriormente se han producido en el caso de la privatización de Iberia:

- Los propietarios de la aerolínea han pasado a ser inversores privados, los objetivos de la empresa pasan a ser pues los de rentabilidad y creación de valor.
- La dirección de la empresa cambió antes de la completa privatización de la compañía, pues entre el ejercicio 2000 y 2001 se reemplazaron los doce miembros del consejo de administración de la aerolínea. También, con la salida a bolsa de Iberia en 2001, la línea aérea pasa a ser controlada por el mercado de valores.
- Se ha llevado a cabo el proceso de liberalización del mercado europeo de transporte aéreo, proceso que culminó en 1997, pues desde entonces los operadores

europeos tienen libertad plena para operar en el mercado, lo que ha aumentado la competencia.

Iberia fue sometida, como hemos dicho antes, a un proceso previo de saneamiento financiero (nada menos que 643 millones de € entre 1996 y 1999), incorporación de nuevos criterios de gestión, con la entrada en el ejercicio 2000 de seis representantes de los socios privados en el consejo de administración, aunque en palabras de su presidente (Carta del Presidente, Informe Anual del 2000), la compañía venía gestionándose ya con criterios de empresa privada desde hacía años, pero la entrada de capital privado supuso un paso más en el cambio cultural que se venía experimentando entre todos los empleados de la aerolínea, centrados en sus clientes y accionistas¹.

La línea aérea empieza también a dar prioridad a aspectos como reforzar el liderazgo en los mercados estratégicos de la compañía (España-Europa y Europa-América Latina), liderar las nuevas tecnologías (venta masiva de billetes a través de Internet), desarrollar alianzas (que firmó con American Airlines y British Airways).

Todos estos cambios ocurren entre el periodo previo a la privatización y el periodo de preparación de la privatización, es decir, entre 1995 y 2000, culminando con la salida a bolsa de la compañía en abril del 2001.

Como señala Cabeza (2002), en España existen varios trabajos que analizan el comportamiento diferencial de empresas privadas y públicas en diferentes periodos de tiempo, entre otros Cuervo y Maroto, 1983; Cuervo, 1989; Maroto, 1995 y 1997; Azofra et al., 1991. Todos ellos coinciden en sus principales conclusiones, las empresas públicas se comportan de un modo más ineficiente frente a las empresas privadas ya que presentan reiteradamente pérdidas y necesitan recibir subvenciones de explotación, presentan ineficiencia en la administración de su activo (baja rotación del mismo), un reducido poder de mercado y mayores niveles de endeudamiento y riesgo financiero, lo que les lleva a generar menores rentabilidades económicas y financieras.

¹ Como afirma González-Páramo (1995), un rasgo característico de la privatización en España, además de su alcance comparativamente, ha sido su heterodoxia. No ha partido de un convencimiento ideológico o de la búsqueda explícita y programada de objetivos de eficiencia. Más bien ha sido un progreso espontáneo, con justificaciones variadas y pragmáticas: saneamiento financiero, búsqueda de mayor dimensión, atracción de tecnología e inversión extranjera e incorporación nuevos criterios de gestión.

Entendemos que Iberia ha pasado por muchas de las circunstancias enumeradas anteriormente, para demostrarlo vamos a realizar un análisis comparativo de productividad, rentabilidad, endeudamiento, solvencia, etc. de la línea aérea entre los años 1995 y 2004, comprensivo de los periodos preparatorio, anterior y posterior a la privatización de la compañía.

Para medir la productividad de Iberia hemos utilizado varios coeficientes: pasajeros por empleado, pasajeros por avión, AKOs por empleado, PKTs por empleado, AKOs por avión, PKTs por avión, AKOs entre activo total, PKTs entre activo total, factor de ocupación de pasaje y coeficiente de desocupación de pasaje. Los resultados no dejan lugar a dudas:

Como vemos en la gráfica 13.34, coincidiendo con la entrada del capital privado y firmas de acuerdos con los socios industriales, se produce un cambio espectacular en este índice de productividad, pasando de 912 a 1081 pasajeros por empleado entre 1999 y 2004. Otro tanto ocurre con el número de pasajeros por avión, que pasa de 127 a 173 en el mismo periodo.

El número de PKTs por empleado también crece claramente desde el periodo de preparación de la privatización (1998-2000) has el periodo posterior a ésta. De acuerdo con la gráfica 13.35 y el cuadro 13.1 pasa de 1,21 en 1995 a 1,27 en 1999 hasta los 1,86 del año 2004. En el periodo anterior a la privatización el crecimiento es del 5%, y desde 1999 a 2004 el crecimiento ha sido del 46%. La evolución de los AKOs por empleado se puede considerar similar.

En cuanto al índice de PKTs por avión, su evolución la recogemos en la gráfica 13.36. La evolución pasa desde 125 PKTs por avión en 1995, pasando por 202 PKTs por avión en 1999, hasta los 298 PKTs por avión del año 2004. Sin embargo, entre 1995 y 1997 el crecimiento sólo fue del 14%, entre el 1998 y 2000 del 26%, y entre 2001 y 2004 del 19%. De forma similar crece el coeficiente de AKOs por avión.

La productividad del activo total, medida en PKTs dividido por activo total, sufre una caída en el periodo anterior a la privatización del 28%, desde 10,94 en 1996 hasta 8,56

en 1999, y posterior subida escalonada hasta 10,01 en 2004, según se aprecia en el cuadro 13.1 y la gráfica 13.37 del anexo IX. El coeficiente de AKOs entre activo total tiene un comportamiento similar en el mismo periodo.

Para terminar con las medidas de productividad, hemos analizado la ocupación y desocupación de pasaje (gráficas 13.38 y 13.39, respectivamente). Observamos como se produce una caída en el factor de ocupación desde 1997 hasta 1999 desde 72% al 68% y un crecimiento posterior hasta el 75,2% de 2004, record histórico de la compañía. Por su parte, el coeficiente de desocupación ha sufrido altibajos a lo largo de los tres periodos analizados como puede apreciarse en su gráfica 13.39.

A la luz de los resultados comentados anteriormente, pensamos que la evolución la línea aérea desde su etapa anterior a la privatización a su etapa posterior a ésta no deja lugar a dudas: mejora de productividad en todos los aspectos aquí estudiados y por consiguiente mayor eficiencia.

Como medidas de productividad del empleo pueden considerarse tanto el resultado neto por empleado y como el resultado por avión. Los resultados netos por empleado los hemos reflejado en la gráfica 13.40 del anexo IX. Como puede apreciarse es a partir del año 1996, cuando empieza la recuperación de la compañía, coincidiendo con el cambio en la cultura organizativa concretada en el plan de adaptación competitiva puesto en marcha en 1995 y un significativo aumento de productividad. Los resultados netos por avión son prácticamente similares.

Los coeficiente de endeudamiento y autonomía financiera (gráficas 13.41 y 13.42, y cuadro 13.1), reflejan de una manera muy significativa la etapa de saneamiento financiero a la que fue sometida la empresa de cara a su futura privatización.

Otro tanto reflejan los índices de liquidez y de solvencia, que en los años 1995-1997 crecen rápidamente, y vuelven a crecer en la etapa previa y posterior a la privatización, hasta el punto de que Iberia es hoy una de las líneas aéreas más solventes de Europa (gráficas 13.43 y 13.44, anexo IX).

Liquidez y solvencia pasan desde 1999, con 0,66 y 1,77, hasta 1,5 y 2,4 en 2004, un 227% y 135% de crecimiento respectivamente (cuadro 13.1), que reflejan sin duda los excelentes resultados de la compañía a lo largo de la última década, incluso durante años muy adversos para transporte aéreo.

También ha habido un fuerte crecimiento de la inversión en Iberia, como refleja el crecimiento del activo (en valor absoluto), sobre todo en la etapa de preparación para la privatización, que ha continuado de forma menos agresiva en su etapa como empresa privada (gráfica 13.45). Entre 1997 y 2004 el activo no ha parado de crecer, concretamente pasó de 2.786 a 4.587 millones de €, lo que supone un crecimiento del 164%.

El crecimiento de la cifra negocios también ha sido muy importante pasando de 2.561 a 4.523 millones de € entre 1995 y 2004, el 176%, aunque fue entre 1998 y 2001 cuando se produce el mayor crecimiento, el 145% (gráfica 13.46).

Finalmente, el número de trabajadores de Iberia ha pasado por distintas etapas, reflejando cada una de ellas la situación por la que iba pasando la compañía, así entre 1991 y 1997 se produce un descenso del número de trabajadores a consecuencia del plan de bajas incentivadas y jubilaciones anticipadas, de cara a su preparación hacia la privatización. En los años siguientes hasta la privatización se recupera el empleo hasta el año 2002, en que se produce el expediente de regulación de empleo de 2.515 empleados a consecuencia del mal momento por el que atraviesa el sector aéreo. En el ejercicio 2005 se ha aprobado un nuevo expediente de regulación de empleo, que afectará a 2.164 trabajadores según el plan director 2006-2008.

En definitiva, y tras ser privatizada, Iberia reduce el número de empleados, y nos encontramos una aerolínea más rentable, más productiva, más solvente, con un activo mayor, con una flota homogénea, con mayor cifra de negocios; y sin duda, más eficiente.

13.9. - COSTE DEL CAPITAL.

Bueno et al. (1982), consideran el coste del capital como la tasa de rentabilidad mínima que una empresa debe de obtener de sus inversiones para que su valor de mercado no varíe.

Mascareñas (2001) dice que el coste del capital es la mínima tasa de rentabilidad a la que deberá remunerar a las diversas fuentes financieras que componen el pasivo, con objeto de mantener a sus inversores satisfechos evitando, al mismo tiempo, que descienda el valor de mercado de sus acciones¹.

Para Mascareñas cada tipo de recursos financieros deberían ser incorporados en el coste de capital de la empresa con la importancia relativa que ellos tienen en el total de la financiación de la empresa.

El objetivo es determinar la mínima tasa de rendimiento que la compañía deberá obtener de sus inversiones para satisfacer la tasa de rendimiento requerida por los inversores, es decir, que la cotización de sus títulos en el mercado no descienda.

Según Jiménez (2000), el coste del capital se puede considerar el precio que se paga a los proveedores de fondos de la empresa por la utilización de los mismos y por el riesgo que asumen al prestarlo. Se puede considerar como la rentabilidad que exigen determinados grupos económicos al prestar dinero a la empresa, teniendo en cuenta el riesgo que soportan y el paso del tiempo sobre el capital invertido.

Para Termes (1998), existen tres políticas financieras:

- La política de inversiones: configura la decisión de cómo invertir.
- La política de financiación: configura la decisión de cómo financiarse.
- La política de dividendos: configura la decisión de cómo repartir.

¹ De esta manera, si la empresa consigue una rentabilidad sobre sus inversiones suficiente para remunerar a sus fuentes financieras es de esperar que el precio de mercado de sus acciones se mantenga inalterado. Ahora bien, si la rentabilidad de sus inversiones supera al coste de los recursos financieros empleados en ella, el precio de las acciones ascendería en el mercado, por el contrario, si dicho coste fuese mayor que el rendimiento esperado del proyecto y, aún así, éste se acometiese el valor de mercado de las acciones descendería reflejando la pérdida asociada a esa mala decisión de inversión.

La combinación de las políticas de inversión, financiación y de dividendos que conduzca al mayor valor de mercado de las acciones será la combinación óptima en orden al logro del objetivo financiero.

El instrumento que sirve, según Termes, para intentar esta óptima combinación de políticas es el coste de capital, entendido como el coste medio ponderado de los recursos propios y de la deuda.

Nosotros utilizaremos el modelo DDM (Dividend Discount Model) debido a Gordon y Shapiro (1959), según el cual $E_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$, donde E es la capitalización, D el dividendo, k_e la tasa de descuento o coste del capital y g la tasa de crecimiento.

Operando en la fórmula anterior obtenemos el coste del capital de la compañía referido a los años 2002, 2003 y 2004, pues la salida a bolsa se produjo como sabemos en abril de 2001. La gráfica 13.48, compara la rentabilidad financiera y el coste del capital.

Como puede apreciarse la rentabilidad financiera empieza a superar al coste del capital en el periodo posterior a la privatización de la aerolínea, y pensamos que este es un motivo por el que la cotización de las acciones de Iberia ha venido subiendo desde el año de su privatización total, como se observa en el gráfico 13.49 del anexo IX.

En el ejercicio 2001 en lugar de utilizar la cotización hemos usado el valor de salida a bolsa de las acciones en el OPV de la compañía, es decir, 1,19 €por acción.

13.10 .- VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA.

Mascareñas (2001) considera el coste del capital como uno de los factores principales de la determinación del valor de la empresa al ser utilizado como la tasa de descuento que actualiza la corriente de flujos de caja que la compañía promete generar. Por tanto, un riesgo alto implica un coste del capital, es decir, una mayor tasa de descuento y, por ende, una baja valoración de los títulos de la empresa (lo contrario ocurriría si el riesgo

es bajo). Y dado que la emisión de estos títulos es la encargada de proporcionar la financiación necesaria para acometer la inversión, el coste de dichos recursos financieros aumentará cuando el valor de dichos títulos sea bajo, y descenderá cuando el valor de éstos aumente.

El método acordado por el Comité de Valoración¹ para la valoración del negocio de transporte aéreo de Iberia fue la aplicación de múltiples bursátiles de compañías comparables cotizadas.

El CCP indicó, que en la valoración de Iberia para su venta, el carácter de la valoración externa independiente no es vinculante; sin embargo, para reforzar el principio de transparencia, las negociaciones sobre el precio no deberían influir en la valoración externa que debe realizarse en todo proceso de privatización.

En línea con la idea de la formación de precios en los mercados de capitales, afirma Suárez (1995), se asume que el valor de mercado responde a una expectativa de flujo de fondos futuros que han sido descontados por el mercado. La tasa de descuento o actualización será la que los inversores exigirían a inversiones similares.

Tengamos en cuenta que el valor contable depende de operaciones pasadas, mientras que el valor de mercado depende de expectativas futuras², y por tanto éste será mayor que aquél cuando la rentabilidad obtenida por los activos sea mayor que la exigida por los accionistas.

Para Adserá y Viñolas (2003), se demuestra que el valor de una acción es el valor actual de los rendimientos futuros que el inversor espera obtener de la misma, y éste se calcula como la suma del valor actual de los dividendos esperados desde hoy hasta el infinito.

¹ Integrado por representantes de SEPI, Iberia, British Airways, American Airlines, y los bancos asesores de todos ellos

² Recuerda Vega (2001), como Irving Fisher, el primer gran economista estadounidense y autor de la Teoría del Interés (1930), definía magistralmente la relación entre el valor de los activos y las rentas que éstos producen: "Parece que la renta tiene que derivarse del capital y, en cierto sentido, es así. La renta se deriva de los bienes de capital. Pero el valor de la renta no deriva del valor de los bienes de capital. Al contrario, el valor de capital deriva del valor de la renta. Hasta que no sepamos cuánta renta derivará de un bien de capital no podremos hacer una valoración de éste. Es verdad que la cosecha de trigo deriva de la tierra que lo produce, pero el valor de la cosecha no depende del valor de la tierra. Por el contrario, el valor de la tierra depende del valor esperado de sus cosechas".

Considerando que Iberia ha optado por una política de dividendo constante³ y que éstos crecen a una tasa interanual acumulativa constante g , y volviendo al modelo de Gordon y Shapiro, tendríamos que el valor de la acción podría calcularse de acuerdo con la siguiente expresión:

$$V_a = Div_0 \times \frac{(1+g)}{(k - g)} \quad (1)$$

siendo:

V_a : valor actual de la acción

Div_0 : dividendo por acción que espera obtener la empresa en el año actual

g : tasa de crecimiento a perpetuidad del dividendo por acción

k_e : coste de los recursos propios

Para el cálculo de la tasa de crecimiento tendremos en cuenta que el “plan de estabilidad 2004-2008”, diseñado por el Gobierno, considera un crecimiento del PIB español para los próximos años de un 3%, por lo que la tasa de crecimiento que tomaremos para Iberia no debería superar esta previsión. Sin embargo, teniendo en cuenta la buena situación por la que ha esta pasando la compañía, que goza de concesiones importantes en los aeropuertos españoles, vamos a considerar un horizonte de crecimiento dividido en dos partes, una primera etapa de 10 años con crecimiento del 5%, y a partir de aquí, y para el cálculo del valor residual tomaremos una tasa del 3%¹.

Para calcular k_e emplearemos el modelo de valuación de activos de capital (Capital Asset Pricing Model o CAPM). El CAPM, desarrollado por el premio Nobel William Sharpe (1964), propone la estimación del coste de los recursos propios de una empresa sumando la rentabilidad que proporciona la inversión en un activo libre de riesgo y la prima por invertir en activos con riesgo. Además, éste lo descompone en el que se debe exclusivamente a ese activo y el provocado por la inversión en renta variable. La expresión matemática es la siguiente:

³ Distribuye el 25% de los beneficios obtenidos en el ejercicio.

¹ Téngase en cuenta a este respecto, que la estimación de crecimiento anual del PIB en los países de la OCDE para los próximos 20 años, realizada por el citado organismo es del 2,6%. Tasa de crecimiento que está muy próxima a la realizada por IATA para el transporte aéreo, estimada en el 3% hasta el 2014.

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) \quad (2)$$

siendo:

R_f : rentabilidad de un activo que no ofrece riesgo

R_m : rentabilidad del mercado

$(R_m - R_f)$: prima de riesgo del mercado

β : es la sensibilidad de un activo a los movimientos del mercado, es decir, se considera que el mercado tiene una $\beta = 1$, de tal manera que aquel activo que tenga una $\beta > 1$ es más sensible que el mercado y, por tanto, cuando se producen eventos que modifican el mercado al alza nuestro activo consigue mejores rentabilidades que el mercado y viceversa. Si por el contrario, $\beta < 1$ el activo es menos sensible a los cambios que el mercado, y los efectos son contrarios a los comentados anteriormente.

Como rentabilidad de un activo sin riesgo, R_f , optaremos por la ofrecida por las obligaciones del tesoro a 10 años, que en el año 2004 fue del 3,71 %.

El coeficiente de sensibilidad sobre la prima de riesgo de Iberia, β , lo tomaremos del boletín estadístico de la Bolsa de Madrid en el apartado referido a “ratios y estimaciones de consenso”, que es el 0,88 (a un año), es decir, se espera una rentabilidad menos sensible que el mercado, es decir, cuando el mercado crezca un punto Iberia sólo crecerá 0,88 y cuando el mercado baje un punto Iberia sólo bajará 0,88.

Finalmente, como rentabilidad del mercado, R_m , podría tomarse la media geométrica de algunos de los índices más representativos y diversificados del mercado español, europeo o incluso americano. El cálculo de los mismos, realizado con los datos obtenidos en el boletín estadístico de la Bolsa de Madrid, para el período 1996-2004 es el siguiente:

IGBM	DOW JONES	NIKKEI	FT-100	CAC-40	MIBTEL	DAX	SMI	STOXX 50
5,54%	12,23%	-22,73%	-14,43%	-1,12%	18,76%	12,37%	21,42%	14,33%

Como puede verse la variación entre unos y otros índices es muy grande por lo que sería poco coherente tomar alguno de ellos como rentabilidad del mercado. Por ello,

utilizaremos el dato del estudio realizado Viñolas (2002), que obtiene un valor para la prima de riesgo del 3,28%, es decir, para $(R_m - R_f)$.

Sustituyendo los valores anteriores en la ecuación (2) se obtiene un valor para K_e del 6,6 %.

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) = 3,71 + 0,88 \cdot 3,28 = 6,6\%$$

Considerando que Iberia repartió un dividendo de 5 céntimos de € por acción en 2004, es decir, $Div_0 = 5$ en la ecuación (1), y una tasa de crecimiento para los 10 primeros años de $g = 5\%$ y para los sucesivos del 3%; el valor actual de una acción de Iberia podría determinarse de acuerdo al siguiente cálculo:

$$V_a = Div_0 \left[\frac{(1+g)}{(1+k)} + \frac{(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{(1+g)^{10}}{(1+k)^{10}} \right] + Div_0 \frac{(1+g)^{11}}{k-g} \quad (3)$$

La proyección de los dividendos para los próximos 10 años y el valor residual a considerar es el siguiente:

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Valor Residual
DIVIDENDO	0,055	0,058	0,061	0,064	0,067	0,070	0,074	0,078	0,081	2,330
ACTUALIZACIÓN	0,880	0,826	0,774	0,726	0,681	0,639	0,600	0,563	0,528	
	0,049	0,048	0,047	0,046	0,046	0,045	0,044	0,044	0,044	1,273
VALOR ACTUAL	1,593	1,545	1,498	1,451	1,406	1,361	1,316	1,273		

Operando en la fórmula (3) se obtiene un valor actual V_a de 159.3 céntimos, es decir, 1,59 € Valor situado en la media entre la cotización máxima y mínima histórica de las acciones de Iberia en la Bolsa de Madrid.¹

¹ La cotización mínima fue de 0,76€ el 14 de septiembre de 2001 y la cotización máxima de 2,95€ el 18 de febrero de 2004.

BIBLIOGRAFÍA PARTE VI.

- Adserá, X. y Viñolas, P. (2003): “Principios de valoración de empresas”. Ed. Deusto.
- Bueno Campos, E., Cruz Roche, I., Durán Herrera, J.J., (1982): “Economía de la empresa. Análisis de las decisiones empresariales”. Editorial Pirámide.
- Cabeza García, L.(2002): “Un análisis de la eficiencia económica de las últimas privatizaciones de empresas públicas en España: 1995-2000”. Universidad de Oviedo. Documento de trabajo.
- Cuervo, A. y Villalonga, B. (1999): “ Privatización y eficiencia empresarial: Hacia un modelo explicativo a nivel de empresa”. Economía Industrial, número 328, pp. 29-42.
- Ferrández, V. y González, J.F. (2003): “La oferta pública de venta de Iberia: Análisis de los costes de la privatización”. ICE número 805, pp. 241-260.
- González Páramo, J.M.(1995): “ Privatización y eficiencia: ¿Es irrelevante la titularidad?”. Economistas, número 63,pp.32-43.
- Gordon, M.J., y Shapiro, E. (1956): “Capital Equipment Análisis: The Required Rate of Profit”. Management Science, pp. 102-110.
- Hernández, N. y López de Castro, L. (2000): “Privatizaciones, liberalización y bienestar. Análisis preliminar en los sectores de energía y telecomunicaciones”. Editorial Comares.
- Jiménez Montañés, M.A. (2000): “El coste financiero (coste de oportunidad)”. 5campus.com
- Mascareñas, J. (2001): “El coste del capital”. Universidad Complutense de Madrid. Documento de trabajo.
- Mascareñas, J. (2002): “La política de dividendos”. Universidad Complutense de Madrid. Documento de trabajo.
- Pineda González, M. C.(1999): “El análisis financiero a través de ratios bursátiles (II): El ratio book-to-market”. Universidad de Extremadura. Documento de Trabajo.
- Rioseco, Juan P. (2004): “La nota de tranquilidad”. Revista “Qué Pasa”.
- Sharpe, W. (1964): “Capital Asset Prices: A Theory of Capital Market Equilibrium under Conditions of Risk”.
- Suárez, J.L. (1995): “Creación de valor económico para el accionista”. IESE, número 83, pp. 1-4.
- Termes, R. (1998): “Inversión y coste de capital”. Mc Graw Hill. IESE, Universidad de Navarra.

- Urquijo, J. L. (1990): “Análisis para decisiones financieras. Riesgo y decisiones”. Ediciones Deusto.
- Vega Fernández, J. (2001): “Valoración de empresas de la nueva economía”. ICE número 791, pp. 101-113.
- Viñolas, P. (2002): “La prima de riesgo en la bolsa española”. Trabajo de investigación. Universidad Complutense. Director: Dr. Mascareñas.
- Vives, F. (2004): “La organización de los consejos”. El País, 21 de noviembre.
- Yusta, C. (2003): “El origen y evolución de las compañías Iberia”. Boletín OPAC, pp. 54-60.

PÁGINAS WEB CONSULTADAS.

- <http://www.aea.org>
- <http://www.aital.org>
- <http://www.ata.org>
- <http://www.ccp.es>
- <http://www.cnmv.es>
- <http://www.iata.org>
- <http://www.iberia.com>
- <http://www.sepionline.com>

PARTE VI: ANÁLISIS EMPÍRICO.

CAPÍTULO CATORCE: ANÁLISIS EMPÍRICO.

El transporte aéreo ha experimentado cambios muy importantes en las dos últimas décadas: liberación, desregulación y privatización, que han ocasionado un significativo incremento de la competencia.

En los apartados anteriores del trabajo, hemos obtenido resultados que nos han llevado a afirmar que el cambio de propiedad ha influido en los resultados de las líneas aéreas. En este capítulo pretendemos contrastar las predicciones que proclaman que las líneas aéreas privadas son más eficientes que las públicas.

14.1.- DESCRIPCIÓN DE LA MUESTRA Y VARIABLES.

El panel de datos sobre el que aplicaremos nuestro análisis comprende una muestra de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de esta tesis. Como quiera que el periodo analizado va desde 1996 hasta 2003, ambos incluidos, tras eliminar las observaciones con fondos propios negativos y aquellas otras no facilitadas por las aerolíneas, nos queda un panel incompleto de 240 observaciones empresa-año. Para el análisis empírico utilizaremos las variables cuyo empleo justificamos seguidamente.

Han sido numerosas las ocasiones en las que a lo largo de esta tesis hemos hecho alusión a la mayor eficiencia de las empresas privadas sobre las públicas; más concretamente, en la parte cuarta dedicada al análisis del sector de transporte aéreo nuestros resultados conducen a esta afirmación. También en el análisis del caso de IBERIA, realizado en la parte quinta, afirmamos la mayor eficiencia de la aerolínea en su etapa como empresa privada. Para poder corroborar nuestros resultados previos utilizaremos como medida de eficiencia la rentabilidad económica “ROI” (return on investment), calculada dividiendo el resultado neto atribuido a la Sociedad dominante entre el activo total.

El endeudamiento (END) es otra de las variables que utilizaremos en nuestro análisis, su presencia está más que justificada como medida de riesgo; pero además, en nuestro caso también han sido varias las ocasiones en que hemos mencionado esta variable refiriéndonos al menor endeudamiento de las aerolíneas públicas. Lo calcularemos por el cociente entre el exigible total y el activo total.

Para medir la productividad usaremos el importe neto de la cifra de negocios por pasajero kilómetro transportado (INCNPKT), cociente entre el importe de cifra de negocios y el número de pasajeros por kilómetro transportados. Esta variable ha sido objeto de análisis previo por nuestra parte; tanto en la parte cuarta dedicada al sector aéreo como en la parte quinta, dedicada al caso de IBERIA, y nuestras primeras conclusiones conducen a la mayor productividad de las líneas aéreas privadas y también a la mayor productividad de IBERIA en su etapa posterior a la privatización.

La inversión, la vamos a medir mediante la variable crecimiento del activo (CACTIVO), calculado en tanto por uno. Los resultados obtenidos en nuestros análisis anteriores nos han llevado a concluir que las líneas aéreas privadas invierten más que las públicas; por lo tanto, sería muy útil poder confirmar empíricamente esta afirmación. La variable de control “LN ACTIVO”, la utilizaremos en la segunda parte del análisis empírico como medida del tamaño de la aerolínea.

Finalmente, las variables INCN, IM y ADT representan las variaciones, deflactadas por el valor contable del activo medio total del ejercicio, de la cifra de negocios, las variaciones del inmovilizado material y los ajustes por devengo totales respectivamente que utilizaremos en el modelo de Jones (1991), para a su vez, calcular los ajustes por devengo discrecionales, ADD, que nos servirán en la fase final del análisis empírico al objeto de contrastar la hipótesis de manipulación de resultados por las líneas aéreas.

14. 2. - ESTADÍSTICOS DESCRIPTIVOS.

Para llevar a cabo esta parte del análisis hemos elaborado tres panales de datos:

- a) Panel A, con la muestra completa.
- b) Panel B, con la muestra de aerolíneas privadas.
- c) Panel C, con la muestra de aerolíneas públicas.

A) PANEL A: MUESTRA COMPLETA.

El Cuadro 14.1 ofrece que los estadístico descriptivos de las variables a emplear en el análisis empírico, en el que los elementos más significativos serán objeto de comentario seguidamente.

Cuadro 14.1:

Estadísticos descriptivos y correlaciones entre variables para la muestra completa (panel A)

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996-2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos.

VARIABLE	MEDIA	DES. TIP.	VARIANZA	ASIMETRÍA	CURTOSIS	MÍNIMO	MÁXIMO	CUARTIL 25	MEDIANA	CUARTIL 75
ROI	0.0209	0.05635	0.003	-1.456	6.132	-0.30	0.21	0.0035	0.0288	0.0514
ROTFP	3.8970	2.78179	7.738	2.081	5.427	0.58	16.44	2.4093	3.2791	4.6019
ROTACT	0.9088	0.43938	.193	2.876	13.873	0.33	3.95	0.6727	0.8356	1.0063
ENDEUDAMIENTO	0.6320	0.17687	0.031	-0.578	-0.483	0.21	0.94	0.5156	0.6776	0.7559
MN	0.0324	0.06306	0.004	0.185	2.690	-0.17	0.28	0.0056	0.0347	0.0611
RNEMPLEADO	7.7735	21.89308	479.307	2.008	9.906	-67.4	126.2	0.8018	6.1442	11.6317
RNAVION	1029.3293	3154.4274	9950412.5	0.890	14.122	-17596.26	18972.84	72.3894	973.7332	1851.8750
INCNEMPLEADO	214.7625	101.53324	10308.999	1.704	4.517	52.25	725.61	149.1137	192.0942	244.3243
INCNPKT	0.1160	0.05148	0.003	1.833	5.324	0.03	0.36	0.0824	0.1082	0.1326
PKTEMPLEADO	1.8237	0.84908	0.721	1.918	4.963	0.48	5.49	1.2996	1.6735	2.0840
CACTIVO	0.1081	0.28486	0.081	1.424	6.171	-1.00	1.48	-0.0580	0.0511	0.2205
CEMPLEO	1.0383	0.15034	0.023	6.980	72.052	0.76	2.75	0.9936	1.0122	1.0587
LN ACTIVO	7.9471	1.48434	2.203	-0.455	-0.763	4.51	10.51	6.8728	8.1036	9.2315
INCN	0.9056	0.43762	0.192	3.215	16.428	0.33	3.95	0.6950	0.8342	0.9953
IM	0.6027	0.17080	0.029	-0.801	0.871	0.04	0.95	0.5218	0.6199	0.7300
ADT	-0.442	0.11890	0.014	1.045	5.073	-0.40	0.52	-0.0988	-0.0526	-0.0005
ADD	0.0219	0.93124	0.867	0.773	4.680	-3.35	3.92	-0.3720	-0.0219	0.3479

Donde:

Rentabilidad Económica (ROI): Es el cociente entre el resultado neto y el activo total.

Rotación de los Fondos Propios (ROTFP): Está compuesto en el numerador por importe neto de la cifra de negocios y en el denominador por los fondos propios.

Rotación del Activo (ROTA): Es el cociente entre el importe neto de la cifra de negocios y los activos totales.

Endeudamiento (END): Lo definimos por el cociente entre el exigible total y el activo total.

Margen Neto (MN): Lo calculamos mediante el cociente entre el resultado neto y el importe neto de la cifra de negocios.

Resultado neto por empleado (RNEMP): Cociente entre el resultado neto y el número de empleados de la compañía.

Resultado neto por avión (RNAVI): Cociente entre resultado neto y el número de aviones de la aerolínea.

Importe neto de la cifra de negocios por empleado (INCNEMP): Cociente entre el INCN y el número de empleados de la compañía.

Asiento-kilómetro ofertados (AKOs): Es el resultado de multiplicar el número total de asientos ofrecidos por el transportista para su comercialización en un tramo por la distancia en kilómetros de dicho tramo. Permite medir la capacidad ofertada ponderada por la distancia recorrida.

Pasajero-kilómetros transportados (PKTs): Es el resultado de multiplicar los asientos ocupados por pasajeros de pago en un tramo por la distancia en kilómetros de dicho tramo. Es una medida comercial de la demanda, que pondera el número de pasajeros con la distancia recorrida.

Coefficiente de ocupación de pasaje (FOP): Es el resultado del siguiente coeficiente: $PKTs / AKOs$. Es un índice de aprovechamiento de la oferta, que mide el número de pasajeros de pago transportados sobre el total de plazas ofertadas.

INCNPKT: Es el importe neto de la cifra de negocios partido por pasajeros kilómetro transportados.

PKTs por empleado (PKTEMP): Cociente entre el número de PKTs y el número de empleados de la compañía.

Crecimiento del activo (CACTIVO): Crecimiento del activo medido en tanto por uno.

Crecimiento del empleo (CEMPLEO): Crecimiento acumulado del empleo en tanto por uno.

LNACTIVO: Es el logaritmo del activo total.

INCN: Es el importe de la cifra neta de negocios deflactada por el valor contable del activo medio total del ejercicio.

IM: Es el valor contable bruto del inmovilizado material, deflactado por el valor contable del activo medio total del ejercicio.

ADT: Son los ajustes por devengo totales, deflactados por el valor contable del activo medio total del ejercicio.

ADD: Son los ajustes por devengo discrecionales obtenidos según el modelo de Jones (1991)

En primer lugar, respecto a la rentabilidad económica, ROI, se trata una variable que se asemeja a una distribución normal y asimetría negativa, de ahí que la media sea muy baja e inferior a la mediana. La elevada curtosis indica que se trata de una distribución apuntada con un alto número de valores muy próximos a la media, con varianzas y desviación típica reducidas. El valor mínimo negativo confirma la mala situación que atraviesan algunas aerolíneas.

La rotación de fondos propios, ROTFP, tiene un comportamiento muy irregular como revelan la desviación típica y varianzas elevadas, así como la distancia entre el valor mínimo y máximo; además de un elevado apuntamiento y asimetría positiva, de ahí que la media supera a la mediana.

La rotación del activo, ROTACT, con media muy próxima a uno y asimetría ligeramente positiva de la que se deriva una media superior a la mediana, está reflejando las escasas rotaciones que tiene el sector de transporte aéreo lo que unido a bajos márgenes desembocan en baja rentabilidad económica, circunstancia que está agravándose con la fuerte competencia introducida por las compañías aéreas de bajo coste. La elevada curtosis revela una distribución que se aproxima a la normal pero bastante apuntada, con valores muy concentrados en torno a la unidad y valores bajos para la varianzas y desviación típica.

El coeficiente de endeudamiento confirma que las aerolíneas están financiadas en mayor medida con fondos ajenos que propios. Además, la asimetría ligeramente negativa hace que la media quede por debajo del segundo cuartil, indicativo de que la mayoría de las líneas aéreas están más endeudadas que la media.

El margen neto, MN, tiene media y mediana positivas, aunque el valor mínimo negativo confirma que algunas aerolíneas estén obteniendo resultado neto negativo. Las bajas desviaciones, curtosis y escasa asimetría negativa indica la concentración de valores en torno a la media muestral de esta variable.

Las variables resultado neto por empleado y por avión, RNEMPLEADO y RNAVION, presentan características similares. Ambas tienen un valor mínimo negativo, asimetría positiva y curtosis ciertamente alta; es decir, que los valores están concentrados a partir del segundo cuartil, no en vano, la mediana es superior a la media en los cuatro

casos. Obsérvese que ROI, MN, RN por empleado y avión, tienen valores mínimos negativos, que viene a confirmar las pérdidas por las que están pasando algunas líneas aéreas en los últimos ejercicios del periodo analizado.

El importe neto de la cifra de negocios por empleado y por pasajero kilómetro transportado, INCNEMPLEADO y INCNPKT, tienen una distribución ligeramente asimétrica a la derecha, y algo apuntada en ambos casos. Las ventas por empleado superan en media los doscientos mil euros, con poca variación y elevada concentración.

La variable pasajeros kilómetro transportados por empleado, PKTEMPLEADO, tiene escasa dispersión con concentración de valores en el segundo y tercer cuartil, superando la media los 1,8 millones de pasajeros kilómetro transportados por cada empleado.

La variable crecimiento de activos (CACTIVOS) pone de manifiesto la diversidad de comportamientos entre aerolíneas, así hay algunas que no solo no aumentan su activo sino que lo reducen, ya que el primer cuartil y el mínimo son negativos. No obstante, la mayoría invierte cada año como demuestra el hecho de que el la mediana y el tercer cuartil sean positivos al igual que la media, con valores concentrados más en el tercer cuartil merced a la asimetría positiva y curtosis elevada.

El crecimiento acumulado del empleo es, a pesar de las circunstancias, positivo pues la media y mediana son mayores que la unidad, aunque el hecho de que tanto el valor mínimo como el primer cuartil queden por debajo de la unidad evidencian destrucción de empleo en algunas líneas aéreas. Además tenemos una elevada concentración de valores en torno a la media pues la curtosis es muy elevada y la asimetría positiva indica que hay más valores por encima de la mediana que por debajo.

B) PANELES B Y C: AEROLÍNEAS PRIVADAS Y PÚBLICAS.

Cuadro 14.2:

Estadísticos descriptivos y correlaciones entre variables para las aerolíneas privadas (panel B)

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996-2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 14.1.

VARIABLE	MEDIA	DES. TIP.	VARIANZA	ASIMETRÍA	CURTOSIS	MÍNIMO	MÁXIMO	CUARTIL 25	MEDIANA	CUARTIL 75
ROI	0.0273	0.04778	0.002	-0.336	2.988	-0.17	0.21	0.0000	0.0300	0.0600
ROTFP	3.6823	2.70883	7.338	2.005	5.542	0.58	16.28	1.8825	3.1550	4.5225
ROTACT	0.8406	0.37382	0.140	2.689	13.028	0.33	3.06	0.6050	0.7900	0.9800
ENDEUDAMIENTO	0.6155	0.20137	0.041	-0.438	-1.094	0.21	0.94	0.4275	0.6850	0.7700
MN	0.0397	0.06568	0.004	0.412	2.299	-0.16	0.28	0.0100	0.0400	0.0675
RNEMPLEADO	11.5979	24.32410	591.662	2.117	7.692	-64.50	126.2	0.8400	8.0850	13.8850
RNAVION	1346.6814	3359.7872	11288170	0.693	14.728	-17596.30	18972.84	130.3550	1143.9000	2082.9350
INCNEMPLEADO	235.7434	106.77879	11401.711	1.783	4.090	104.49	725.61	164.6400	197.1200	284.6500
INCNPKT	0.1176	0.04520	0.002	1.395	2.751	0.05	0.29	0.0800	0.1100	0.1400
PKTEMPLEADO	2.04791	0.99242	0.985	1.417	2.467	0.48	5.49	1.4325	1.9500	2.2700
CACTIVO	0.1405	0.29508	0.087	1.680	4.972	-0.58	1.48	-0.0600	0.0850	0.2725
CEMPLEO	1.0593	0.18676	0.035	5.887	48.234	0.79	2.75	0.9952	1.0296	1.0699
LN ACTIVO	8.2285	1.43272	2.053	-0.599	-0.660	4.51	10.51	7.2350	8.4000	9.4275
INCN	0.8380	0.37082	0.138	2.919	14.869	0.33	3.06	0.6200	0.7900	0.9800
IM	0.6098	0.16165	0.026	-1.009	1.714	0.04	0.89	0.5500	0.6200	0.7250
ADT	-0.0410	0.11188	0.013	1.382	8.121	-0.40	0.52	-0.0900	-0.0500	0.000
ADD	0.0425	0.89849	0.807	0.917	6.561	-3.35	3.92	-0.3400	-0.0100	0.3350

Cuadro 14.3:

Estadísticos descriptivos y correlaciones entre variables para las aerolíneas públicas (panel C)

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996-2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 14.1.

VARIABLE	MEDIA	DES. TIP.	VARIANZA	ASIMETRÍA	CURTOSIS	MÍNIMO	MÁXIMO	CUARTIL 25	MEDIANA	CUARTIL 75
ROI	0.0095	0.06936	0.005	-1.886	5.356	-0.30	0.14	0.0000	0.0200	0.0425
ROTFP	4.3578	2.87954	8.292	2.293	5.596	1.33	16.44	2.8175	3.3800	4.7825
ROTACT	1.0562	0.51681	0.267	2.909	12.782	0.43	3.95	0.7900	0.9150	1.1100
ENDEUDAMIENTO	0.6536	0.12740	0.016	-0.319	0.743	0.28	0.94	0.5900	0.6500	0.7300
MN	0.0176	0.05285	0.003	-1.110	2.570	-0.17	0.16	0.0100	0.0300	0.0500
RNEMPLEADO	0.5991	13.69285	187.494	-1.956	8.362	-67.40	41.28	0.3375	3.3800	7.4500
RNAVION	345.0988	2517.0663	6335622.8	1.380	9.543	-5740.82	13091.59	-524.3200	600.0000	1365.7900
INCNEMPLEADO	171.5255	72.60667	5271.729	0.722	0.997	52.25	396.81	116.8750	168.7900	213.8750
INCNPKT	0.1120	0.06197	0.004	2.149	6.373	0.03	0.36	0.0800	0.1100	0.1300
PKTEMPLEADO	1.4870	0.36576	0.134	0.447	-0.091	0.85	2.55	1.1800	1.4700	1.7400
CACTIVO	0.0256	0.24306	0.059	0.357	12.052	-1.00	1.10	-0.0600	0.200	0.1025
CEMPLEO	1.0077	0.05693	0.003	-0.568	3.511	0.76	1.15	0.9880	1.0000	1.0424
LN ACTIVO	7.3684	1.41246	1.995	-0.344	-0.736	4.55	9.50	6.2650	7.3350	8.3100
INCN	1.0700	0.52847	0.279	3.327	15.083	0.48	3.95	0.8100	0.9300	1.0775
IM	0.5764	0.19358	0.037	-0.427	-0.264	0.07	0.95	0.4275	0.6100	0.7325
ADT	-0.0495	0.13457	0.018	0.624	1.444	-0.34	0.35	-0.1325	-0.0500	0.0300
ADD	-0.0321	1.01219	1.02	0.593	2.046	-2.66	3.24	-0.6100	-0.1000	0.3700

Del análisis de ambos cuadros podemos realizar los siguientes comentarios:

- En cuanto al ROI, como podemos observar los valores de las aerolíneas privadas superan ampliamente los de las públicas, tanto en media como en mediana, así como primer y tercer cuartil. En ambos casos la variable ROI se aproxima a una normal, aunque con una curtosis mucho mayor en el caso de las empresas públicas, indicativo de la mayor concentración de valores en torno a la media; ambos grupos tienen varianzas y desviación típica reducidas. El valor mínimo, negativo en ambos casos, aunque inferior en las empresas públicas confirma las pérdidas de algunas aerolíneas tanto públicas como privadas, aunque las privadas parecen pasar por mejor situación.

- La rotación de activo es superior en las aerolíneas públicas que en las privadas, lo que hace aumentar más el ROI en las públicas que en las privadas, contrariamente a lo que ocurre con el margen neto, que provocaba el mismo efecto pero en las aerolíneas privadas; por lo que con base a esto podría decirse que las líneas aéreas públicas son más eficientes que las privadas en el uso de sus activos; sin embargo, las aerolíneas privadas son más eficientes por sus mayores márgenes. En ambos casos las variables son bastante apuntadas, por encima de la normal y con asimetría positiva. Los cuartiles también son superiores en todos los casos en las empresas públicas.

- Respecto a la rotación de fondos propios también se revela una mayor eficiencia en el uso de los recursos por parte de las líneas aéreas públicas, pues es superior en media, mediana y cuartiles.

- Los resultados de los dos coeficientes anteriores parecen contradictorios con las expectativas que nos veníamos formando respecto de la mayor eficiencia y rentabilidad de la aerolíneas privadas, pues el multiplicador del margen en la rentabilidad es la rotación, y esta es superior, como acabamos de ver en las líneas públicas. No obstante, como veremos con posterioridad todo ello podría deberse a que las líneas aéreas públicas invierten menos que las privadas

- El coeficiente de endeudamiento presenta mejores indicadores en el caso de las líneas públicas, pues la mediana y el tercer cuartil son inferiores a los de las privadas. No obstante, ello puede deberse también a su menor inversión.

- El margen neto viene a confirmar las afirmaciones del apartado anterior, en el sentido del mayor rendimiento de las líneas privadas frente a las públicas, pues tanto media como cuartiles de las privadas más que duplican el rendimiento de las públicas en la mayoría de los casos. El valor mínimo es negativo tanto en privadas como en públicas, indicativo de las dificultades del sector en los últimos años.

- Las cinco medidas de productividad: rendimiento neto por empleado y por avión, importe neto de la cifra de negocios por empleado y por pasajero kilómetro transportado y pasajero kilómetro transportado por empleado son también muy superiores en el caso de las aerolíneas privadas que en las públicas, como indican medias, medianas y percentiles. Las curvas de las privadas presentan asimetría positiva, en tanto que las públicas la presentan negativa, es decir, que los valores tienden a concentrarse en el tercer cuartil en las privadas y en el primer cuartil en las públicas.

- El crecimiento del activo pone de relieve que las aerolíneas privadas tienen un crecimiento muy superior a las públicas, es decir invierten más y por tanto renuevan más sus activos, la media y mediana están muy por encima en el caso de las privadas. Este puede ser un motivo por el que las rotaciones de las públicas son superiores a las privadas. El primer cuartil negativo en ambos tipos de propiedad, pone de manifiesto la mala situación que está soportando el sector en los últimos años con pérdida de capacidad en algunas líneas aéreas.

- Contra pronóstico la creación de empleo es superior en las líneas aéreas privadas, como ya habíamos adelantado en la parte IV de este trabajo. Tanto la media como la mediana y el resto de cuartiles son superiores en el caso de aerolíneas privadas, también los valores mínimo y máximo.

- La variable LN ACTIVO, que utilizaremos como medida del tamaño en el análisis posterior, corroboran nuestras afirmaciones anteriores en el sentido de que las líneas aéreas privadas invierten más que las públicas, pues la media, mediana y cuartiles son superiores en el caso de las privadas.

- Los ajustes por devengo totales, ADT, y discrecionales, ADD, son superiores en la aerolíneas públicas en mediana y cuartiles; asimismo la dispersión es mayor según ponen de manifiesto sus varianzas y desviaciones típicas. Entendemos que el comportamiento de los ADD está anticipando nuestros resultados posteriores en el sentido de la mayor discrecionalidad usada en las aerolíneas públicas.

14. 3 .- CORRELACIONES ENTRE VARIABLES.

A) MUESTRA COMPLETA.

Cuadro 14.4:

Matriz de correlaciones de Spearman entre las variables de la muestra analizada, todas las compañías (panel A).

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996-2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 14.1.

ROI																
ROTFP	-0.321**															
ROTACT	0.021	0.574**														
END	-0.345**	0.548**	-0.060													
MN	0.945**	-0.477**	-0.194**	-0.392**												
RNEMP	0.870**	-0.528**	-0.267**	-0.408**	0.932**											
RNAVI	0.822**	-0.472**	-0.279**	-0.320**	0.886**	0.932**										
ICNEMP	-0.070	-0.255**	-0.0288**	-0.128	0.036	0.295**	0.274**									
INCNPKT	-0.206**	0.075	0.138	-0.109	-0.214**	-0.072	-0.045	0.468**								
PKTEM	0.133	-0.281**	-0.362**	-0.010	0.213**	0.354**	0.310**	0.494**	-0.465**							
CACT	0.259**	-0.169**	-0.064	-0.109	0.243**	0.201*	0.106	0.104	0.063	-0.008						
CEMP	0.286**	-0.216**	-0.023	-0.169*	0.267**	0.287**	0.257**	0.099	0.133	-0.052	0.453**					
LNACTIVO	-0.122	0.024	-0.323**	0.061	-0.069	0.020	0.013	0.222**	-0.018	0.347**	0.018	-0.026				
INCN	0.022	0.538**	1.000**	-0.107	-0.181*	-0.246**	-0.236**	-0.268**	0.198**	-0.357**	-0.070	-0.030	-0.314**			
IM	-0.071	-0.154*	-0.263**	0.269**	0.013	0.018	0.052	0.051	-0.060	0.161*	-0.026	0.027	0.179*	-0.263**		
ADT	0.162*	-0.167*	-0.129	-0.186*	0.165*	0.170*	0.178*	-0.078	-0.017	-0.055	-0.032	-0.042	-0.086	-0.129	-0.372**	
ADD	0.123	0.144	-0.075	-0.065	0.124	0.109	0.157*	-0.122	-0.009	-0.074	-0.031	-0.019	-0.085	-0.075	0.114	0.779**
VARIABLES	ROI	ROTFP	ROTACT	END	MN	RNEMP	RNAVI	ICNEMP	INCNPKT	PKTEM	CACT	CEMPLEO	LNACT	INCN	IM	ADT

** La correlación bilateral es significativa al 1%.

* La correlación bilateral es significativa al 5%.

El cuadro 14.4 ofrece las correlaciones entre las variables y de su análisis podemos aportar los comentarios que seguidamente se detallan:

- En primer lugar, ROI presenta correlaciones elevadas positivas y significativas con el rendimiento neto por empleado y por avión y con el margen neto. Evidentemente, cuanto mayores márgenes tenga la empresa mayor rentabilidad económica obtendrá. Con el endeudamiento en cambio, está correlacionado negativamente, pues a mayor endeudamiento mayores serán los gastos financieros y menor la rentabilidad.

- Por su parte la rotación de fondos propios también presenta correlaciones negativas elevadas con el margen neto, con el resultado neto por empleado y por avión, dado que cuanto mayor sea resultado mayores serán los fondos propios y menores las rotaciones. Por otra parte, están correlacionado positivamente con el endeudamiento, pues cuanto mayores sean los recursos ajenos menores serán los propios redundando en mayor rotación de éstos. También correlacionan positivamente con la rotación de activos, como no podía ser de otra manera.

- El importe neto de la cifra de negocios deflactado por el activo total del ejercicio (INCN) están correlacionados positivamente tanto con la rotación de fondos propios como con la rotación de activos; es decir, al aumentar el importe neto de la cifra negocios aumenta la rotación tanto de fondos propios como de activos. En este último caso, la correlación es perfecta positiva.

También es significativa la correlación positiva entre los ajustes por devengo totales y los ajustes por devengo discrecionales, es decir, cuando aumentan los primeros también lo hacen los segundos.

Las variables crecimiento de activos y de empleo también presentan correlaciones positivas y significativas, es decir, que cuanto más invierte la aerolínea más empleo crea.

B) CORRELACIONES LÍNEAS AÉREAS PRIVADAS Y PÚBLICAS.

Cuadro 14.5:

Matriz de correlaciones de Spearman entre todas las variables de la muestra analizada, compañías privadas (panel B)

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996-2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 14.1.

ROI																
ROTFP	-0.373**															
ROTAC	0.075	0.630**														
END	-0.453**	0.661**	0.076													
MN	0.943**	-0.555**	-0.151	-0.535**												
RNEMP	0.851**	-0.601**	-0.257**	-0.515**	0.934**											
RNAVI	0.764**	-0.516**	-0.244**	-0.449**	0.851**	0.918**										
ICNEMP	0.015	-0.347**	-0.460**	-0.128	0.143	0.401**	0.434**									
INCNPKT	-0.171	0.131	0.040	0.017	-0.173*	-0.085	0.053	0.295**								
PKTEMP	0.142	-0.347**	-0.353**	-0.133	0.243**	0.387**	0.295**	0.595**	-0.521**							
CACT	0.287**	-0.198*	-0.010	-0.130	0.222*	0.191*	0.079	0.060	-0.096	-0.096						
CEMP	0.296**	-0.148	0.121	-0.167*	0.236**	0.217**	0.177*	0.031	-0.125	-0.116	0.527**					
LNACTIVO	-0.153	0.103	-0.313**	0.127	-0.102	-0.070	-0.036	0.065	-0.122	0.214*	-0.058	-0.246**				
INCN	0.110	0.614**	1.000**	0.002	-0.097	-0.209*	-0.180*	-0.417**	0.095	-0.307**	-0.010	0.085	-0.295**			
IM	-0.066	-0.096	-0.212*	0.288**	0.024	0.054	0.066	-0.030	-0.056	0.028	-0.079	-0.086	0.039	-0.212*		
ADT	0.145	-0.162	0.082	-0.182*	0.119	0.085	0.116	-0.047	0.024	-0.033	-0.029	0.001	-0.110	-0.082	-0.409**	
ADD	0.137	-0.117	-0.004	-0.045	0.119	0.077	0.145	-0.146	0.058	-0.138	-0.040	0.001	-0.212*	-0.004	0.149	0.735**
VARIAB	ROI	ROTFP	ROTAC	END	MN	RNEMP	RNAVI	ICNEMP	INCNPKT	PKTEMP	CACT	CEMPL EO	LNACTIVO	INCN	IM	ADT

** La correlación bilateral es significativa al 1%.

* La correlación bilateral es significativa al 5%

Cuadro 14.6:

Matriz de correlaciones de Spearman entre todas las variables de la muestra analizada, compañías públicas (panel C)

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996-2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 14.1.

ROI																
ROTFP	-0.218															
ROTAC	-0.083	0.362**														
END	-0.125	0.285*	-0.433**													
MN	0.952**	-0.292*	-0.265*	-0.076												
RNEMP	0.885**	-0.319**	-0.231	-0.196	0.907**											
RNAVI	0.908**	-0.312*	-0.372**	-0.010	0.946**	0.956**										
ICNEMP	-0.317*	0.049	0.244*	-0.272*	-0.316*	-0.047	-0.214									
INCNPKT	-0.282*	0.012	0.386**	-0.372**	-0.299*	-0.060	-0.271	0.782**								
PKTEM	0.097	-0.081	-0.282*	0.077	0.079	0.228	0.400**	0.101	-0.432**							
CACT	0.174	-0.019	-0.022	-0.131	0.236	0.179	0.167	0.038	-0.002	0.120						
CEMP	-0.184	-0.068	-0.003	-0.089	-0.165	-0.121	-0.079	0.081	0.182	-0.052	0.112					
LNACTIVO	-0.164	0.019	-0.129	-0.227	-0.114	0.077	0.094	0.419**	0.286*	0.294*	0.090	0.229				
INCN	-0.166	0.227	1.000**	-0.465**	-0.311*	-0.250	-0.411**	0.322*	0.489**	-0.325*	-0.062	0.009	-0.103			
IM	-0.200	-0.174	-0.311*	0.163	-0.154	-0.200	-0.080	0.069	-0.058	0.468**	-0.044	0.227	0.456**	-0.311**		
ADT	0.266	-0.243	-0.205	-0.190	0.290*	0.384**	0.349*	-0.158	-0.084	-0.118	-0.018	-0.132	-0.070	-0.205	-0.352**	
ADD	0.109	-0.209	-0.184	-0.134	0.100	0.149	0.160	-0.116	-0.103	0.062	-0.016	-0.068	0.145	-0.184	0.056	0.804**
VARIAB	ROI	ROTFP	ROTAC	END	MN	RNEMP	RNAVI	ICNEMP	INCNPKT	PKTEM	CACT	CEMPL EO	LNACTI VO	INCN	IM	ADT

** La correlación bilateral es significativa al 1%.

* La correlación bilateral es significativa al 5%.

Los cuadros 14.5 y 14.6 muestran las correlaciones entre las variables que venimos estudiando para el caso de las líneas aéreas privadas y públicas, respectivamente.

Los comentarios que podemos realizar son muy similares a los realizados para la muestra completa, no obstante pueden observarse algunas diferencias entre ambos grupos:

- En primer lugar las correlaciones de la rotación de los fondos propios con el resto de las variables comentadas anteriormente se mantienen e incluso son superiores en valor y significación en el caso de las aerolíneas privadas, pero para las aerolíneas públicas disminuyen e incluso desaparecen.

- Se mantiene la correlación perfecta positiva entre la rotación de activos y el importe neto de la cifra de negocios en ambos tipos de aerolíneas, pero desaparece la correlación positiva con la rotación de fondos propios en el caso de líneas aéreas públicas, aumentando la de las privadas.

- La correlación de la rentabilidad económica con el margen neto y el resultado neto por empleado y avión es en ambos tipos de aerolíneas alta y positiva. En cambio, en el caso del endeudamiento ha desaparecido la correlación negativa con la rentabilidad en las líneas aéreas públicas.

- En ambos tipos de aerolíneas hay correlación positiva alta entre ajustes por devengo totales y ajustes por devengo discrecionales, aunque mayor en las aerolíneas públicas.

- Finalmente, destacar el hecho de que mientras que en las líneas aéreas privadas hay correlación positiva entre el crecimiento de activos y crecimiento del empleo, en las públicas no hay correlación.

14.4.- EFECTOS ECONÓMICOS DE LAS PRIVATIZACIONES.

14.4.1.- ANÁLISIS UNIVARIANTE: LÍNEAS AÉREAS PRIVADAS Y PÚBLICAS.

Teniendo en cuenta que no pocas líneas aéreas privadas fueron en su día aerolíneas de bandera de sus respectivos países¹; y por tanto, en algún momento han sido privatizadas total o parcialmente, pretendemos medir y comparar la eficiencia y rentabilidad de las líneas aéreas públicas y privadas de nuestra muestra. Para ello aplicamos la prueba de Levene y la prueba t de medias, obteniendo los resultados que aparecen recogidos en el cuadro 14.7 siguiente.

Como podemos apreciar, ha de rechazarse la hipótesis nula de igualdad de medias en todas las variables analizadas; excepto IM, ADT y ADD. En principio y a la vista de los resultados anteriores podemos afirmar la mayor rentabilidad y eficiencia de las líneas aéreas privadas, pues casi todas las variables anteriores presentan medias significativamente superiores en ese caso. No obstante, las variables ROTACT y ROTFP, tienen una media superior en el caso de líneas aéreas públicas, que nosotros interpretamos del modo que sigue. Ante la inminencia de los procesos de privatización, las políticas de inversión de las aerolíneas públicas quedan reducidas a su expresión más mínima, cuando no desaparecen por completo. Junto a esta ausencia de inversiones, el tamaño del activo va paulatinamente reduciéndose por el efecto de las amortizaciones que se van acumulando, y con ello, su efecto combinado sobre las rotaciones es muy favorecedor. Por el contrario, en los primeros ejercicios de las compañías privatizadas, el tránsito a manos privadas implica reanudar intensos programas de inversiones en mejoras, reformas y renovación de flotas, lo que genera un fuerte crecimiento de los valores contables del activo, y con ello, un efecto muy adverso sobre las rotaciones.

No obstante lo anterior y a la luz de los resultados obtenidos podemos afirmar que las líneas aéreas privadas son más solventes y están menos endeudadas que las públicas. También podemos decir que sus márgenes son significativamente superiores y su productividad es indiscutiblemente mayor de acuerdo con todos los indicadores mostrados. Para terminar diremos que invierten más y crean más puestos de trabajo, pues en ambos casos la prueba t es positiva y significativa, más aún en el caso del empleo.

¹ British Airways, Air France, Iberia, etc. pueden citarse entre otras muchas, como ejemplo.

Cuadro 14.7:

Prueba T de comparación de medias y prueba de Levene, entre líneas aéreas públicas y privadas.

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996-2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 14.1 y la significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**) y 99% (***).

VARIABLE	MEDIA		Diferencia de medias	t
ROI	Privada	0,0272	0,01842	2,284**
	Pública	0,0088		
ROTFP	Privada	3,6819	-0,69127	-1,717*
	Pública	4,3732		
ROTACT	Privada	0,8402	-0,21701	-3,532***
	Pública	1,0572		
ENDEUDAMIENTO	Privada	0,6157	-0,04075	-1,716*
	Pública	0,6565		
MN	Privada	0,0396	0,02241	2,667***
	Pública	0,0172		
RNEMP	Privada	11,5980	11,08604	3,745***
	Pública	0,5119		
RNAVI	Privada	1346,6815	1014,56522	2,424**
	Pública	332,1163		
INCNEMP	Privada	235,7433	64,37934	4,649***
	Pública	171,3639		
INCNPKT	Privada	0,1178	0,00531	0,624
	Pública	0,1124		
PKTEMP	Privada	2,0481	0,56442	5,309***
	Pública	1,4837		
CACTIVO	Privada	0,1405	0,11429	2,505**
	Pública	0,0263		
CEMPLEO	Privada	1,0593	0,05154	2,701***
	Pública	1,0077		
LNACTIVO	Privada	8,2289	0,86062	3,958***
	Pública	7,3683		
INCEN	Privada	0,8376	-0,23393	-3,473***
	Pública	1,0715		
IM	Privada	0,6095	0,02745	1,019
	Pública	0,5821		
ADT	Privada	-0,0410	0,00919	0,627
	Pública	-0,0502		
ADD	Privada	0,0427	0,06415	0,408
	Pública	-0,0214		

14.4.2.- EL CASO PARTICULAR DE IBERIA.

Teniendo presente el reducido número observaciones, hemos aplicado el mismo procedimiento al caso de Iberia para un período de 15 años, los comprendidos entre el año 1991 y el año 2005. Para ello hemos dividido su horizonte temporal en dos periodos: desde el año 1991 hasta el año 2000 (empresa pública) y desde el año 2001 al año 2005 (empresa privada). Los resultados obtenidos se muestran en el cuadro 14.8.

Cuadro 14.8:

Prueba T de comparación de medias y prueba de Levene, para IBERIA, diferenciando entre el periodo que fue línea aérea pública y privada.

La muestra está formada por los datos de la aerolínea para el periodo comprendido entre 1991 y 2005, ambos incluidos. Las variables responden a la descripción realizada en el cuadro 11.2 y 14.1. La significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**) y 99% (***).

VARIABLE		MEDIA	Diferencia de medias	t
ROI	Privada	0,0394	0,06288	2,255**
	Pública	-0,0235		
MN	Privada	0,0331	0,06751	1,965*
	Pública	-0,0334		
RN	Privada	154.10	242.078	2.153*
	Pública	-87.97		
RNEMP	Privada	0.0062	0.00879	1.977*
	Pública	-0.0026		
RNAKO	Privada	0.0027	0.00515	2.009*
	Pública	-0.0025		
RNPKT	Privada	0.0036	0.00751	1.989*
	Pública	-0.0039		
INCNEMP	Privada	0,1886	0,05316	2,802**
	Pública	0,1355		
PASEMP	Privada	1022	162	2,642**
	Pública	860		
AKOEMP	Privada	2304.8	614.45	3,714***
	Pública	1690.35		
PKTEMP	Privada	1699.37	511.62	3,412***
	Pública	1187.76		
OCUPACIÓN	Privada	0,7366	0,0556	4,054***
	Pública	0,6810		

Atendiendo a los resultados obtenidos se rechaza la hipótesis nula de igualdad de medias en todas las variables, es decir, desde que IBERIA es privada, la rentabilidad y el margen neto han sido superiores, el resultado y el importe neto de la cifra de negocios por empleado ha sido mayor, el resultado neto por asiento kilómetro ofrecido y pasajero kilómetro transportado han sido superiores y, además, el número de pasajeros por empleado y el factor de ocupación de pasaje también ha sido mayores.

No obstante, dado el reducido número de observaciones los resultados han de tomarse con mucha cautela. En todo caso, indican que la aerolínea ha venido siendo más productiva y eficiente durante el periodo de empresa privada.

14.5.- ANÁLISIS DE LOS FACTORES DETERMINANTES DE LA RENTABILIDAD EN LAS COMPAÑÍAS PRIVADAS Y PÚBLICAS.

Diversos trabajos han comparado la eficiencia de las empresas públicas frente a las privadas. La dificultad de llegar a conclusiones a partir de la evidencia empírica, como destaca Hernández de Cos (2004), se pone de manifiesto si se tiene en cuenta la diversidad de interpretaciones de los resultados disponibles obtenida por los distintos autores. Así, De Alessi (1980), Bennett y Jonson (1979), Borcharding et al. (1982), Domberger y Piggott (1986), Sheshinki y López-Calva (1998), Shirley y Walsh (2000), Kikeri y Nellis (2001) y Megginson y Netter (2001) concluyen que las empresas públicas son, en general, menos eficientes que las empresas privadas. Por el contrario, Millward y Parker (1983), Borins y Boothman (1985), Boyd (1986), Pestieau y Tulkens (1993), Gathon y Pestieau (1996) y Martín y Parker (1997) señalan que la evidencia empírica disponible no permite concluir diferencias sistemáticas en la eficiencia entre empresas públicas y privadas, en gran medida como consecuencia de la debilidad metodológica que se aprecia en la literatura.

En este sentido, podemos distinguir dos tipos de estudios, el primero de ellos comprende trabajos que comparan los resultados de las empresas públicas con los de las privadas en sectores en los que ambos tipos de empresas coexisten, como sucede en el caso del sector aéreo. El segundo abarca los estudios que comparan el comportamiento y los resultados de las empresas antes y después de la privatización, como acabamos de realizar para el caso de Iberia.

En la mayoría de los casos los trabajos se limitan a comparar ratios de rentabilidad o productividad antes y después de la privatización, aunque en ocasiones incorporan algún análisis econométrico.

Nosotros vamos a comparar los resultados de una muestra de aerolíneas públicas y privadas que operan en el mismo momento y en el mismo mercado y nuestro objetivo es comprobar si los factores que explican la rentabilidad son o no diferentes, o más o menos

intensos, en las líneas aéreas públicas y privadas. Para ello estimaremos los coeficientes asociados a las variables independientes de el siguiente modelo:

$$ROI_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D + \alpha_3 INCNPKT_{it} + \alpha_4 INCNPKT_{it} D + \varphi_{it} \quad (1)$$

Siendo:

ROI : Rentabilidad económica, definida como cociente entre resultado neto y activo total a valor contable.

INCNPKT: Cociente entre importe neto de la cifra de negocios y los pasajeros por kilómetro transportados.

D: Variable dicótoma que toma valor 1 si la aerolínea es privada y 0 si es pública.

Como ya se ha puesto de manifiesto en la prueba t de diferencias de medias, las líneas aéreas privadas superan en rentabilidad y productividad a las líneas aéreas públicas. Por tanto nuestra hipótesis es confirmar, mediante el empleo de un indicador de productividad y eficiencia, si las líneas aéreas privadas son más eficientes que las públicas.

Los resultados del modelo (1) anterior aparecen en el cuadro 9 y de su contenido podemos deducir que en el caso de una línea aérea privada, el modelo explicativo toma la forma siguiente:

$$ROI_i = 0,672 - 0,091 INCNPKT_i + \varphi_i$$

Por el contrario, cuando la variable dicotómica *D*, es igual 0, es decir, se trata de una línea aérea pública, el modelo adopta los valores siguientes:

$$ROI_i = 0,71 - 0,504 INCNPKT_i + \varphi_i$$

Cuadro 14.9:

Modelo de regresión lineal para el cálculo de factores explicativos de la rentabilidad económica (ROI, calculada dividiendo el resultado neto entre el activo total) de las líneas aéreas públicas y privadas.

$$ROI_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D + \alpha_3 INCNPKT_{it} + \alpha_4 INCNPKT_{it} D + \varphi_{it}$$

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. ROI es la rentabilidad económica obtenida por la línea aérea i en el periodo t, expresado en tanto por uno; D es una variable ficticia que toma valor 1 cuando la línea aérea es privada y 0 cuando la aerolínea es pública; INCNPKT es el importe neto de la cifra de negocios entre los pasajeros kilómetro transportados por la línea aérea i en el periodo t. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 1, y la significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**) y 99% (***).

VARIABLE	COEFICIENTE	VALORES t
Constante	0.071	5.498***
D	-0.038	-2.120**
INCNPKT	-0.504	-5.151***
INCNPKTD	0.413	2.984***
Observaciones	190	
R^2 ajustado (%)	12 %	
F regresión	9.597***	
Error típico estimación	0.04983	
Durbin-Watson	1.521	

De acuerdo con los resultados obtenidos, en primer lugar rechazamos la hipótesis nula $\alpha_i = 0$, y en segundo lugar confirmamos la significatividad del modelo en su conjunto, pues la prueba F es positiva y significativa al 99%. Además, también es significativa cada variable de forma individual.

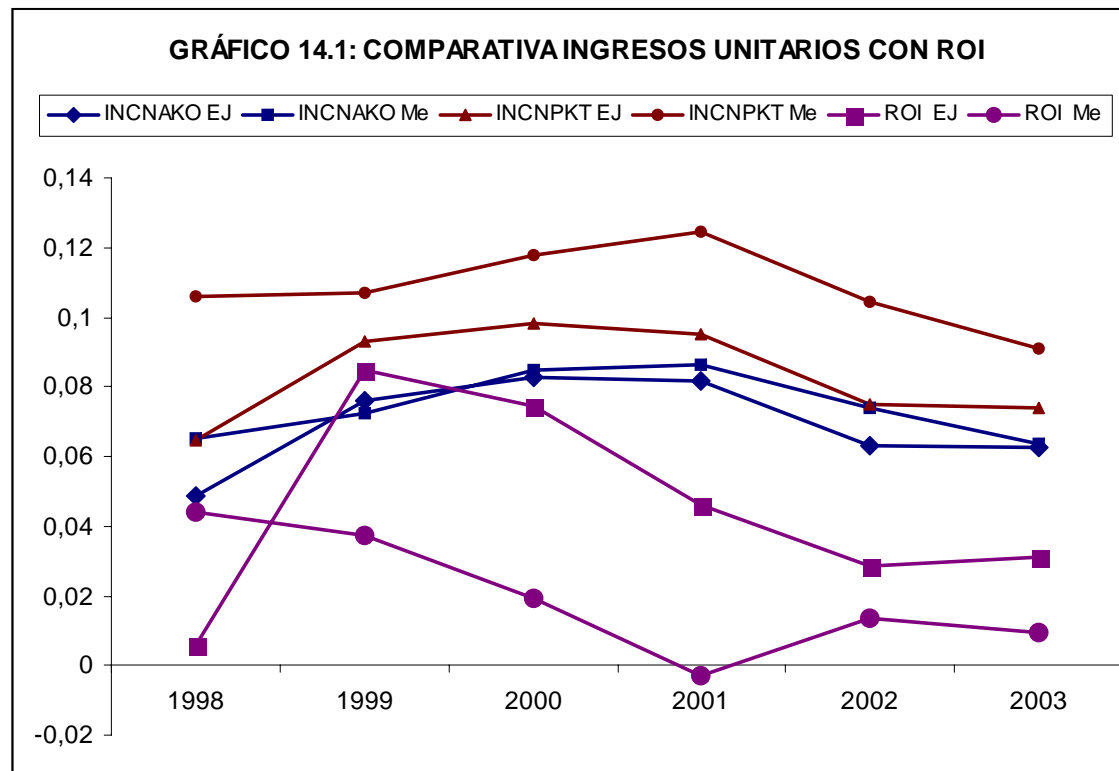
El poder explicativo del modelo es, como vemos, del 12 %. Es decir, la variable independiente, INCNPKT explica el 12% de la variación de la variable dependiente, ROI.

Teniendo en cuenta que la variable INCNPKT es el cociente entre el importe neto de la cifra de negocios y los pasajeros kilómetro transportados, ésta representaría el importe facturado por pasajero kilómetro transportado; es decir, que un aumento de una unidad en dicha variable significaría una disminución en la rentabilidad económica de 0.091 cuando la línea aérea es privada y de 0.504 cuando la línea aérea es pública, demostrándose así la mayor rentabilidad y eficiencia de las aerolíneas privadas como indicaban los resultados previos.

Estos resultados contrastan con los obtenidos en nuestro análisis preliminar, realizado en la parte IV de esta tesis, de donde hemos extraído los datos que figuran en la gráfica 14.1. Observemos como mientras que el importe facturado tanto por asiento kilómetro ofrecido como por pasajero kilómetro transportado por EASYJET es inferior al importe mediano facturado por las líneas aéreas de la muestra analizada y, sin embargo, la rentabilidad económica de EASYJET es superior a la mediana de la muestra, siendo además EASYJET una aerolínea propiedad privada.

Por tanto, y concluyendo, los resultados anteriores confirman la hipótesis planteada de que las líneas aéreas privadas de la muestra obtienen una rentabilidad económica superior a las líneas aéreas públicas, o dicho de otra forma, la aerolíneas privadas son más eficientes que las públicas¹, además invierten más y crean más empleo.

¹ Nuestros resultados coinciden esencialmente con los obtenidos por Boubakri y Cosset (1998); D' Souza, et al. (2000) y Megginson y Netter (2001) entre otros.



Donde:

INCNAKO EJ: Es el ingreso neto de la cifra de negocios por asiento kilómetro ofrecido de EASYJET.

INCNAKO Me: Es la mediana del ingreso neto de la cifra de negocios por asiento kilómetro ofrecido de la muestra analizada.

INCNPKT EJ: Es el ingreso neto de la cifra de negocios por pasajero kilómetro transportado de EASYJET.

INCNPKT Me: Es la mediana del ingreso neto de la cifra de negocios por pasajero kilómetro transportado de la muestra analizada.

ROI: Es la rentabilidad económica (resultado neto entre activo total) de EASYJET y la mediana de la muestra.

14.6.- CALIDAD DEL RESULTADO Y MANIPULACIÓN CONTABLE EN LAS LÍNEAS AÉREAS.

La existencia de asimetrías en el acceso y la elaboración de la información contable debido a la separación entre la propiedad y el control en las empresas, y el margen de actuación discrecional dentro de las normas y principios contables han hecho posible, junto a otras circunstancias, la existencia de prácticas de earnings management o alteración de los resultados.

Para Gil de Albornoz (2003), es posible diferenciar dos tipos de prácticas manipuladoras del beneficio: aquellas que afectan directamente al cash-flow (manipulación real), como las decisiones sobre el momento en el que vender activos fijos; y aquellas que afectan a variables contables sin afectar directamente al cash-flow (manipulación contable)¹, como los cambios contables o los ajustes por devengo (diferencia entre resultado contable y cash-flow), que afectan al reconocimiento temporal de determinados ingresos y gastos (compras y ventas, provisiones, dotaciones para fondos de pensiones, amortización de activos,...).

Leuz, et al. (2002) defienden que la dirección de resultados es, en parte, un conflicto de intereses entre los internos y los externos. Los internos, al controlar la gerencia, pueden beneficiarse a sí mismos a expensas de los otros accionistas. El asunto es que alguna propiedad de la firma es disfrutada exclusivamente por algunos accionistas y no sometida al control de los inversores externos ni compartida con ellos.

La manipulación persigue generalmente proporcionar al inversor buenas expectativas de la empresa para que se animen a comprar títulos de la misma, de esta forma aumenta el valor de la empresa en el mercado. En definitiva, traspaso potencial de riqueza de los nuevos a los antiguos accionistas de la compañía, es decir de los externos a los internos; o dicho de otro modo, de los no informados a los informados.

¹ Aunque sí indirectamente, ya que el cash flow quedaría modificado por el efecto del Impuesto de Sociedades satisfecho.

Pretendemos conocer en qué medida la líneas aéreas manipulan el resultado, y si en estas prácticas influye de alguna manera el tipo de propiedad: pública o privada. Para ello, el análisis de los ajustes por devengo y el grado en que el nivel de éstos pueda ser inusual o anormal, definidos como la diferencia entre el resultado contable y el flujo de caja de las operaciones, es la metodología que ha predominado, de acuerdo con Poveda (2003), desde la década de los noventa.

Monterrey y Poveda (2004), consideran los ajustes por devengo como la diferencia entre el resultado contable ordinario y el flujo de caja generado por las operaciones, es decir, el efecto acumulado derivado de introducir el principio del devengo en el modelo contable convencional.

Los diferentes modelos de detección de la manipulación contable tratan de separar la parte de ajustes por devengo que se origina por motivos objetivos, como son la normativa contable y las condiciones económicas en las que opera la empresa (parte explicada), de la parte no explicada (los residuos), que consideran una estimación de la medida de manipulación de resultados por parte de los directivos.

Como es habitual en la literatura, utilizaremos en nuestro análisis el modelo de Jones (1991):

$$ADT_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 INCN_{it} + \alpha_3 IM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

Donde, ADT_{it} son los ajustes por devengo totales en el año t para la empresa i, $INCN_{it}$ es la cifra de negocios e IM_{it} el valor contable bruto del inmovilizado material. Los residuos ε_{it} del modelo, capturan los ajustes por devengo anormales o discrecionales. Todas las variables se expresan deflactadas por el valor contable del activo medio total del ejercicio.

En esencia, la propuesta de Jones para separar los componentes discrecional y no discrecional de los ajustes por devengo consiste, según García et al (2005), en utilizar un modelo de regresión lineal que explica los ajustes totales observados en función de dos variables: (1) el cambio en las ventas, que controla el componente normal de los ajustes por devengo a corto plazo; y (2) el nivel de inmovilizado material bruto, que

modeliza el componente no discrecional del gastos por depreciación y amortización del período, o ajustes por devengo a largo plazo.

Los resultados del modelo (2) anterior, así como la prueba t de la media de los residuos, ε_{it} , se ofrecen en los cuadros 10 y 11.

Cuadro 14.10:

Aplicación del modelo de Jones (1991) para la obtención de los residuos que capturan los ajustes por devengo anormales o discrecionales:

$$ADT_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 INCN_{it} + \alpha_3 IM_{it} + \varepsilon_{it}$$

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. ADT_{it} son los ajustes por devengo totales en el año t para la empresa i, $INCN_{it}$ es la cifra de negocios e IM_{it} el valor contable bruto del inmovilizado material en el año t para la empresa i. Los residuos del modelo, ε_{it} , capturan los ajustes por devengo anormales o discrecionales. Todas las variables se expresan deflactadas por el valor contable del activo medio total del ejercicio. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 1, y la significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**) y 99% (***).

VARIABLE	COEFICIENTE	VALORES t
Constante	0,222	5,755***
INCN	-0,066	-3,565***
IM	-0,343	-7,228***
Observaciones	191	
R^2 ajustado (%)	21,4	
F de la regresión	26,875***	
Error típico de estimación	0,10541	
Durbin-Watson	2,227	

Cuadro 14.11:

Prueba T de comparación de medias de los residuos, ε_{it} , obtenidos por el modelo de Jones (1991) en el cuadro 10 y prueba de Levene, entre líneas aéreas públicas y privadas.

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-año. Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 1, y la significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**) y 99% (***).

VARIABLE	MEDIA		Diferencia de medias	t
ε	Privada	0,5587	-0.16579	-1.466
	Pública	0,7245		

El resultado del modelo podemos expresarlo:

$$ADT_i = 0,222 - 0,066INCN_i - 0,343IM_i + \varepsilon_i$$

Tanto la prueba F, del modelo, como los valores t de las variables son significativos al 99 %.

Dado que los coeficientes son estadísticamente significativos se rechaza la hipótesis nula de no existencia de alteración de resultados, y ε_i es precisamente la variable que recoge la alteración discrecional de los ajustes por devengo totales.

El componente anormal de los ajustes por devengo como estimador del grado de discrecionalidad ejercida por los directivos sobre la información financiera revelada al mercado, nos aportará una estimación de la mayor o menor calidad del resultado.

Como afirman Monterrey y Poveda (2004), la parte no explicada se considerará una estimación del grado de discrecionalidad y proporcionará una medida de earnings management, pues una variación en dicho componente, representará más un esfuerzo de los directivos para tratar de manipular los resultados que un cambio en las condiciones económicas exógenas. De hecho, se ha comprobado empíricamente que aspectos tales como la presencia de consejeros externos (Peasnell et al., 2001), la existencia de una comisión de auditoría dentro del consejo de administración (Klein, 2002), el tamaño del

propio consejo (Beasley, 1996), el peso de los inversores institucionales en la estructura de propiedad (Jiambalvo et al., 2002), y la concentración de propiedad o la participación de los accionistas internos (Delgado, 2003) contribuyen a reducir la dirección de beneficios.

El cuadro 11 pone de manifiesto cómo la cuantía de los ajustes por devengo anormales o discrecionales es mayor en las compañías públicas (0,7245) que en las privadas (0,5587). No obstante, la diferencia entre ambos promedios no es estadísticamente significativa a los niveles convencionales (90% o superior), por lo que podemos afirmar que aunque sea posible que ambos tipos de compañías podrían incurrir en prácticas manipuladoras, éstas no son mayores en unas u otras. Por tanto, no existen diferentes niveles en la calidad del resultado que puedan estar inducidos por distintos niveles de earnings management.

El cuadro 12 siguiente ofrece los resultados empíricos obtenidos de la regresión del modelo ofrecido en el cuadro 9 anterior, pero con la adición de los residuos obtenidos de la regresión del modelo de Jones (1991) como variable independiente.

Cuadro 14.12:

Modelo de regresión lineal para el cálculo de factores explicativos de la rentabilidad económica.

$$ROI_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 D + \alpha_3 INCNPKT_{it} + \alpha_4 INCNPKT_{it} D + \alpha_5 \varepsilon_{it} + \alpha_6 \varepsilon_{it} D + \mu_{it} \quad (3)$$

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-años. ROI es la rentabilidad económica obtenida por la línea aérea i en el periodo t , expresado en tanto por uno; D es una variable ficticia que toma valor 1 cuando la línea aérea es privada y 0 cuando la aerolínea es pública; $INCNPKT$ es el importe neto de la cifra de negocios entre los pasajeros kilómetro transportados por la línea aérea i en el periodo t ; ε_{it} son los residuos obtenidos en el modelo de Jones (1991). Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 1, y la significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**) y 99% (***).

VARIABLE	COEFICIENTE	VALORES t
Constante	0.061	4.228***
D	-0.026	-1.296
INCNPKT	-0.438	-4.028***
INCNPKTD	0.286	1.861*
ε_{it}	0.017	2.477**
$\varepsilon_{it} D$	-0.014	-1.617
Observaciones	162	
R^2 ajustado (%)	13.1	
F regresión	5.842***	
Error típico estimación	0.05007	
Durbin-Watson	1.482	

El resultado del modelo podemos expresarlo:

$$ROI_i = 0.061 - 0.026D - 0.438INCNPKT_i + 0.286INCNPKT_i D + 0.017\varepsilon_i - 0.014\varepsilon_i D + \mu_i$$

Como puede apreciarse el coeficiente α_5 , asociado a la variable independiente ε_{it} , ha resultado ser positivo y significativo, lo que cabe interpretar como que en promedio, las aerolíneas podrían incurrir en prácticas de manipulación contable que en su conjunto inducirán elevaciones al alza de su rentabilidad económica. No obstante, dichas prácticas no son significativamente distintas entre compañías de titularidad pública o privada, ya que el coeficiente α_6 no es estadísticamente significativo.

A los efectos de profundizar en los resultados empíricos, el cuadro 13 siguiente ofrece los resultados del modelo regresión:

$$|\varepsilon_{it}| = \beta_1 + \beta_2 PROP + \beta_3 RENT_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 CREC_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \eta_{it} \quad (4)$$

El precitado modelo recoge las variables convencionalmente asumidas como explicativas de las prácticas de earnings management; rentabilidad (RENT), endeudamiento (END), crecimiento (CREC) y tamaño (TAM), junto a la variable experimental PROP, que describe el carácter público o privado de cada aerolínea. Con ello pretendemos verificar si, como anteriormente se ha puesto de manifiesto, la naturaleza pública o privada de las compañías aéreas explica o no la existencia de diferencias en prácticas adulteradoras de los resultados.

Cuadro 14.13:

Modelo de regresión lineal para el cálculo de factores explicativos de los ajustes por devengo discrecionales obtenidos en el modelo de Jones (1991).

$$|\varepsilon_{it}| = \beta_1 + \beta_2 PROP + \beta_3 RENT_{it} + \beta_4 END_{it} + \beta_5 CREC_{it} + \beta_6 TAM_{it} + \eta_{it}$$

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-años. D es una variable ficticia que toma valor 1 cuando la línea aérea es privada y 0 cuando la aerolínea es pública; RENT es la rentabilidad económica, cociente entre resultado neto y activo total, obtenida por la línea aérea i en el periodo t, expresado en tanto por uno; END es el endeudamiento total, cociente entre exigible total y activo total, de la línea aérea i en el periodo t; CREC es el crecimiento del activo total en tanto por uno de la línea i en el periodo t; TAM es el logaritmo del activo total de la línea i en el periodo t; y ε_{it} son los residuos obtenidos en el modelo de Jones (1991). Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 1, y la significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**) y 99% (***).

VARIABLE	COEFICIENTE	VALORES t
Constante	1.924	5.970***
PROP	-0.145	-1.305
RENT	-2.401	-4.138***
END	-0.509	-2.181**
CREC	0.480	2.689***
TAM	-0.108	-3.240***
Observaciones	196	
R^2 ajustado (%)	15.5	
F regresión	8.128***	
Error típico estimación	0.65513	
Durbin-Watson	1.887	

El resultado del modelo anterior podemos expresarlo:

$$|\varepsilon_i| = 1.799 - 2.401RENT_i - 0.509END_i + 0.480CREC_i - 0.108TAM_{it} + \eta_i$$

A la vista de los resultados obtenidos, en primer lugar rechazamos la hipótesis nula $\beta_i = 0$, y confirmamos la significatividad del modelo en su conjunto, pues la prueba F es positiva y significativa al 99%.

Como esperábamos la variable PROP no es significativa y por tanto no podemos discriminar entre ambos tipos de propiedad, privada o pública, como acreedoras de mayores o menores practicas manipuladoras. No obstante, el resto de variables si son estadísticamente significativas lo que nos lleva a realizar las siguientes afirmaciones:

- El signo negativo y significativo del coeficiente β_3 , de la variable RENT indica que la rentabilidad limita las practicas manipuladoras de los gerentes de aerolíneas.

- El estimador del endeudamiento, END, tiene signo negativo y significativo, actuando como mecanismo de disciplina directiva; por tanto, la asunción de compromisos que lleven aparejados financiación ajena conduce a una supervisión más estrecha de los directos, recortando la actuación discrecional de los mismos.

- Constatamos también la inclinación de los responsables de las líneas aéreas por utilizar la inversión como variable manipuladora; pues el signo del coeficiente β_5 es positivo y significativo.

- Por lo que respecta al tamaño (TAM), hemos utilizado el logaritmo del activo total. El coeficiente β_6 negativo y significativo, indica que cuanto mayor es la aerolínea mayor es el control ejercido sobre la actuación discrecional del directivo.

Constatamos pues las practicas manipuladoras llevadas a cabo por las aerolíneas, no siendo la propiedad pública o privada de la misma significativa a la hora de atribuirle mayores o menores actuaciones manipuladoras.

Si en el modelo (4) anterior omitimos la variable tamaño (TAM), los resultados obtenidos son los reflejados en el cuadro 14 siguiente.

Cuadro 14.14:

Modelo de regresión lineal para el cálculo de factores explicativos de los ajustes por devengo discrecionales obtenidos en el modelo de Jones (1991).

$$|\varepsilon_{it}| = \varphi_1 + \varphi_2 PROP + \varphi_3 RENT_{it} + \varphi_4 END_{it} + \varphi_5 CREC_{it} + \lambda_{it} \quad (5)$$

La muestra está formada por los datos de 41 aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive, dando como resultado 240 observaciones empresas-años. D es una variable ficticia que toma valor 1 cuando la línea aérea es privada y 0 cuando la aerolínea es pública; RENT es la rentabilidad económica, cociente entre resultado neto y activo total, obtenida por la línea aérea i en el periodo t, expresado en tanto por uno; END es el endeudamiento total, cociente entre exigible total y activo total, de la línea aérea i en el periodo t; CREC es el crecimiento del activo total en tanto por uno de la línea i en el periodo t; y ε_{it} son los residuos obtenidos en el modelo de Jones (1991). Se han eliminado las observaciones con fondos propios negativos. Las variables están descritas en el cuadro 1, y la significación estadística se expresa en asteriscos, a niveles superiores al 90% (*), 95% (**) y 99% (***).

VARIABLE	COEFICIENTE	VALORES t
Constante	1.230	5.949***
PROP	-0.230	-2.086**
RENT	-1.564	-1.690*
END	-0.791	-2.800***
CREC	0.580	3.289***
Observaciones	170	
R^2 ajustado (%)	10.7	
F regresión	6.065***	
Error típico estimación	0.63621	
Durbin-Watson	1.727	

El resultado del modelo anterior quedaría, cuando la línea aérea es privada:

$$|\varepsilon_i| = PROP - 1.564RENT_i - 0.791END_i + 0.580CREC_i + \lambda_i$$

En cambio, cuando es pública:

$$|\varepsilon_i| = 1.230PROP - 1.564RENT_i - 0.791END_i + 0.580CREC_i + \lambda_i$$

Como puede apreciarse el modelo (5) es estadísticamente significativo en su conjunto y además los son todas las variables de forma individual pero, la diferencia con el modelo (4) es la variable propiedad (PROP), estadísticamente significativa, y dado que el coeficiente asociado a la misma toma un valor mayor cuando la aerolínea es pública que cuando es privada, podemos afirmar que las líneas aéreas públicas

manipulan los resultados más que las privadas. En nuestra opinión esto es posible debido a la mayor supervisión que el principal y el propio mercado ejercen sobre los gestores de las aerolíneas privadas.

BIBLIOGRAFÍA PARTE VI.

- Beasley, M.E. (1996): "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud". *The Accounting Review*, vol. 71, núm. 4.
- Bennett, J. y Johnson, M. (1980): "Tax reduction without sacrifice: private sector production of public services". *Public Finance Quarterly*, 8.
- Borchering, T., Pommerejne, W. y Schneider, F. (1982): "Comparing the efficiency of private and public production: the evidence from five countries". *Zeitschrift für Nationalökonomie*". Supl. 2.
- Borins, F. y Boothman, E. (1985): "Crown corporations and economic efficiency". University of Toronto Press.
- Boubakri, N. and Cosset, J.C. (1998): "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries". Université Laval. Canadá.
- Boyd, C. (1986): "The comparative efficiency of state-owned enterprises. Research in International Business and International Relations.
- De Alessi, L. (1980): "The economics of property rights: A review of the evidence". *Research in Law and Economic*, 2.
- DeAngelo, L. E. (1986): "Accounting Numbers as Market valuation Substitutes; A study of Management Buyouts of Public Stockholders". *The Accounting Review*, vol. 61, núm. 3.
- Delgado Hurtado, M. M. (2003): "Factores determinantes de la discrecionalidad contable: Una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas". Universidad de Burgos.
- Domberger, S. y Piggott, J. (1986): "Privatization policies and public enterprise: a survey". *The Economic Record*, 62.
- D' Souza, J.; Megginson, W. and Nash, R. (2000): "Determinants of performance improvements in privatized firms: the role of restructuring and corporate governance". University of Oklahoma.
- García Osma, B.; Gisbert Clemente, A. y Gill de Albornoz, B. (2005): "La literatura sobre earnings management: Estado del arte y perspectivas". AECA 2005.

-
- Gathon, H. Y Pestiau, P. (1996): “La performance des entreprises publique, une question de propriété ou de concurrence?”. *Revue économique*, 6.
 - Gil de Albornoz, B. (2003): “Alisamiento del beneficio y manipulación de ajustes por devengo: Análisis empírico en el contexto español”. Premio de investigación contable “José María Fernández Pirla” (XI Edición). ICAC.
 - Gujarati, D. (2003): “Econometría”. Mc Graw Hill. Cuarta Edición.
 - Hernández de Cos, P. (2004): “Empresa pública, privatización y eficiencia”. *Estudios Económicos*, número 75. Banco de España.
 - Jiambalvo, J.; Rajgopal, S. y Venkatachalam, M. (2002): “Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings”. *Contemporary Accounting Research*, vol. 19, núm. 1.
 - Jones, J. (1991): “Earnings management during import relief investigations”, *Journal of Accounting Research*, vol. 29, núm. 2.
 - Klein, A. (2002): “Audit committee, board of director characteristics and earnings management”. *Journal of Accounting Economics*, vol. 33, núm. 3.
 - Kikeri, S. y Nellis, J. (2001): “Privatization in competitive sectors: The record so far, World Bank, Public Sector Advisory Services.
 - Leuz, C.; Nanda, D. and Wysocki, P.D. (2002): “Investor protection and earnings management: An international comparasion”. *Journal of Financial Economics*.
 - Leuz, C.; Nanda, D. and Wysocki, P.D. (2003): “Earnings management and investor protection: an international comparasion”. University of Pennsylvania.
 - López, F.J. y Saona, P. (2004): “Discrecionalidad directiva, dirección de beneficios y estructura de propiedad de la deuda de la gran empresa española”. Universidad de Valladolid.
 - Luque, T. (Coordinador) (2000): “Técnicas de análisis de datos en investigación de mercados”. Editorial Pirámide.
 - Martín, P. y Martín, J. (1985): “Curso básico de estadística económica”. Editorial AC.
 - Martín, S. y Parker, D. (1995): “Privatization and economic performance throughout the UK business cycle”. *Managerial and Decision Economics*, 16.
 - McNichols, M.F. y Wilson, G.P. (1988): “Evidence of earnings management from the provision for bad debts”. *Journal of Accounting Research*, 26.
 - Megginson, W. and Netter, J. M. (2001): “From State To Market: A Survey Of Empirical Studies On Privatization”. University of Oklahoma.

-
- Millward, R. Y Parker, D. (1983): "Public and private enterprise: comparative behavior and relative efficiency". Public sector economic.
 - Monterrey Mayoral, J. y Poveda Fuentes, F. (2004): "Un análisis de los modelos para la detección de la manipulación del resultado". Documento de trabajo. Universidad de Extremadura.
 - Mora, A., García J.M., García, B. y Gisbert, A. (2004): "La comparabilidad de la información contable en Europa: Efectos de la manipulación contable sobre el nivel de conservadurismo". Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.
 - Peasnell, K.; Pope, P. y Young S. (2001): "Board monitoring & earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?". Lancaster University Management School Working Paper.
 - Pestieau, P. y Tulkens, H. (1993): "Assessing and explaining the performance of public enterprises". Finanzarchiv, 50.
 - Poveda Fuentes, F. (2003): "Nuevo enfoque en la estimación y contraste de ajustes por devengo anormales: especificación y evaluación empírica". Tesis Doctoral. Universidad de Alicante.
 - Poveda Fuentes, F. (2003): " Nuevo enfoque en la estimación de los ajustes por devengo anormales: Un modelo desagregado". Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S. A.
 - Rangan, s. (1998): "Earnings management and the performance of seasoned equity offerings". Journal of Financial Economics, vol. 50, núm. 1.
 - Sivakumar, L.L. (2000): "Do firms mislead investors by overstating earnings around seasoned equity offerings?". Journal of Accounting and Economics, vol 29, núm. 3.
 - Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. (1998a): "Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings". Jorurnal of Financial Economics, vol. 50, núm. 1.
 - Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. (1998b): "Earnings management and the long term market performance of initial public offerings". Jorurnal of Finance, vol. 53, núm. 6.
 - Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. (1998c): "Are accruals during initial public offerings opportunistic?". Review of Accounting Studies, vol. 3, núm. 1-2.
 - Sheshinski, E. y López Calva, L. (1998): "Privatization and its benefits. Theory and evidence". CAER II Discussion Paper, nº 35.
 - Shirley, M. y Walsh, P. (2000): "Public versus private oqnership: the current state of the debate." Policy Research Working Paper, nº 2420.

PARTE VII.- RESUMEN Y CONCLUSIONES.

Las privatizaciones se han convertido en todo un fenómeno económico durante las últimas décadas alrededor del mundo, cuantitativa y cualitativamente. Han marcado un cambio en la política de participación de los Estados en la economía, tanto de países desarrollados como en desarrollo, ya fueran economías de mercado o de planificación central.

Los métodos usados por los Estados para desprenderse de sus empresas públicas son muy diversos, aunque básicamente se usan dos: oferta pública de venta y venta directa. El primero de ellos más transparente, el segundo no siempre con objetivos conocidos. La venta directa ha sido usada de forma significativamente mayor alrededor del mundo, máxime cuando se trasfiere el control corporativo o cuando se quiere seguir controlando la empresa por alguna razón. La oferta pública de venta ha aumentado espectacularmente el número de propietarios individuales, promovido la cultura de la propiedad e incrementado la capitalización del mercado de valores, sin duda porque las mayores empresas han sido vendidas por este procedimiento.

La privatización no es una simple transferencia de propiedad, cambia el principal y también cambian los controles externos e internos. Además implica liberalización y desregulación de actividades previamente restringidas al sector público, o en otros casos, regulación de la competencia posterior. Por otra parte, genera efectos distributivos o de transferencia de rentas, y requiere regulaciones posteriores que garanticen los derechos legales de los accionistas y los de supervisión de los mercados.

Los argumentos del cambio de titularidad son numerosos, entre otros están: disminuir la intervención del Estado en la economía, ampliar el número de propietarios de las empresas fomentando el capitalismo popular, desarrollo del mercado de capitales, acceso de los trabajadores a la propiedad de las empresas, reducción de deuda y déficit públicos; y la justificación que más ha atraído la curiosidad de los investigadores, el aumento de la eficiencia de las empresas privatizadas. Varios organismos y numerosos

investigadores documentan efectos positivos para el rendimiento de las empresas tras su privatización y para el bienestar económico general.

Los Gobiernos utilizan los programas de privatización para sus objetivos económicos, políticos y financieros. Infravaloran las acciones, favoreciendo al inversor interior, con la intención de controlar el gobierno corporativo, de influir en la inclinación política de los electores, debilitar los sectores sindicales, introducir mayor competencia,..., en algunos casos utilizan técnicas de privatización que les permiten seguir controlando las empresas vendidas en el periodo posterior a la privatización, como la “acción de oro”.

La privatización aumenta la eficiencia de las empresas: por la presión del mercado y la supervisión orientada a los beneficios, la disciplina en la labor directiva y los incentivos a la dirección, y el acceso al capital necesario para reestructurar y modernizar las empresas; existiendo bastante coincidencia entre los investigadores en que estos aumentos son mucho más claros cuando las empresas privatizadas actúan en mercados competitivos y por tanto liberalizados.

España ha lanzado uno de los mayores programas de privatización, consiguiendo potenciar su mercado de valores y capitalizarlo. Las operaciones de mayor envergadura han sido Telefónica, Repsol y Endesa, cuyo peso en el Índice General de la Bolsa de Madrid representa actualmente casi el 30%.

Las privatizaciones han mejorado la regulación del mercado de valores, la información debido a su labor supervisora, y otros componentes de nuestro sistema financiero.

De las tres fases en que hemos dividido nuestro proceso de privatizaciones, la más fructífera en términos de ingresos es sin duda la tercera, donde los ingresos superan los 30.000 millones de €, de los que más de 24.000 millones € se obtuvieron por el procedimiento de OPV, y más del 68% de total de ingresos procedió de inversores minoristas, lo que implica que el acceso de los ciudadanos a la propiedad ha sido muy importante en nuestro país.

En España, podemos afirmar que se han cumplido las razones que se argumentan para justificar las privatizaciones:

- Disminuir el papel del Estado en la economía, desregulando y liberalizando, y por tanto incrementando la competencia.
- Se ha ampliado el número de propietarios de las empresas.
- Se ha producido un efecto de distribución de la riqueza, cambiando la estructura de la economía.
- En su momento se redujo el déficit y la deuda pública.
- Desarrollo del mercado de capitales.
- Aumento de los empleados en la propiedad de las empresas.
- A tenor de las investigaciones realizadas, ha aumentado la eficiencia de las empresas privatizadas.

El control del sector de transporte aéreo ha estado tradicionalmente reservado a los Estados, ya sea mediante la política de regulación o mediante la propiedad de las líneas aéreas, o por ambas. Ha sido durante las décadas de los setenta y ochenta, cuando se han puesto en práctica políticas liberalizadoras, primero en EEUU y posteriormente en territorio comunitario, y al mismo tiempo se han privatizado algunas líneas aéreas, total o parcialmente, y fortalecido alianzas entre aerolíneas.

Estas medidas liberalizadoras y desreguladoras ha reducido las barreras de entrada en los mercados e incrementado la competencia nacional e internacional entre líneas aéreas, fomentado la aparición de las líneas aéreas de bajo coste, que han aumentado la presión competitiva sobre las líneas aéreas tradicionales y charters. Todo esto ha provocado una constante guerra de precios, que ha puesto en dificultades económicas a líneas aéreas de todo el mundo.

Las líneas aéreas de bajo coste han conseguido su propio nicho de mercado, caracterizado por ser operadores punto a punto, que operan en aeropuertos secundarios, venden sus billetes por Internet, usan flota uniforme, con servicio mínimo a bordo y tarifas mínimas, capaces de competir con el tren de alta velocidad. Puede afirmarse que han creado su propia demanda.

La líneas aéreas de red se enfrentan a costes fijos elevados, demoras y cancelaciones consecuencia de uso de aeropuertos principales congestionados por el tráfico aéreo, sobrecapacidad y limitación de la infraestructura aeroportuaria, proliferación de líneas aéreas de bajo coste y del tren de alta velocidad. No obstante, tienen una estructura de red organizada y poseen los slots de los mayores aeropuertos y mayores ciudades del mundo, con mayor tráfico de pasajeros y por tanto mayores economías de escala que las líneas de bajo coste.

Podemos considerar como conclusiones principales de esta tesis las siguientes:

1.- Los indicadores económicos y financieros analizados a lo largo de esta tesis ponen de manifiesto:

- El sector aéreo ha sufrido dos crisis en los últimos años: la primera de ellas, a principio de los noventa, y la segunda a principios de este siglo. Esta segunda crisis está aumentando el riesgo financiero de las aerolíneas.
- La productividad ha mejorado a partir del año 2001, aunque ha caído el empleo. Destacando la mayor productividad de las líneas aéreas privadas.
- Por grupos de propiedad el rendimiento mayor lo obtienen las líneas de bajo coste seguidas de líneas privadas y mixtas, y finalmente las públicas.
- La inversión es mayor en las líneas aéreas en que interviene la propiedad privada, aunque su endeudamiento también es superior.
- El año 2001 marca la consolidación de una crisis en el sector aéreo que había comenzado con anterioridad, los márgenes son negativos para líneas aérea públicas, privadas y mixtas; no así para las de bajo coste, que obtienen beneficios.

2.- Iberia ha sido una de las últimas privatizaciones realizadas por el Gobierno español, que si cabe cobra mayor importancia por el carácter estratégico que siempre ha tenido el transporte aéreo, de ahí que se estableciera un mecanismo de protección como es la acción de oro, y que además se buscaran, en la primera y segunda fases de privatización, socios industriales e institucionales que forman el núcleo estable de accionistas. Además se le ha facilitado la participación en el accionariado a los trabajadores, y al público en general mediante la tercera fase de la privatización: la OPV.

3.- La estructura de gobierno de la compañía responde a las recomendaciones del informe Aldama tanto en su composición como seguimiento, y también cumple los principios de buen gobierno de la OCDE.

4.- Iberia es en la actualidad una compañía sólida y solvente, poco endeudada y rentable. La evolución de la compañía bien podría calificarse de espectacular en los últimos diez años:

- Aumento del importe neto de la cifra de negocios, en valor absoluto y medida en relación al número de aviones y de empleados.
- Rentabilidades económicas y financieras positivas.
- Resultado neto por avión y empleado positivos y en crecimiento.
- Aumentos permanentes de la productividad medida tanto en pasajeros por empleado, como asiento kilómetro ofrecido y asiento kilómetro transportado por empleado.
- Aumento constante del factor de ocupación de pasaje.
- Aumento del empleo.

Todo los avances anteriores se producen en una década en que la compañía pasa de ser empresa pública a empresa privada.

5.- El estudio de la evolución de la compañía en sus etapas anterior y posterior a la privatización revela que la aerolínea es más productiva y eficiente desde que fue privatizada. La respuesta del mercado a este cambio queda acreditada por el fuerte aumento de la capitalización bursátil.

6.- El análisis empírico se ha desarrollado con los datos de 41 aerolíneas de todo el mundo, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive. Los resultados obtenidos nos permiten afirmar que las líneas aéreas privadas superan en media a las líneas aéreas públicas en las variables estudiadas: rentabilidad económica, margen neto, resultado neto por empleado y avión, importe neto de la cifra de negocios por empleado y asiento kilómetro ofrecido, pasajeros kilómetro transportados por empleado, crecimiento del activo y crecimiento del empleo. Por el contrario la rotación de activos y de fondos propios y el endeudamiento es superior para el caso de las líneas públicas.

7.- En el caso de Iberia, las medias de las variables: rentabilidad económica, margen neto, resultado neto por empleado y por asiento kilómetro ofrecido y transportado, importe neto de la cifra de negocios por empleado, pasajeros por empleado, asiento kilómetro ofrecido y transportado por empleado y factor de ocupación de pasaje; son superiores en la etapa de empresa privada respecto de lo que fueron en su etapa de empresa pública.

8.- Para verificar nuestra hipótesis de mayor rentabilidad económica, y por lo tanto mayor eficiencia, de las líneas aéreas privadas sobre las públicas, hemos desarrollado un modelo de regresión con resultados concluyentes. Como variable dependiente hemos utilizado la rentabilidad económica, calculada dividiendo el resultado neto entre el activo total. Como variable explicativa hemos utilizado el importe neto de la cifra de negocios entre el número de pasajeros kilómetro transportados. El aumento del ingreso por pasajero kilómetro conlleva mejores repercusiones en la rentabilidad económica para las líneas aéreas privadas.

9.- La prueba de diferencia de medias, aplicada a los residuos obtenidos en el modelo de Jones (1991), evidencia que tanto compañías privadas como públicas incurren en prácticas manipuladoras. Además, introduciendo los residuos del modelo de Jones (1991) en nuestro modelo de regresión de factores explicativos de la rentabilidad económica, descubrimos que las aerolíneas podrían incurrir en prácticas manipulación contable que inducirían elevaciones de su rentabilidad económica.

10.- Para profundizar en los resultados empíricos anteriores, hemos desarrollado un modelo de regresión incluyendo las variables convencionalmente asumidas con explicativas de las prácticas de manipulación de resultados; constatándose que las variables rentabilidad, endeudamiento y tamaño restringen las prácticas manipuladoras, en tanto que la inversión las incentiva. No obstante, la no significatividad de la dicotómica “propiedad” no nos ha permitido, en principio, hacer distinciones entre líneas privadas y públicas.

11.- Finalmente, omitiendo la variable tamaño en nuestro anterior modelo explicativo de prácticas manipuladoras, los resultados mejoran y revelan mayores

prácticas manipuladoras en las aerolíneas públicas que en las privadas; atribuidas, en nuestra opinión, a la menor supervisión realizada sobre las líneas aéreas públicas.

BIBLIOGRAFÍA GENERAL.

- Abad Navarro, C., Arquero Montaña, J. y Jiménez Cardoso, S. (2003): “ La calidad de la información contable de las empresas fracasadas”. AECA, número 62, pp. 24-28.
- Abel, I. and Siklos, P. L. (2001): “Privatizing a Banking System: A Case Study of Hungary”. Monetary Policy Department. National Bank of Hungary.
- Adserá, X. y Viñolas, P. (2003): “Principios de valoración de empresas”. Ed. Deusto.
- Aiginger, K. (1999): “The privatization experiment in Austria”. Austrian Economic Quarterly, 4/1999, pp. 261-270.
- Air Transport Association. Informes Anuales de los años 1997 a 2004.
- AITAL. Departamento de Estudios Económicos (2001): “Position Paper para la Cumbre Iberoamericana de Jefes de Estado”.
- Alexandre, H. y Charreaux, G. (2001): “Efficiency of french privatizations: a dynamic vision”. Université de Bourgogne.
- Álvarez Otero, S.(1998): “La explicación de la infravaloración de las salidas a bolsa españolas”. Universidad de Oviedo. Proyecto PB98-1526.
- Álvarez Otero, S. (2000): “Las privatizaciones españolas mediante oferta pública inicial”. Actualidad Financiera, Abril, pp. 17-30.
- Álvarez Otero, S. y González Méndez, V. M.(2000): “El comportamiento a largo plazo de la ofertas públicas iniciales en el mercado español de capitales”. Departamento Administración Universidad de Oviedo.
- Álvarez, E. y Calleja, A. (1995): “Privatizaciones y el sistema de acción especial (golden share)”. Economistas. Número 63,pp. 44-53.
- Alesandre, H. y Charreaux, G. (2001): “Efficiency of french privatizations: a dynamic vision”. Université de Bourgogne.
- Amat, O; Blake, J. y Moya, S. (1994): “ La contabilidad creativa en España y en el Reino Unido. Un estudio comparativo”. www.econ.upf.es
- Amat, O. y Blake, J. (2002): “ Contabilidad creativa”. Ediciones Gestión 2000.
- Amat, O. (2004): “Análisis económico financiero”. Ed. Gestión 2000. 18ª Edición.
- Amatori, F. y Colli, A. (2000): “ Corporate governance: the Italian story”. ISE, Bocconi University.
- Anderson, J. E. (2000): “Housing Privatization in Transition Economies”. University of Nebraska.

-
- Anderson, J. H., Lee Young, and Murrell, P. (1999): “ Do competition and ownership affect enterprise efficiency in the absence of market institutions?. Evidence after privatization in Mongolia”. Department of Economics and IRIS Center. University of Maryland.
 - Anen, B.; Bizzario, M.; Klumb, B. y Sayegh, C. (2002): “ Airtran Holding, Inc.”. Yale School Of Management.
 - Anen, B.; Bizzario, M.; Klumb, B. y Sayegh, C. (2002): “ Jetblue Airways”. Yale School Of Management.
 - Anen, B.; Bizzario, M.; Klumb, B. y Sayegh, C. (2002): “ Industry: Airline. Date: September 23”. Yale School Of Management.
 - Akram, T. (1999): “Privatization of Public Enterprises in Bangladesh: Problems and Prospects”. Columbia University.
 - Argimón, I. y Artola, C. (1997): “ Privatizaciones y eficiencia”. Economistas, número 74, pp. 219-225.
 - Argimón, I., Artola, C. y González-Páramo, J.M. (1999): “ Empresa pública y empresa privada: Titularidad y eficiencia”. Moneda y Crédito, número 200, pp. 45-93.
 - Arguedas, R. (2003): “ Contabilidad creativa y estabilidad presupuestaria: ¿Un medio inducido por el objetivo?”. AECA, número 63, 2003, pp. 31-33.
 - Ariño, G. (1998): “El retorno a lo privado: Ante una nueva encrucijada histórica”.ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 15-26.
 - Ariño, G. (2004): “Privatizaciones y liberalizaciones en España: Balance y resultados (1996-2003). Fundación de Estudios de Regulación, Editorial Comares.
 - Arrizabalo Montoro, X. (1998): “Las privatizaciones en la Unión Europea: Crisis, ajuste y regresión social”. Facultad de Ciencias Económicas de la UCM.
 - Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (1999): “Principios Contables”.
 - Association of European Airlines. Informes Anuales de los años 1997 a 2005.

 - Auditoría General de la Nación (2000): “ Informe auditoría sobre la venta de Aerolíneas Argentinas por la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales de España a Viajes Marsans, S.A.”. Buenos Aires.
 - Banco Mundial. Base de datos sobre privatizaciones en el mundo. <http://www.bancomundial.org>

-
- Banerji, S. and Errunza, V.(2001): “Optimal Financial Design of Privatization Under Incomplete Information and Bankruptcy Risk”. McGill University.
 - Bárcena Ruiz, J. C. y Begoña Garzón, M.(2001): “Integración económica y privatización de empresas públicas”. Universidad del País Vasco.
 - Barton, J. (2000): “ Does the use of financial derivatives affect earnings management decisions?”. Emory University.
 - Beasley, M.E. (1996): “ An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud”. The Accounting Review, vol. 71, núm. 4.
 - Bel, G. (1998): “Los costes financieros de la privatización en España”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 125-144.
 - Bel, G. y Costas, A. (2000): “ Privatización, competencia y consumidores: Una nueva agenda de reformas para la post privatización”. Economistas, número 84, pp. 329-335.
 - Bel, G. y Costas, A.(2001): “La privatización y sus motivaciones en España: de instrumentos a política”. Universidad de Barcelona.
 - Belobaba, P. (2002): “ The airline industry since 9/11: Overview of recovery and challenges ahead”. MIT Global Airline Industry Program. Washintong.
 - Bennett, J. y Johnson, M. (1980): “ Tax reduction without sacrifice: private sector production of public services”. Public Finance Quarterly, 8.
 - Berglof, E. and Thadden, E. (1999): “ The Chaning Corporate Praradigm: Implications for Transition and Developing Countries”. <http://papers.ssrn.com>
 - Bergeron, I. (1992): “Privatization Through Leasing: The Togo Steel Case”. World Bank.
 - Bernstein, L.A. (1989): “Análisis de estados financieros”. Ed. Deusto.
 - Betancor, O. y Rendeiro, R. (1999): “ Modelos de propiedad y gestión de aeropuertos: El caso español”. Economistas, número 80, pp. 425-430.
 - Betancor, O. y Trujillo, L. (2000): “Privatización de infraestructuras: Puertos y aeropuertos”. Economistas, número 84, pp. 351-356.
 - Biaais, B. y Perotti, E. (1997): “Machiavellian Underpricing”. Université des Sciences Sociales de Toulouse and Universiteit van Ámsterdam.
 - Biaais, B. y Perotti, E. (2000): “Machiavellian Privatization”. Université des Sciences Sociales de Toulouse and CEPR.

-
- Bieger, T. y Laesser, C. (2004): "The market entry of Low Cost Airlines: Implications for mode choice between Switzerland and Germany". Swiss Transport Research Conference.
 - Bilbao Ubillos, J. (2002): "Las políticas de privatización en España: Fases, objetivos y procedimientos". Universidad del País Vasco. Documento de trabajo.
 - Blair, M. (2002): "The Economics of Post-September 11 Financial Aid to Airlines. Georgetown University Law Center. Working Paper.
 - Blaszczyk, B. (2000): "Avanzando hacia el futuro: Las privatizaciones en Polonia". Centro para la Investigación Social y Económica.
 - Boix Palop, Andrés (2001): "Cohesión Social y Liberalización de Servicios Públicos". Trabajo de investigación. Universidad de Valencia.
 - Boetzelen, P.(1996): "Consecuencias de desregulaciones y privatizaciones". <http://www/tiss.zdv.uni-tuebingen.de/webroot>.
 - Bohinc, R. and Baingrige, S. (2000): "Corporate Governance In Post-Privatized Slovenia". Am. J. Com. L.
 - Bonet, P. (2002): "La tierra, para el que la compre". El País.
 - Borcherding, T., Pommerejne, W. y Schneider, F. (1982): "Comparing the efficiency of private and public production: the evidence from five countries". Zeitschrisft für Nationalökonomie". Supl. 2.
 - Borins, F. y Boothman, E. (1985): "Crown corporations and economic efficiency". University of Toronto Press.
 - Borrego Rodríguez, A. (2000): "El gobierno de las sociedades cotizadas en España". Departamento de Economía Financiera y Contabilidad UCM. Pedro Francés. Departamento de Filosofía del Derecho UCM. Papeles de Ética, Economía y Dirección, número 5.
 - Bortolotti, B. (2001): "Privatization, Large Shareholders, and Sequential Auctions of Shares". Fondazione Eni Enrico Mattei.
 - Bortolotti, B.; Siniscalco, D. and Fantini, M. (2000): "Privatisation and Institutions: A Cross Country Analysis". University of Turín and Bologna.
 - Bös, D. (2000): "Privatization under asymmetric information".University of Bonn.
 - Botler, M.; Leone, A. and Willeborg, M. (2002): "An empirical analysis of auditor reporting and its association with abnormal accruals"

-
- Boubakri, N. and Cosset, J.C. (1998): "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: Evidence from Developing Countries". Université Laval. Canadá.
 - Boubakri, N.; Cosset, J. and Guedhami, O. (2001): "Liberalization, corporate governance and the performance of newly privatized firms". Université Laval, Quebec, Canada.
 - Boutchkona, M. K. and Megginson, W. (2000): "Privatization and the rise of global capital markets". The University of Oklahoma.
 - Boyd, C. (1986): "The comparative efficiency of state-owned enterprises. Research in International Business and International Relations.
 - Broadman, H. G. (2001): "Lessons from corporatization and corporate governance reform in Russia and China". Broadman. Lead Economist
The World Bank Washington, DC.
 - Browman, R. y Navissi, F. (1998): "The association between earnings management, discretionary accruals and abnormal returns". University of Auckland. Working Paper.
 - Browman, R. y Navissi, F. (2001): "The association between earnings management and abnormal returns". University of Auckland. Working Paper.
 - Brown, C.L. y Valentine, J. (1994): "La privatización y sus consecuencias en las instituciones forestales: la situación en Nueva Zelanda". *Unasylva* 178.
 - Bueno Campos, E., Cruz Roche, I., Durán Herrera, J.J., (1982): "Economía de la empresa. Análisis de las decisiones empresariales". Editorial Pirámide.
 - Cabeza García, L.(2002): "Un análisis de la eficiencia económica de las últimas privatizaciones de empresas públicas en España: 1995-2000". Universidad de Oviedo. Documento de trabajo.
 - Cano Rodríguez, M. ((2002): "Análisis de la fiabilidad de la información contable: La contabilidad creativa". Prentice Hall.
 - Carlson Wagonlit Travel (2003): "What benefits do Low-Cost Carriers really bring to business in Europe?".
 - Carter, D. y Simkins, B. (2002): "Do markets react rationally?. The effect of the september 11th tragedy on airline stock returns". Oklahoma State University. Working Paper.
 - Cebrián, B. (2004): "El cambio inevitable". *El País de los Negocios*, 11 de julio.
 - Cebrián, B. (2004): "Las compañías aéreas se afisian". *El País de los Negocios*, 19 de septiembre.

-
- Center For Economic Research on Africa (1993, version November 2000): “Privatization in Sub-Saharan Africa: Origins, Trends, and Influences on Development Strategies”. Montclair State University.
 - Cesaretti, C. (2001): “ El apalancamiento financiero (compra del paquete accionario con bienes de la propia sociedad) el caso Aerolíneas”. Erraper.
 - Chelminski, V. (2002): “Proceso mundial de privatización. Cámara de comercio de Caracas.
 - Christoffersen, H.; Paldam, M. and Würtz, A. (2001): “Public Versus Private Production and Economies of Scale”. Institute of Local Government Studies and University of Aarhus.
 - Clarke, M. (1999): “La privatización de los bosques en Nueva Zelanda: procesos, problemas y resultados”. Unasylva 199.Vol 50.
 - Clemenz, G. (1999): “Privatization, Liberalization and Deregulation – The Austrian Experience”. University of Vienna. ISNIE - Conference.
 - Coloma, G., Gerchunoff, P. y Olmos, M. (1992): “ Las privatizaciones en la Argentina”. Instituto Torcuato Di Tella. Caso 2: Aerolíneas Argentinas, pp. 287-315.
 - Comisión Nacional del Mercado de Valores. Análisis de los Resultados del Cuestionario sobre el Código de Buen Gobierno relativo a los ejercicio 1999, 2000 y 2001.
 - Consejo Consultivo de Privatizaciones. Informe de Actividades de los años 1998, 1999, 2000, 2001, 2002 y 2003.
 - Costas, A. y Bel, G. (1997): “Los beneficios de la liberalización de los mercados de productos”. Colección Estudios e Informes, número 11, pp. 9-32.
 - Corrales Quesada, J.(1998): “La conveniencia de las privatizaciones: argumentos a favor”. Revista Acta Académica. Universidad Autónoma de Centro América.
 - Cossio, F. (2001): “Los impactos sociales de la capitalización en Bolivia”. Instituto Internacional de Economía y Empresa. Diciembre.
 - Costas, A. (1995): “Desregulación y privatización en la economía europea actual: Motivaciones, resultados y enseñanzas”. Economistas, número 63, pp. 54-63.
 - Costas, A. Y Bel, G. (1997): “Los beneficios de la liberalización: Lecciones para España”. Universitar de Barcelona. Documento de Trabajo.
 - Coughlin, P. (1987): “The Commonwealth Banking Corporation: A case for privatization”.

-
- Cuenca, J.L. (1995): “Regulación económica y resultados en el sector eléctrico español. Un análisis económico-financiero de la aplicación del marco estable”. Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid.
 - Cuervo García, A. (1995): “ El proceso de privatización de las empresas públicas españolas”. *Economistas*. Número 63, pp.6-13.
 - Cuervo García, A (1997): “La privatización de la empresa pública”. Ediciones Encuentro.
 - Cuervo García, A, (1997b): “ La empresa pública. Razones que explican su ineficiencia y privatización”. *Economistas*, número 75, pp. 88-100.
 - Cuervo García, A. (1998): “ La privatización de las empresas públicas. Cambio de propiedad, libertad de entrada y eficiencia”. *ICE Privatizaciones*. Número 772, pp. 45-57.
 - Cuervo García, A, (1999): “Privatización y eficiencia empresarial. Hacia un modelo explicativo a nivel de empresa”. *Economía industrial*, número 328.
 - Cuervo García, A. (2002): “ La acción de oro no es el problema”. *Expansión* directo.
 - Cuervo, A. y Villalonga, B. (1999): “ Privatización y eficiencia empresarial: Hacia un modelo explicativo a nivel de empresa”. *Economía Industrial*, número 328, pp. 29-42.
 - Dabat, A. y Rivera, M. A.(1993): “Las transformaciones de la economía mundial”. *Investigación Económica*, número 206, pp.123-147. FE-UNAM.
 - Datar, V. and Mao, D. (1998): “ Initial public offerings in China: underpricing so severe?”. Seattle University, working paper.
 - Davis, D.g. (1981): “ Property rights and economic behavior in private and government enterprises: The case of Australian Banking”. *Research in Law and Economic*, 3.
 - De Alessi, L. (1980): “The economics of property rights: A review of the evidence”. *Research in Law and Economic*, 2.
 - DeAngelo, L. E. (1986): “ Accounting Numbers as Market valuation Substitutes; A study of Management Buyouts of Public Stockholders”. *The Accounting Review*, vol. 61, núm. 3.
 - Deller, S.; Hinds, D.y Hinman, D. (2001): “ Local Public Services in Wisconsin: Alternatives for Municipalities with a Focus on Privatization”. AAE Staff Paper 441. University of Wisconsin.

-
- Delfino, J.A. y Casarín, A.A.(2000): “Privatizaciones, bienestar económico y eficiencia en la producción. El caso de la industria argentina del gas”. Universidad Nacional de Córdoba y Universidad de Warwick.
 - Delgado Hurtado, M.M. (2003): “ Factores determinantes de la discrecionalidad contable: Una aplicación empírica a las empresas cotizadas españolas”. Universidad de Burgos.
 - Dewenter, K. and Malatesta, P. (2001): “ State-Owned and Privately-Owned Firms: An empirical analysis of Profitability, Leverage, and Labor intensity”. American Review , 91. pp. 320-334.
 - Diana L.; Macedo – Soares, A. and Lopez Cid, F.(2001): “Privatization of Railroads in Brazil: The New Business Strategy of “MRS” Lotista, S.A. T”. Pontifical Catholic University of Rio de Janeiro.
 - Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 28 de enero sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso de mercado).
 - Dongwei Su (2000): “Leverage, Insider Ownership, and the Underpricing of IPOs in China”. University of Akron.
 - Djankov, S. (1998): “Enterprise Isolation Programs In Transition Economies: Evidence from Romania”. World Bank.
 - Djankov, S. and Pohl,G. (1998): “Restructuring of Large Firms in Slovakia”. World Bank.
 - Domberger, S. y Piggott, J. (1986): “ Privatation policies and public enterprise: a survey”. The Economic Record, 62.
 - Durá, P. (1998): “Principales recomendaciones del Consejo Consultivo de Privatizaciones”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 109-124.
 - Durá, P. (1999): “ Sistemas concurrenciales y privatización: Algunas reflexiones teóricas y aplicaciones en España”. Economía Industrial, nº 328, pp. 95-114.
 - Dyck, A. and Hopper Wruck, K. (1998): “Organisation Structure, Contract Design and Government Ownership: A Clinical Analysis of German Privatization”. Harvard Univedrsity Graduate School of Business.
 - Dyck, A., Zingales, L. (2001): “Private benefits of control: an international comparasion”. Havard Bussiness School and University of Chicago.
 - D’ Souza, J. and Megginson, W. (1999): “The Financial and operating performance of privatized firms during the 1900s”. Journal of Financial.

-
- D' Souza, J.; Megginsom, W. and Nash, R. (2000): "Determinants of performance improvements in privatized firms: the role of restructuring and corporate governance". University of Oklahoma.
 - Earle, J. S. and Telegdy, A. (2001): "Privatization and Productivity in Romanian Industry: Evidence from a Comprehensive Enterprise Panel". Central European University and IZA, Boon. Paper no. 326.
 - Eckel, C., Eckel, D., and Sigal V., (1997): "Privatization and efficiency: Industry effects of the sale of British Airways". Journal of Financial Economics, número 43, pp. 275-298.
 - Economic Planning Unit, Prime Minister's Department, Malaysia (2001). "Eighth Malaysia Plan 2001-2005".
 - Ellerman, D. (2001): "Lessons from Eastern Europe's Voucher Privatization". World Bank.
 - Elliot A. y Schroth, R. (2003): "Cómo mienten las empresas". Gestión 2000.com.
 - Erbetta, F. y Fraquelli, G. (2002): "Privatisation and Productivity: A Post-Announcement Effect". 29 Annual Conference of the E.A.R.I.E. Madrid.
 - Errunza, V. R. and Mazumdar, S. C. (2000): "Privatization: A theoretical framework". Bank of Montreal Chair in Finance and Banking, McGill University.
 - Escobar, J. (1999): "Privatización de aeropuertos – el efecto económico sobre las líneas aéreas – posición de IATA y AITAL". Seminario sobre privatización de aeropuertos. OACI.
 - Esteo, F. (1998): "Medición contable de los factores determinantes de la rentabilidad empresarial: Un modelo integrado para el análisis externo". Tesis Doctoral. Universidad Complutense de Madrid.
 - Estrin, S.; Gelb, A. and Singh, A. (1995): "Shocks and Adjustment by Firms in Transition: A Comparative Study". Journal of Comparative Economics, 21.
 - European Union (2003): "The impact of Low Cost Carrier in Europe".
 - Fernández, E. y Gómez, S. (2002): "Prácticas Buen Gobierno Empresas Españolas". Centro de Estudios Financieros. Números 233-234, pp.109-148.
 - Fernández, Z. (1995): "Formas de privatización de empresas". Economistas. Número 63, pp.21-30.
 - Fernández, V. y Cavero J.A.; (2003): "Evolución de las comisiones en OPV para las privatización". Técnica Contable, número 659, pp. 20-36.

-
- Fernández, V.; González, J. y Trigueros, J.; (2003): “ Contraste de los premios bursátiles en los programas privatizadores más relevantes”. Universidad Miguel Hernández (Alicante).
 - Fernández Sanguino, J. (2003): “ Fraudes internos en las empresas: aproximación gráfica”. Partida Doble, número 149, pp. 70-76.
 - Ferrández, V. y González, J.F. (2003): “La oferta pública de venta de Iberia: Análisis de los costes de la privatización”. ICE número 805, pp. 241-260.
 - Ferreras, P.(1999): “Situación actual y futura de la industria pública”. Economía Industrial, nº 328,1999. pp. 19-27.
 - Fonseca, L. A. (1999): “Medidas de control y monitoreo en un entorno de aeropuertos privatizados”. Seminario sobre privatización de aeropuertos. OACI.
 - Fournier, G. y Zuehlke, T. (2003): “ Airline price wars uit multi-market contacts and Low Cost Carrier entrants”. Intenational Industrial Organization Conference, Boston.
 - Fox, Merrit B. and Heller, M. A. (2000): “Lessons from fiascos in Russian Corporate Governance”. University of Michigan. Paper 99-012. New York University Law Review.
 - Frydman, R.; Hessel, M.P. and Rapaczynski, A. (1998): “Why Ownership Matters?. Entrepreneurship and the Restructuring of Enterprises in Central Europe”. New York University, University Graduate School of Business and Columbia University School of Law.
 - Gámir, L. (1998): “Privatizaciones, eficiencia y transparencia”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 27-44.
 - Gámir, L. (1999): “ Análisis de las OPVs de empresas públicas en España”. Economía Industrial, nº 328, pp. 115-130.
 - Gámir, L. (1999b): “ Las privatizaciones en España”. Editorial Pirámide. Colección “Economía XXI”.
 - Gandía Cabedo, J. L. (2003): “ E-Gobierno corporativo y transparencia informativa en las sociedades cotizadas”. AECA, número 62, pp. 3-6.
 - García Benau, M. y Monterrey Mayoral, J. (1993): “ La revelación voluntaria en las compañías españolas cotizadas en bolsa”. Revista Española de Financiación y Contabilidad, número 74, pp. 53-70.
 - García Echevarría, S. (1998): “Privatización y desregulación de la economía. El reto de una nueva cultura empresarial”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 59-71.

Comentario [j3]:

Comentario [j4]:

-
- García Echevarría, S.(1999): “Contribución de las privatizaciones a una nueva dinámica económica y empresarial”. *Economía Industrial*, nº 328,1999. pp. 43-51.
 - García de Entrerría, J. (1998): “ Aspectos mercantiles de los procesos de privatización”. *ICE Privatizaciones*. Número 772, pp. 89-98.
 - García Fernández, R. y Suárez Álvarez, E. (2003): “Las empresas cotizadas en España (1990-2002): su información contable”. *Técnica contable*, número 658, 2003, pp. 4-17.
 - García Meca, E.; Larrán Jorge, M. y Martínez Conesa, I. (2003): “Capital intelectual y asimetría informativa en el mercado de capitales español”. *AECA*, número 62, pp. 10-13.
 - García Morales, F.(2000): “Las privatizaciones: economía política de la subasta de América Latina”. <http://www.jjcc.cl/biblioteca/libros.htm>.
 - García Garcimartín, A. (2001): “Aspectos económicos de las asimetrías informativas”. <http://www.ceu.es/fdn>.
 - García Osma, B.; Gisbert Clemente, A. y Gill de Albornoz, B. (2005): “La literatura sobre earnings management: Estado del arte y perspectivas”. *AECA* 2005.
 - Gathon, H. Y Pestiau, P. (1996): “ La performance des entreprises publie, une question de propriété ou de concurrence?”. *Revue économique*, 6.
 - Gil Albornoz, B. (2003): “ Alisamiento del beneficio y manipulación de ajustes por devengo: Análisis empírico en el contexto español”. Premio de investigación contable “José María Fernández Pirla” (XI Edición). ICAC.
 - Giner Inchausti, B. (1995): “ La divulgación de la información financiera: una investigación empírica”. ICAC.
 - Girón Atoche , C. A.(2002): “La gran reforma estructural”. Instituto de Libre Empresa. <http://www.ileperu.org>
 - Goebel, A. (1997): “ Then It´s Clear Who Owns the Trees”: Evaluating Privatization in the Social Forest in a Zimbabwean Resttlement Area. Staff Paper 97-06. University of Alberta. Canada.
 - Gómez Aguilar, N. y Ruiz Barbadillo, E. (2003): “El debate sobre la rotación obligatoria de los auditores”. *AECA*, número 62, pp. 30-33.
 - González Páramo, J.M.(1995): “ Privatización y eficiencia: ¿Es irrelevante la titularidad?”. *Economistas*, número 63,pp.32-43.
 - Gonzalo, J.A.; Pina, V. y Torres, L. (1998): “La valoración de empresas en los procesos de privatización”. *AECA Monografías*, pp. 35-39.

-
- Gordon, M.J. y Shapiro, E. (1959): "Capital Equipment Analysis: The required Rate of Profit". Management Science, pp. 102-110.
 - Gujarati, D. (2003): "Econometría". Mc Graw Hill. Cuarta Edición.
 - Gupta, N. and Davidson, W. (2001): "Partial Privatization and Firm Performance: Evidencia from India". Institute and the University of Michigan Business School.
 - Habit, A. (2002): "An empirical examination of equity market-induced earnings management in Japan". Hitotsunashi University. Working Paper.
 - Hailemariam, H.; Eije von H. and Werf van der J. (2002): "Is there a Privatization Trap?. The case of the manufacturing industries in Eritrea". <http://som.rug.nl/>.
 - Harsch, E. (2002): "Privatization shifts gears in Africa". Africa Recovery. United Nations Publication.
 - Hartley, K. and Parker, D. (1991): "Privatization: A conceptual Framework". Ott A. y Hartley K. (eds.).
 - Harvey, C. and Roper, A. (1999): "The Asian Bet". Fuqua School of Business, Duke University.
 - Healy, P.M. and Wahlen, J.M. (1999): "A review of the earnings management literature and its implications for standard setting". Forthcoming Accounting Horizons.
 - Hernández, N. y López de Castro, L. (2000): "Privatizaciones, liberalización y bienestar. Análisis preliminar en los sectores de energía y telecomunicaciones". Editorial Comares.
 - Hernández de Cos, P. (2004): "Empresa pública, privatización y eficiencia". Estudios Económicos, número 75. Banco de España.
 - Hernández de Cos, P.; Argimón, I. y González Páramo, J. M. (2001): "¿Afecta la titularidad pública a la eficiencia empresarial?. Evidencia empírica con un panel de datos del sector manufacturero español". Banco de España, HM Treasury, Universidad Complutense.
 - Hillion, P. and Young, S.D.(1996): "The Czechoslovak Privatization Auction: An Empirical Investigation". INSEAD 95/57/FIN/AC.
 - Huber, G. (1999): "Contabilidad creativa, una aproximación empírica". Universidad Nacional del Litoral, Centro de publicaciones.
 - Ikoku, Alvan E. (1994): "Influence-Seeking and the Pricing of Initial Public Offerings and Privatizations: Evidence from the Nigerian Equity Market". University of Southern California.

-
- Informes anuales de Gobierno Corporativo de Iberia, Líneas Aéreas de España, S. A., ejercicios 2002 y 2003.
 - Informe de la Comisión Especial para el Fomento de la Transparencia y Seguridad en los Mercados y en las Sociedades Cotizadas, "Informe Aldama". Enero, 2003.
 - Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Resolución de 9 de Mayo del 2000 por la que se establecen criterios para la determinación del coste de producción.
 - International Air Transport Association. Informes Anuales de los años 1996 a 2004.
 - Inácio Thomé, H. (2001): "Privatización: Algunas cuestiones en debate". Hitos de las Ciencias Económico Administrativas. Número 18, pp.33-40.
 - Ito, H. y Lee, D. (2003): "Low Cost Carrier growth in the U.S. airline industry: Past, present, and future". Brown University. Working Paper.
 - Izquierdo, G. y Herrero, T. (1999): "La privatización como política de oferta: un marco conceptual". Economía Industrial, nº 328, pp. 85-94.
 - Jelic, R; Briston, R. and Aussennegg, W. (2003): "The choice of privatization method and the financial performance of newly privatized firms in transition economies". Journal of Business Finance & Accounting.
 - Jiambalvo, J.; Rajgopal, S. y Venkatachalam, M. (2002): "Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings". Contemporary Accounting Research, vol. 19, núm. 1.
 - Jiménez, J.L. (2002): "Privatizaciones en el sector naval: El caso ASTICAN". Departamento de análisis Económico Aplicado. Universidad de las Palmas de Gran Canaria. Documento de Trabajo.
 - Jiménez Montañés, M.A. (2000): "El coste financiero (coste de oportunidad)". 5campus.com
 - Johnson, S. (1999): "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, 1997-1998". Unpublished manuscript.
 - Johnson, R.A. and Walzer, N. (1996): "Competition for City Services: Has the Time Arrived? Privatization in Illinois Municipalities". Western Illinois University.
 - Jones, J. (1991): "Earnings management during import relief investigations", Journal of Accounting Research, vol. 29, núm. 2.
 - Jones, S.; Megginson, W.; Nash, R.; Netter, J. (1999): "Share issue privatizations as financial means to political and economic ends". Journal of Financial Economics.

-
- Jorge, J. y Betancor, O. (1999): “ El transporte aéreo en Europa. Balance de las tendencias en el sector tras la liberalización”. Papeles de Economía Española, nº 82, pp. 225-237.
 - Katsuyuki, U. and Yoshihisa, T. (2000): “Privatization of public corporations in Korea. Rating disparity between issuers”. Japan Rating & Investment Information Inc.
 - Kay, J. And Thompson, D. (1986): “Privatisation: a policy in search of rationale”. The Economic Journal, 96.
 - Kesharwani, T. (1999): “La privatización en la provisión de aeropuertos y servicios de navegación aérea”. Seminario sobre privatización de aeropuertos. OACI.
 - Kikeri, S. y Nellis, J. (2001): “Privatization in competitive sectors: The record so far, World Bank, Public Sector Advisory Services.
 - Klein, A. (2002): “ Audit committee, board of director characteristics and earnings management”. Journal of Accounting Economics, vol. 33, núm. 3.
 - KPMG (2003): “ No-frills airlines – What’s in it for hoteles?”
 - Laffont, J.J. and N’Guessan, T. (2002): “Telecommunications reform in Côte D’Ivoire”. World Bank, Working Paper 2895. <http://www.econ.worldbank.org>.
 - Laínez, J.A. y Callao, S. (1999): “ Contabilidad creativa”. Editorial Cívitas. Colección empresa.
 - Leuz, C.; Nanda, D. and Wysocki, P.D. (2002): “ Investor protection and earnings management: An international comparasion”. Journal of Financial Economics.
 - Leuz, C.; Nanda, D. and Wysocki, P.D. (2003): “ Earnings management and investor protection: an international comparasion”. University of Pennsylvania.
 - Levac, M. and Wooldridge, P. (1997): “ The fiscal impact of privatization in Canada”. Bank of Canada Review. Summer.
 - López Hernández, A.; Caba Pérez, C. y Rodríguez Bolívar, M. (2003): “E-Government y difusión de la información financiera pública vía Internet”. AECA, número 62, pp. 19-23.
 - López, F.J. y Saona, P. (2004): “ Discrecionalidad directiva, dirección de beneficios y estructura de propiedad de la deuda de la gran empresa española”. Universidad de Valladolid.
 - Luque, T. (Coordinador) (2000): “ Técnicas de análisis de datos en investigación de mercados”. Editorial Pirámide.
 - Mächler, F. (2002): “ Las implicaciones inmediatas de los actos terroristas del 11 de Septiembre”. Boletín Informativo AITAL, número 63, pp. 7-8.

-
- Mañas, L. (1998): “ La experiencia de una década de privatizaciones”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 145-175.
 - Maquieira, R. y Zurita, S. (1996): “Privatizaciones en Chile: Eficiencia y Políticas Financieras”. Estudios de Administración. Vol. 3, número 2. Universidad de Chile.
 - Marín, Pedro L. (1996): “La desregulación del transporte aéreo en Europa y sus efectos sobre la estructura de mercado”. Economistas, número 63, pp. 102-113.
 - Marín, Pedro L. (1999): “El transporte aéreo en España”. Papeles de Economía Española, número 82, pp. 19-29.
 - Martín, P. y Martín, J. (1985): “Curso básico de estadística económica”. Editorial AC.
 - Marín, J.C. y Román, C. (1999): “Análisis de la demanda de transporte en España”. Papeles de Economía Española, número 82, pp. 88-106.
 - Martín, S. y Parker, D. (1995): “Privatization and economic performance throughout the UK business cycle”. Managerial and Decision Economics, 16.
 - Martínez, J. (2003): “La aceptación social de la creatividad contable del beneficio. El ejemplo de la realización de las plusvalías”. AECA, número 62, pp. 74-76.
 - Mascareñas, J. (2001): “El coste del capital”. Universidad Complutense de Madrid. Documento de trabajo.
 - Mascareñas, J. (2002): “La política de dividendos”. Universidad Complutense de Madrid. Documento de trabajo.
 - McNichols, M.F. y Wilson, G.P. (1988): “ Evidence of earnings management from the provision for bad debts”. Journal of Accounting Research, 26.
 - Megginson, W. (1998): “ El impacto de la privatización”. Center for International Private Enterprise.
 - Megginson, W.; Nash, R. and VanRanderborgh, M. (1994): “The financial and operating performance of newly privatized firms: An international empirical analysis”. Journal of Finance.
 - Megginson, W. and Netter, J. M. (2001): “From State To Market: A Survey Of Empirical Studies On Privatization”. University of Oklahoma.
 - Megginson, W.; Nash, R. C.; Netter, R. C. and Poulsen, A. B. (2001): “The choice of private versus Public Capital Markets: Evidence from Privatizations”. University of Oklahoma.
 - Melle Hernández, M. (1999): “Algunos resultados efectivos de las privatizaciones en España: Una primera aproximación”. Economía Industrial, número 330, pp.141-159.
 - Mercer Management Consulting (2002): “Impact of Low Cost Airlines”.

-
- McDavid, J. and Laliberté, V.(1999): “ Privatization, Competition and the Efficiency of Local Government Services”. Local Government Insitute. School of Public Administration University of Victoria. Canada.
 - Miera, K. (2002): “La eficiencia como argumento principal en los procesos de privatización”. Revista de Dirección y Administración de Empresas, número 10, pp. 77-98.
 - Millward, R. Y Parker, D. (1983): “ Public and private enterprise: comparative behavior and relative efficiency”. Public sector economic.
 - Milhaupt, C. J. (1999): “ Privatization and Corporate Governance: Strategy for Unified Korea”. Columbia Law School. Working Paper No. 160.
 - Ministerio de Planeación, Presupuesto y Gestión de Brasil (2000): “Infraestructura en Brasil”.
 - Ministerio de Industria. Sociedad Estatal de Participaciones Industriales. <http://www.sepionline.com/>
 - Monterrey Mayoral, J. (1988): “ El informe de la comisión Treadway sobre la información financiera fraudulenta en Estados Unidos”. Técnica Contable, número 479, pp. 505-514.
 - Monterrey Mayoral, J. (2001): “Análisis de la creación de valor”. Universidad de Extremadura.
 - Monterrey Mayoral, J. (2002): “Información contable y gobierno corporativo”. Universidad de Extremadura. Documento de trabajo.
 - Monterrey Mayoral, J. (2003): “ Un estudio analítico de la dirección de resultados”. Universidad de Extremadura. Documento de trabajo.
 - Monterrey Mayoral, J. y Poveda Fuentes, F. (2004): “ Un análisis de los modelos para la detección de la manipulación del resultado”. Documento de trabajo. Universidad de Extremadura.
 - Mora, A., García J.M., García, B. y Gisbert, A. (2004): “ La comparabilidad de la información contable en Europa: Efectos de la manipulación contable sobre el nivel de conservadurismo”. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S.A.
 - Morgan Stanley Equity Research Europe (2002): “ European Low-Cost Airlines: This is a Buying Opportunity!”.
 - Morrison, S., Yarrow, G., Yamauchi, H., Murakami, H. and Lawton-Smith, H. (1995): “International comparison of privatization and deregulation among the USA, the UK and Japan”. The Economic Análisis, número 143.

-
- Myro, R. (1985): "Productividad y rentabilidad en las industrias del INI: Una comparación sectorial con empresas privadas". *Economía Industrial*, febrero, pp. 77-88.
 - Nellis, J.R. (1989): "Contract Plans and Public Enterprise Performance". World Bank. Discussion Paper, 48.
 - Noriega, R. y Ariño G. (2004): "Liberalización y competencia en las telecomunicaciones: Balance 1998-2003". Editorial Comares.
 - Nowotny, E. (1998): "Privatization, Deregulation, Reregulation – Experiences and Policy Issues in Austria". *Journal for institutional innovation, development, and transition*. Vol 2.
 - OCDE (1999): Principios de la OCDE para el gobierno de las sociedades.
 - OCDE (2001): *Financial Market Trends*, No. 79, June 2001.
 - OCDE (2002): *Financial Market Trends*, No. 82, June 2002.
 - Oficina Internacional del Trabajo (2001): "Informaciones más recientes sobre las repercusiones de los acontecimientos del 11 septiembre en el sector de hostelería y el turismo".
 - Okten, C. y Peren, K. (2000): "How Does Privatization Affect the Firm's Choices? Evidence from Turkey. Louisiana State University.
 - Okten, C. y Peren, K. (2001): "How Does Privatization Affect the Firm's Efficiency and Technology Choice?: Evidence from Turkey. Louisiana State University.
 - Omran, M. (2001): "The performance of state-owned enterprises and newly privatized firms: Empirical evidence from Egypt". The Arab Academy for Science and Technology.
 - Ongaro, M.; Cena, M. y Carluccio, J. F. (2001): "El proceso de privatizaciones en la Argentina desde una perspectiva del balance de pagos". Dirección Nacional de Cuentas Internacionales de Argentina. Grupo de Trabajo de Inversión Directa y Otras Participaciones.
 - Ongaro, M. (2000): "El proceso de privatizaciones en la Argentina desde una perspectiva de la balanza de pagos". Dirección Nacional de Cuentas Internacionales. Subsecretaría de Programación Macroeconómica. Grupo de Trabajo de Inversión Directa y Otras Participaciones Accionariales.
 - Onur, A. (2000): "Privatization of British Airways: Before and after". Bilkent Universitesi. Working Paper.
 - Orszag, P. (2000): "Privatization of the U.S. Enrichment Corporation: An Economic Analysis". University of California.

-
- Otchere, I.; Chan, J. (2001): "Intra-industry of Bank Privatization: A Clinical Analysis of the Privatization of the Commonwealth Bank of Australia". University of Melbourne.
 - Pampillón Olmedo, R. (1997): "Concurrencia y transparencia en las privatizaciones en España". Conferencia Intergubernamental de América Latina y Caribe sobre privatización.
 - Pampillón Olmedo, R.(1998): "Los procesos de privatización en América Latina (De la sustitución de importaciones a la eficiencia productiva)". ICE, PRIVATIZACIONES. Número 772, pp. 73-87.
 - Pampillón Olmedo, R. (1999): "Privatizaciones y estabilización en América Latina". Universidad San Pablo CEU.
 - Paredes M., R. y Zurita Lillo, S.(2001): "Lecciones del proceso inconcluso de privatización en Chile". Universidad de Chile.
 - Parker, D. (1998): "Privatisation in the EU: theory and policy perspectives". London.
 - Peasnell, K.; Pope, P. y Young S. (2001): "Board monitoring & earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals?". Lancaster University Management School Working Paper.
 - Perilli, O. y Muñoz, D. (1998): "Un nuevo escenario para la privatización en la Administración Territorial". AECA Monografías, pp. 81-90.
 - Pestieau, P. y Tulkens, H. (1993): "Assessing and explaining the performance of public enterprises". Finanzarchiv, 50.
 - Pineda González, M. C.(1999): "El análisis financiero a través de ratios bursátiles (II): El ratio book-to-market". Universidad de Extremadura. Documento de Trabajo.
 - Piqué, J. (1999): " Algunas reflexiones acerca del proceso de privatización del sector público empresarial". Economía Industrial, nº 328, pp. 15-18.
 - Pirela Espina, W.A. (2002): " La contabilidad creativa: un maquillaje a los estados financieros". X Congreso Venezolano de Contabilidad Pública.
 - Plummer, E. y Mest, D. (2000): "Evidence on the management of earnings components". Workin Paper. Southern Methodist University. CUNY- Baruch College and Rutgers University.
 - Pohl, S.; Djankov, S. and Anderson, R. (1996): " Restructuring of Large Industrial Firms in Central and Eastern Europe: An Empirical Analysis". Technical Paper 332. World Bank.

-
- Poveda Fuentes, F. (2003): “Nuevo enfoque en la estimación y contraste de ajustes por devengo anormales: especificación y evaluación empírica”. Tesis Doctoral. Universidad de Alicante.
 - Poveda Fuentes, F. (2003): “ Nuevo enfoque en la estimación de los ajustes por devengo anormales: Un modelo desagregado”. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, S. A.
 - Prior, D.; Verges, J. Y Vilardell, I. (1993): “La evaluación de las eficiencia en los sectores privado y público”. Ministerio de Economía y Hacienda. Instituto de Estudios Fiscales.
 - Quintans, M. (2000): “Proceso de privatización de Aerolíneas Argentinas”. www.Gestiopolis.com
 - Ramos, L. (2001): “El conflicto de Aerolíneas Argentinas: El estallido de casi una década de corrupción menemista”. Lista Praga 2000. www.data54.com.ar
 - Ramos, R. y Pampillón, R. (1999): “La privatización de los ferrocarriles de Gran Bretaña”. *Economía Industrial*, nº 328, pp. 53-62.
 - Rangan, S. (1998): “Earnings management and the performance of seasoned equity offerings”. *Journal of Financial Economics*, vol. 50, núm. 1.
 - Rapallo, C. (1999): “Evaluación de la eficiencia en gestión empresarial. El caso de una transferencia de propiedad pública a privada”. Facultad Ciencias Económicas y Empresariales UCM. Documento de Trabajo 20.
 - Rapallo, C. (2001): “Proceso de adaptación de las economías de los PECO a la economía de mercado: el caso de las privatizaciones”. Departamento de Economía Financiera UCM.
 - Ravallion, M.; Walle, D. (2001): “Welfare Outcomes of Vietnam’s Massive Land Privatization”. World Bank . Policy Research Working Paper 2710.
 - Real Decreto 1643/1990, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad.
 - Real Decreto 343/2001, de 4 de abril, de aplicación de régimen de autorización administrativa previa a Iberia, Líneas Aéreas de España, Sociedad Anónima.
 - Rendeiro, R. (1999): “Las infraestructuras aeroportuarias en España”. *Papeles de Economía Española*, número 82, pp. 30-41.
 - Requeijo, J. (1999): “ Privatizaciones de empresas públicas y convergencia real”. *Economía Industrial*, nº 328, pp. 71-76.

-
- Rey, B. (1995): “Perspectivas de la liberalización del transporte aéreo”. Economistas, número 66-67, pp. 143-148.
 - Rey, B. (2003): “Estructura de mercado y eficiencia empresarial en el transporte aéreo”. ICE número 808, pp. 189-200.
 - Ribas, E. (1998): “Valor de la empresa y privatizaciones”. ICE Privatizaciones. Número 772, pp. 99-108.
 - Ribas, E. (1998b): “Privatización de empresas de servicios públicos: la experiencia del Consejo Consultivo de Privatizaciones”. AECA Monografías, pp. 39-58.
 - Ribas, E. (1999): “Análisis del valor de las empresas privatizadas”. Economía Industrial, nº 328, pp. 63-69.
 - Riesco Larraín, M.(1997): “Propiedad de los trabajadores”. Centro de Estudios Nacionales de Desarrollo Alternativo. Chile.
 - Rioseco, Juan P. (2004): “La nota de tranquilidad”. Revista “Qué Pasa”.
 - Ritter, J.R. (1987): “ The Cost of Going Public”, Journal of Financial Economics, volumen 15 (1/2), pp. 269-281.
 - Rodríguez Vilariño Pastor, M.L. (1998): “ Imagen fiel versus contabilidad creativa”. Técnica Contable, número 595, pp. 547-550.
 - Roe, M. (1994): “The Political Rotos of American Corporate Finance”. Princeton University Press.
 - Rojo Ramírez, A..(1993): “Tendencias de la contabilidad y contabilidad creativa”. Boletín AECA número 31.
 - Ruiz, E. (2003): “El papel de los comités de auditoría en la estructura de gobierno de las empresas”. AECA, número 64, pp. 85-86.
 - Rus, G. (1999): “Economía y política del transporte: Principios y tendencias”. Papeles de Economía Española, número 82, pp. 2-18.
 - Salas, V.(1998): “ Privatización y competencia”. AECA Monografías, pp. 125-141.
 - Sanchis, J. A. (1996): “Privatización y eficiencia en el sector público español”. Revista Economía Aplicada, volumen 4, número 10, pp. 65-92.
 - Sayanak, T. (2004): “Do Low Cost Carriers provide quality service?”. Master’s Research Paper. Carolina University.
 - Servicio de Estudios de “La Caixa” (2001): “Transporte Aéreo: Remontando la Crisis de 2001”. Informe mensual de febrero, pp. 68-76.
 - Schuck, P. H. (1999): “Law and Post – Privatization Regulatory Reform: Perspectives from the U.S. Expericence”. Yale Law School. Working Paper 222.

-
- Scoot, J. W. (1999): "An empirical analysis of competition, privatization, and regulation in Africa and Latin America". Stanford University and The World Bank.
 - SEPI (2001): Folleto informativo de la OPV de Iberia, Líneas Aéreas de España, S. A.
 - SEPI ESTRATEGIAS (2002): Número 1, Enero-Febrero y Número 3 Mayo-Julio.
 - SEPI ESTRATEGIAS (2003): Número 6, Enero-Febrero.
 - Shehadi, K. (2002): "Lessons in privatization. Considerations for Arab States". United Nations Development Programme.
 - Sheshinski, E. y López Calva, L. (1998): "Privatization and its benefits. Theory and evidence". CAER II Discussion Paper, nº 35.
 - Shirley, M. y Walsh, P. (2000): "Public versus private ownership: the current state of the debate." Policy Research Working Paper, nº 2420.
 - Sivakumar, L.L. (2000): "Do firms mislead investors by overstating earnings around seasoned equity offerings?". Journal of Accounting and Economics, vol 29, núm. 3.
 - Smith, A. (1776): "An inquiry into the nature and causes of the wealth of Nations".
 - Souvirón, J.M. (2004): "La privatización del sector público empresarial del estado en España (1996-2002). Aspectos Jurídicos". Editorial Comares.
 - Stephen, M. B. (2000): "Constraints on shareholder activism the United States and Slovenia". UCLA School of Law.
 - Stolowy, H. y Gaétan, B. (2000): "A framework for the classification of accounts manipulations". HEC School of Management and University du Québec à Montreal. Working Paper.
 - Suárez, J.L. (1995): "Creación de valor económico para el accionista". IESE, número 83, pp. 1-4.
 - Swelbar, W. (2002): "The role and impact of Low Cost Carriers". MIT Global Airline Program.
 - Tansel, A. (2002): "Effects of privatization on labor in Turkey". Middle East Technical University.
 - Termes, R. (1998): "Inversión y coste de capital". Mc Graw Hill. IESE, Universidad de Navarra.
 - Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. (1998a): "Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings". Journal of Financial Economics, vol. 50, núm. 1.
 - Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. (1998b): "Earnings management and the long term market performance of initial public offerings". Journal of Finance, vol. 53, núm. 6.

-
- Teoh, S.H., Welch, I. y Wong, T.J. (1998c): "Are accruals during initial public offerings opportunistic?". *Review of Accounting Studies*, vol. 3, núm. 1-2.
 - Thwaites, M. (2001): "Aerolíneas. El espejo de la Argentina". *Revista Realidad Económica*. Número 181.
 - Toms, M.(2002): "Do Low Cost Carriers intensify airport competetion?- The Stansted Case. Hamburg Aviation Conference.
 - Torero, M. y Pascó – Font, A. (2000): "El impacto social de la privatización y de la regulación de los servicios públicos en el Perú". Grupo de análisis para el desarrollo. Lima.
 - Torres, L. y Pina, V.(1998): " Un estudio empírico sobre las actuaciones de los tribunales de cuentas de la Unión Europea en los procesos de privatización". AECA Monografías, pp. 91-123.
 - Tirado Beltrán, J.M. (2003): "Beneficios publicados y mercado de capitales". *Partida Doble*, número 149, pp. 86-95.
 - Travel Distribution Report (2004): " The Low Cost love affair, Corporate Style". Vol. 12, nº 7, pp. 49-56.
 - Trigo Portela, J. (2004): "Veinte años de privatizaciones en España". Instituto de Estudios Económicos.
 - Trubek, L. G.(2001): "Old Wine in New Bottles: Public Interest Lawyering in an Era of Privatization". *Law Journal*, 1739-49.
 - United States General Accounting Office (2001): "Assessment of the airline industry's estimated losses arising from the events of September 11". G.A.O. 12-133R.
 - Urquijo, J. L. (1990): "Análisis para decisiones financieras. Riesgo y decisiones". Ediciones Deusto.
 - Uvalic, M. (2001): "Privatisation and corporate governance in Serbia (FR Yugoslavia)". University of Perugia. Global Devolopment Network for Southeast Europe (World Bank).
 - Valdez, J. A. (1998): "Capitalización: privatización al estilo boliviano". Center for International Private Enterprise.
 - Vargas Hernández, J. G. (2000): "Desafíos de la Administración Pública en los Estados Latinoamericanos". Universidad de Guadalajara, México.
 - Vázquez, R.; Díaz, A. M. y Suárez, A. (2004): "Cómo usan Internet las líneas aéreas para desarrollar relaciones estables con los clientes". *Universia Bussiness Review- Actualidad Económica*. Segundo Trimestre.

-
- Vega Fernández, J. (2001): “Valoración de empresas de la nueva economía”. ICE número 791, pp. 101-113.
 - Vergés, J. (1999): “Balance de las políticas de privatización de empresas públicas en España (1985-1999)”. Universidad Autónoma de Barcelona. Economía Industrial, número 330, pp.121-140.
 - Vergés, J. (2003): “Las privatizaciones de empresas públicas. Un estado de la cuestión, con especial referencia al caso de España”. Supervisión y Gestión de la Empresa Pública, documento 6.
 - Vidal Suárez, M. V. y García Canal, E. (2000): “Problemas de la agencia y la creación de valor en las alianzas globales”. Universidad de Oviedo. XI Congreso Nacional ACEDE.
 - Villalonga, B. (2000): “Privatization and efficiency: differentiating ownership effects from political, organizational, and dynamic effects”. Journal of Economic Behavior & Organization. Vol. 42, pp.43-74.
 - Villarroja, M.V. y Rodríguez, M.C. (2003): “La manipulación contable: el perfil de las empresas manipuladoras”. Partida Doble, número 143, pp. 54-63.
 - Viñolas, P. (2002): “La prima de riesgo en la bolsa española”. Trabajo de investigación. Universidad Complutense. Director: Dr. Mascareñas.
 - Vives, F. (2004): “La organización de los consejos”. El País, 21 de noviembre.
 - Vreedenburgh, M. (1999): “Medidas de control y monitoreo que los Estados deberán aplicar en un entorno de privatización de aeropuertos”. Seminario sobre privatización de aeropuertos. OACI.
 - Wangermann, P. (2002): “Economic Impact of 9/11 on the Airline Industry”. Princeton University. Working Paper.
 - Wellenius, B. (1997): “Telecommunications Reform – Howth Succeed”. The World Bank, 130.
 - Whittington, G. (1992): “Contabilidad financiera y estrategia corporativa”. AECA, número 29.
 - World Bank (1999): “Privatization of Public Enterprises”.<http://www.worldbank.org/>
 - World Bank (2003): “Private Participation in Infrastructure: Trends in Developing Countries in 1990-2001”.
 - Yamauchi, H. and Murakami, H. (1995): “Air Transport in Japan: Policy Changes and its Evaluation”. Economic Research Institute, nº 143.
 - Yarrow, G. (1986): “Privatisation in theory and practice”. Economic Policy. Nº 27.

-
- Yarrow, G. (1999): “ Theory of Privatization, or Why Bureaucrats are still in Business”. World Development, vol 27, nº1, pp. 157-168.
 - Yusta, C. (2003): “El origen y evolución de las compañías Iberia”. Boletín OPAC, pp. 54-60.
 - Zulawska, U.(2002): “Privatizaciones en los países socialistas”. Universidad de Varsovia. Gestión y Estrategia. <http://www.azc.uam.mx/publicaciones/gestion>

PÁGINAS WEB CONSULTADAS.

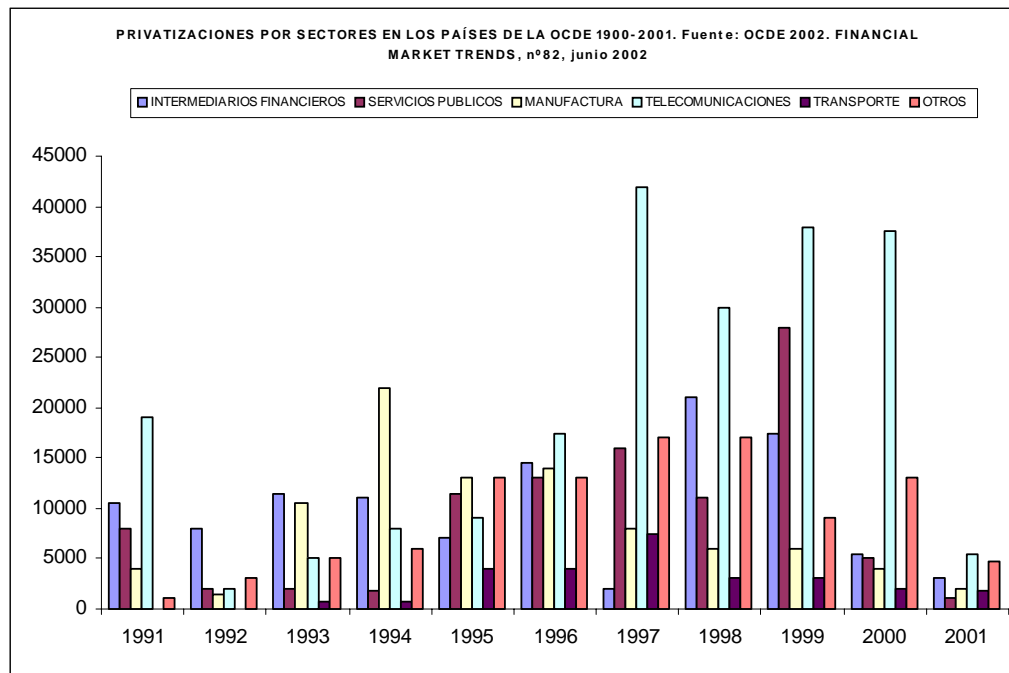
- <http://www.aea.org>
- <http://www.aital.org>
- <http://www.ata.org>
- <http://www.bancomundial.org>
- <http://www.ccp.es>
- <http://www.cnmv.es>
- <http://www.econpaper.hhs.se>
- <http://www.eraa.org>
- <http://www.feem.et/web>
- <http://www.findarticles.com>
- <http://www.google.com>
- <http://www.iata.org>
- <http://www.iberia.com>
- <http://www.itcilo.it>
- <http://www.jfe.roches>
- <http://www.papers.ssrn.com>
- <http://www.privatizationlink.com>
- <http://www.rppi.org>
- <http://www.sepionline.com>
- <http://www.yurcal.com>
- Páginas webs de todas las aerolíneas citadas a lo largo de la tesis

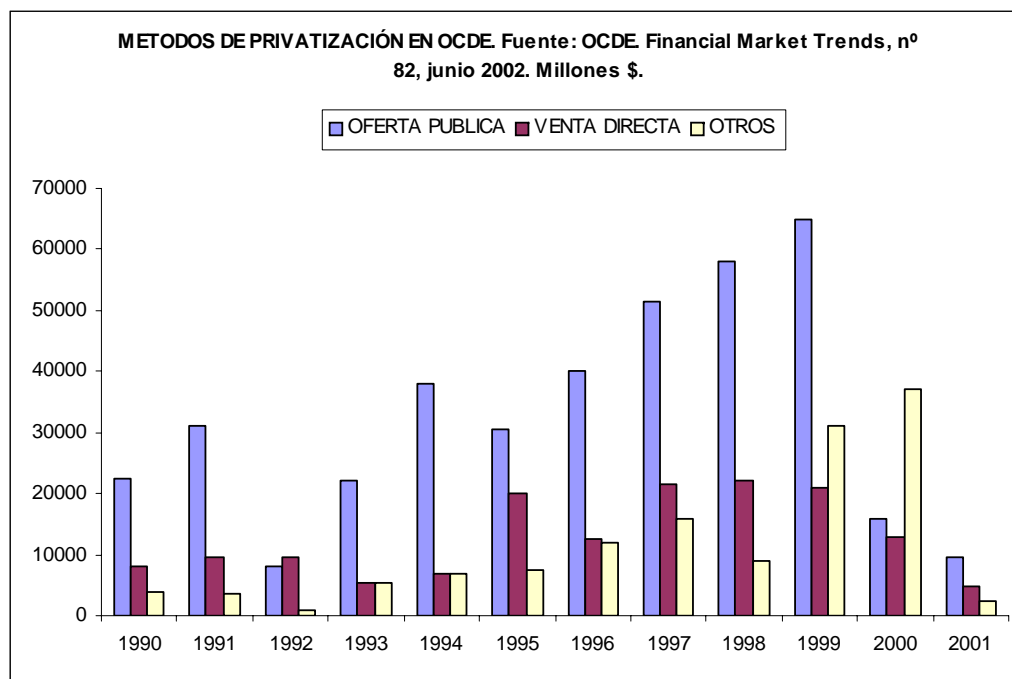
ANEXO I: ESTADÍSTICAS Y GRÁFICOS SOBRE PRIVATIZACIONES.

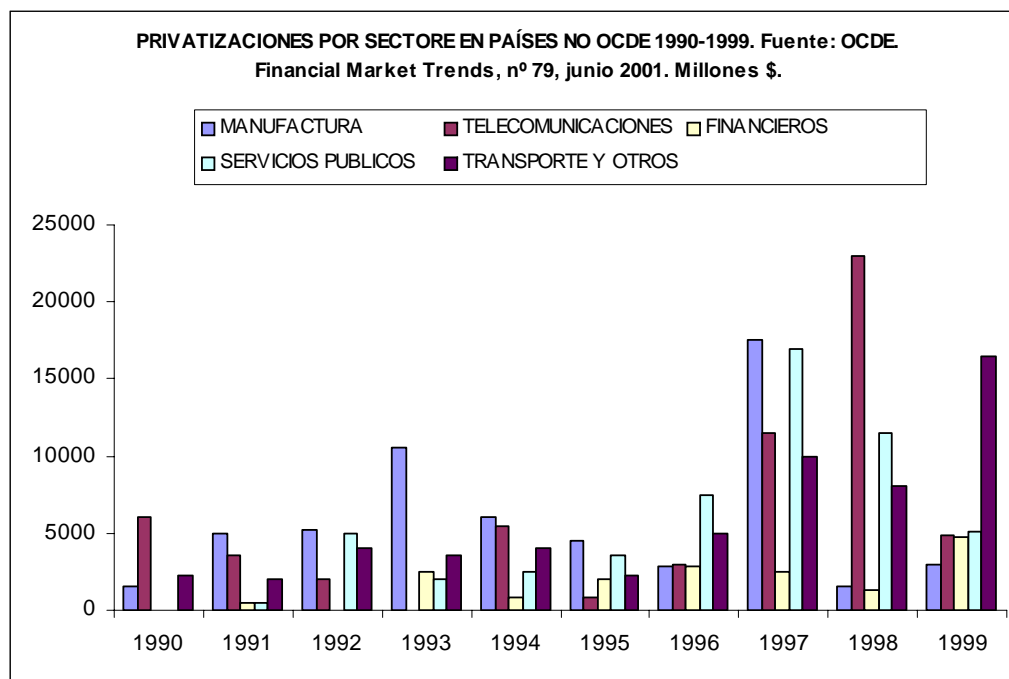
**CUADRO 3.1.- PRIVATIZACIONES EN LOS PAÍSES DE LA OCDE DESDE 1990
HASTA 2001.**

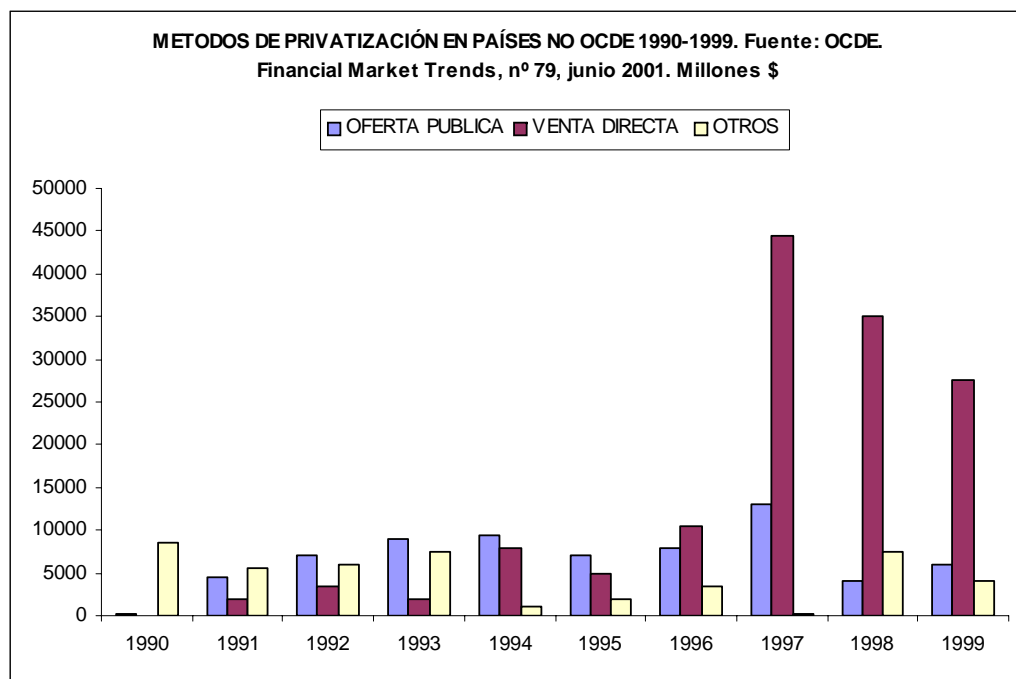
AÑO	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
AUSTRALIA	19	1042	1893	2057	2055	8089	9052	16815	7146	15220	67
AUSTRIA	32	48	49	142	700	1035	1302	2436	2537	70	20
BELGICA				956	548	2745	1222	1842	2288	10	
CANADA	1504	808	1249	755	490	3998	1768		11		
CHECA, R.		59	877	837	1065	976	902	395	437	737	5
DINAMARCA	644			122	229	10	366	45	4502	19	1
FINLANDIA				229	1120	363	911	835	1999	3716	1
FRANCIA				12160	5479	4136	3096	10105	13596	9478	17
ALEMANIA	11	351		73	678	191	1421	3125	11357	2754	1
GRECIA				35	73	44	558	1395	3960	4880	1
HUNGRÍA	102	385	705	1308	955	2645	849	647	197	88	1
ISLANDIA			21	10	2	6		4	128	228	
IRLANDA		515	70	274		157	293			4846	1
ITALIA			759	3039	9077	10131	11230	23945	15138	25594	9
JAPON					13875		2039		6641	15115	
COREA				1451	3782	643	3091	645	201	2153	
LUXEMBURGO											
MEXICO	3124	10757	6864	2531	766	170	73	2670	988	279	4
PAISES BAJOS	716	179		780	3766	3993	1239	842	335	1481	3
NUEVA ZELANDA	3895	17	967	630	29	264	1839		441	1331	
NORUEGA	73				118	521	660	35		454	1
POLONIA	23	171	273	433	725	1101	1442	2043	2079	3422	6
PORTUGAL	1092	1002	2206	422	1123	2362	3001	4909	4299	1620	3
SELOVACA, R.				63	415	1004	486	11			1
ESPAÑA	172		830	3222	1458	2941	2680	12532	11618	1128	1
SUECIA			378	252	2313	852	785	2390	172	2071	8
SUIZA									6442		
TURQUÍA	486	244	423	566	412	572	292	466	1020	38	2
INGLATERRA	4219	5346	7923	8114	4632	5648	2426	4500			
USA								3650	3100		
TOTAL	16112	20924	25487	40461	55885	54597	53023	96282	100632	96732	67

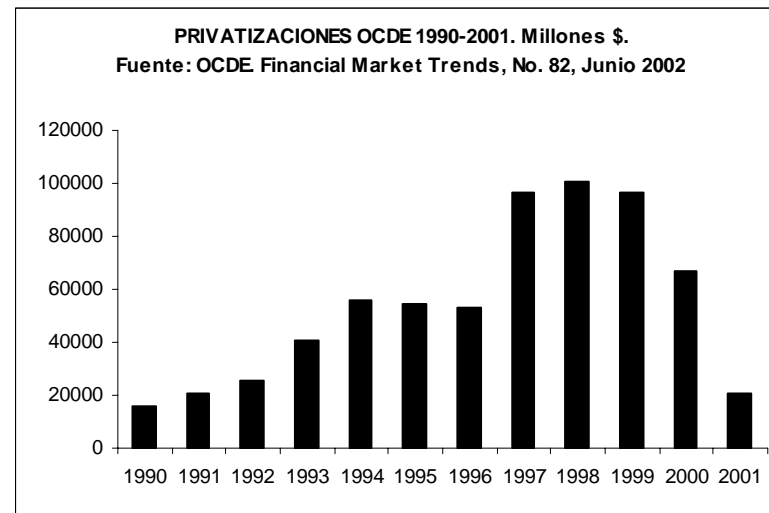
Fuente: OCDE 2002. FINANCIAL MARKET TRENDS, No 82, june 2002

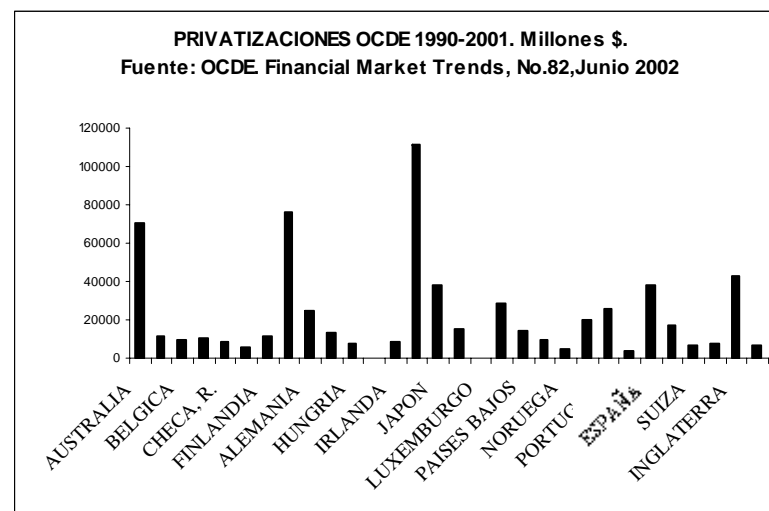


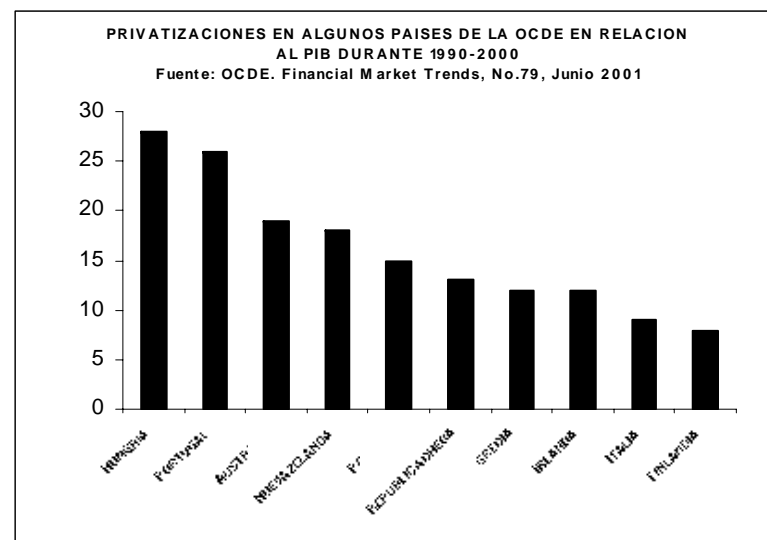


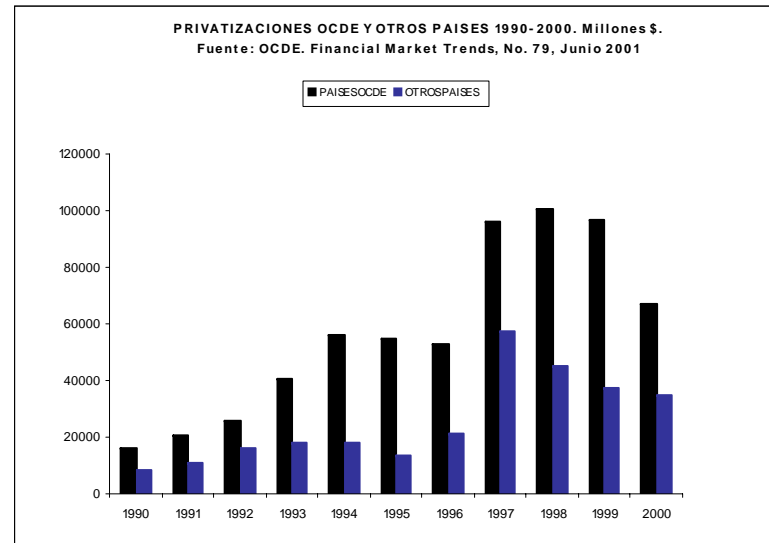












ANEXO II: PRIVATIZACIONES EN ESPAÑA.

CUADRO 9.1: EMPRESAS PRIVATIZADAS EN ESPAÑA DESDE 1985.

AÑO	EMPRESA	SECTOR	% VENDIDO	COMPRADOR
1985	Textil Tarazona	Textil	69,6	Cima Enursa
1985	Ingenasa	Inmunología / Genética	67,7	ERT
1985	Igfisa	Alimentación	100	Pleamar
1985	Cesquisa	Química	45,4	Cepsa
1985	Secoinsa	Electrónica	69,1	Fujitsu España /Telefónica
1985	SKF Española	Rodamientos	98,8	Aktiebogalet SKF
1985	Marsans	Turismo	100	Trapsatur
1985	Gossypium	Textil	100	Textil Guadiana
1986	Entursa	Turismo	100	CIGA / Hoteles Lujo Españoles
1986	Frigsa	Alimentación	100	Saprogal
1986	Gypisa	Alimentación	100	Frig. Santana / Los Norteños
1986	La Luz	Alimentación	100	Prevert
1986	Insisa	Bienes de equipo	60	Acctas. privados de Insisa
1986	Rematal	Aluminio	66,6	Socios Fundadores de Rematal
1986	Issa	Aluminio	100	Aluperfil
1986	Aluflet	Aluminio	40	Acctas. privados Aluflet
1986	Motores MBD	Construcción naval	60	Klockner Humboldt Deutz AG
1986	Pamesa	Papel	100	Torras Hostench
1986	Fovisa	Siderurgia	100	Gekanor (GKN/Acenor)
1986	Indugasa	Automoción	50	GKN
1986	SEAT	Automoción	100	Volkswagen
1986	Telesincro	Electrónica	100	Bull
1987	Dessa	C. naval	80	Forestal del Atlántico
1987	Evatsa	Aluminio	100	Cebal

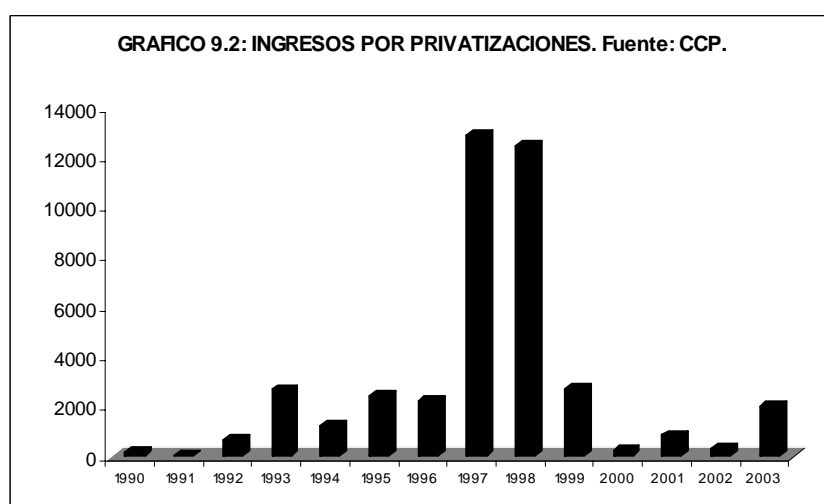
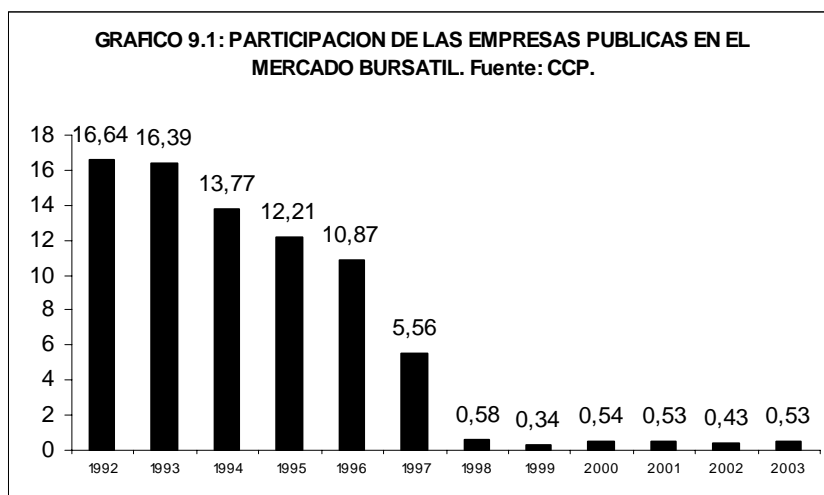
1987	Litofan	Aluminio	100	Baumgartner Ibérica
1987	Alumalsa	Aluminio	44	Montuper
1987	Purlator	Automoción	97,4	Knecht Filterwerke
1987	Victorio Luzuriaga	Automoción	33,3	Eisenwerk
1987	Diasa	Alimentación	50	Saudisa / BBV
1987	Miel Española	Alimentación	51	Sugemesa
1987	Miraflores	Alimentación	100	Quesería Miraflores
1989	Astican	Construcción naval	90,72	Italmar
1989	MTM	Bienes de equipo	100	GEC Alsthom
1989	Atienza	Bienes de equipo	100	GEC Alsthom
1989	Enfersa	Fertilizantes	100	Ercros
1989	Oesa	Alimentación	100	Ferruzzi
1989	Pesa	Electrónica	97,4	Amper
1989	Ancoal	Aluminio	75,2	Omnium Industrie
1990	Adaro Indonesia	Ingeniería	80	Indonesia Coal / Asminco Bara Utama(Tirtamas Majutamas/Iveco/Fiat
1990	Hytasa	Textil	100	Textil Guadiana
1990	Imepiel	Calzado	100	DFG Grupo Cusi
1990	Dirsa	Distribuciones	75,06	Diasa (Pomodes/BBA)
1990	Seb. de la Fuente	Distribuciones Dirsa	100	Cofidisa
1990	Salinas de Torre vieja	Sal	38,5	U. Salinera de España
1990	Coifer	Alimentación	50	Alimentos Naturales
1991	ENASA	Automoción	100	Iveco
1991	Gr. Empr. Álvarez	Artesanía Industrial	100	Iveco
1991	Friderago	Alimentación	100	Rústicas
1991	TSD	Electrónica	100	Telepublicaciones
1991	Coisa	Alimentación	100	Rústicas
1991	Jobac	Distribuciones	100	Erosmer Comsum. (Eroski)
1992	Icuatro	Equipos hospitalarios	90	Grupo Alegre
1993	Automoción 2000	Automoción	100	Inversores Reo
1993	Fábrica S. Carlos	Bienes Equipo	100	Grupo Navacel/total Technical Trade/Luis Tellería Usabiaga

1993	Palco	Aluminio	100	Alcan Deutschland
1993	Royal Brands, SA	Alimentación	98,93	BJR Alimentación SL
1993	Ineco	Ingeniería	66	
1994	C.Trasatlántica	Transporte marítimo	100	Naviera de Odiel / Marítima Valenciana
1994	Artespaña	Artesanía industrial	100	Medino, SL
1994	ADSL	Aeronáutica	87,7	Quadrant Group
1994	Sodiga	Sociedad de desarrollo industrial	51,2	Xunta de Galicia
1994	ENAGAS	Gas	91	Gas Natural
1994	Caivsa	Gas	100	Gas Natural
1994	BJR Alimentación	Alimentación	10,7	BJR Nabisco
1995	Refínalsa	Aluminio	50	Remetal
1995	Sidenor	Siderurgia	50	Digeco-Roda
1995	Lesma	Alimentación	100	Leyma / Iparlat
1996	Alamagrera	Minería	99,98	Navan Resources
1996	Gas Natural	Gas	3,81	OPV
1997	Iongraf	Aluminio	100	MBO directivos
1997	Sodial		51	Accionistas y Caja Rural Duero
1997	Surgiclinic Plus	Productos médicos	50	Hambros
1997	Auxini	Construcción	60	OCP
1997	Retevision	Telecomunicaciones	60	Consorcio liderado por STET y Endesa
1997	CSI-Aceralia	Siderurgia	47,2	ARBED (35%), Corporación J.M.Aristrain (11,2%), Gestamp (1%)
1997	Elcano	Transporte	100	Grupo Marítimo Ibérico
1997	Tisa	Telecomunicaciones	23,78	Telefónica
1997	Ferroprefil	Aluminio	100	MBO Equipo Directivo
1997	Inespal	Aluminio	99,6	Alcoa
1997	Infoleasing	Financiera	100	Liscat
1997	Barreras	Construcción Naval	99,99	Grupo Barreras, Grupo Albacora y Equipo Directivo
1997	Telefónica	Telecomunicaciones	21,9	OPV
1997	Repsol	Petróleo	10	OPV
1997	Aldeasa	Distribución	80	OPV

1997	Endesa	Energía	25	OPV
1997	Aceralia	Siderurgia	52,8	OPV
1998	Productos Tubulares	Siderurgia	100	Tubos Reunidos
1998	Inima	Medio Ambiente	100	Lían
1998	Comee (Omel)	Gestión Energética	100	Inversores institucionales
1998	Serausa	Distribución	100	Áreas, SA
1998	Grupo Potasas	Minería / Química	58,15	Grupo liderado por Dead Sea Works
1998	Retevision	Telecomunicaciones	30	Grupo formado por los anteriores accionistas más BCH y Caixa Vigo
1998	Argentaria	Banca	29,2	OPV
1998	Tabacalera	Tabaco	52	OPV
1998	Endesa	Energía	30	OPV
1999	Indra	Tecnología	66,09	OPV
1999	Red Electrica	Energía	31,5	OPV
1999	Astander	Construcción Naval	100	Italmar
1999	CASA	Aeronáutico	99,28	EADS
1999	Enatcar	Transporte pasajeros carretera	100	Consorcio Alianza Bus
1999	ICSA / AYA	Aeronáutica y defensa	100	MASA
1999	INITEC	Proyecto ingeniería	100	Técnicas Reunidas, Welco y Dragados Industrial
1999	LM compostes	Fabricación	100	LM Glasfiber
2000	Iberia	Transporte aéreo	94,75	OPV
2000	COPE	Comunicación	2,42	COPE
2000	Empresa Nacional Santa Barbara	Defensa	100	General Dynamics Corporation
2001	Aerolíneas Argentinas	Transporte aéreo	99,2	Air Comet
2001	Conversión Aluminio, Alucoat Conversión, SA	Aluminio	100	Alucoil (Grupo Alibérico)
2001	ENCE	Celulosa	51	OPV
2001	EXPASA	Fincas rústicas		Venta de fincas por subasta competitiva
2001	BBE	Bienes equipo	100	Babcock Borsig Power Group
2002	COOSUR	Envasado aceite	89,36	Consorcio: Jaén Oliva, Aceites del Sur, Caja Rural Jaén y Jaén Coop.
2002	TRASMEDITARRANEA	Transporte marítimo	95,24	Consorcio: Acciona, Caja Ahorros Mediterráneo,

				Grupo Matutes, Grupo Aznar y Grupo Armas.
2002	QUÍMICA ESTRONCIO, S.A.	Minera	51%	Fetiberia
2003	EBRO-PULEBA	Agrícola	4,24	Instituto Hispánico del Arroz, S. A.
2003	MUSINI	Aseguradora	100	Mapfre Caja Madrid Holding
2003	ENAUUSA		100	Varios
2003	TURBO 2000	Fabricación motores	50	SENER
2005	INISAS	Aseguradora	100	CIA ADESLAS, S.A.
2005	CLINISAS	Asistencia Sanitaria	100	MAPFRE CAJA SALUD

Fuente: Gámir, L.(1999), Web Sepionline; Bel,G. y Costas, A.(2001); Informes CCP y Elaboración Propia.



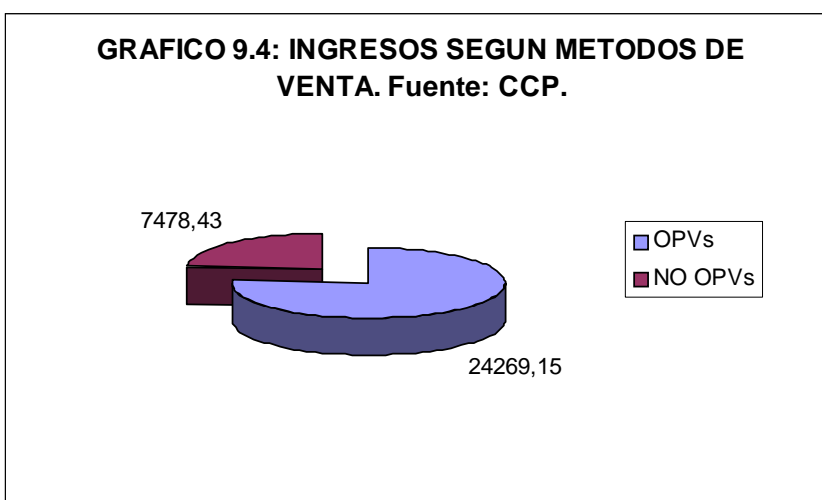
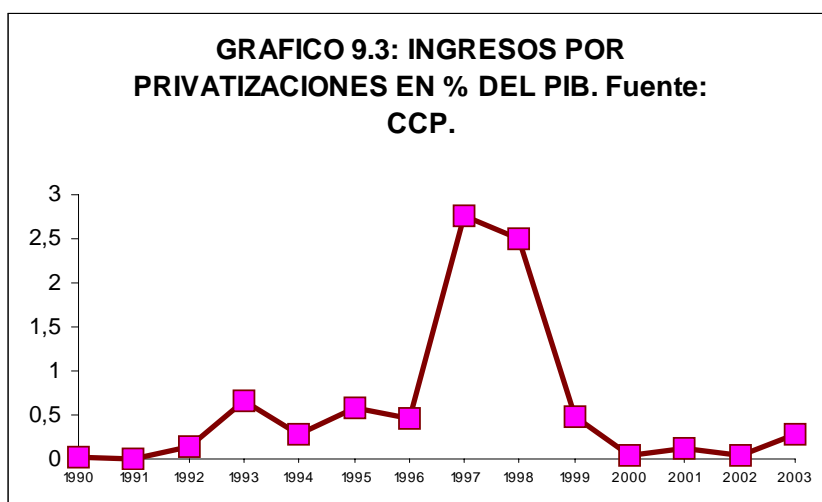


GRAFICO 9.5: INGRESOS SEGUN EL TIPO DE INVERSOR. Fuente: CCP.

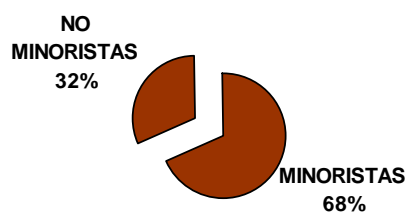
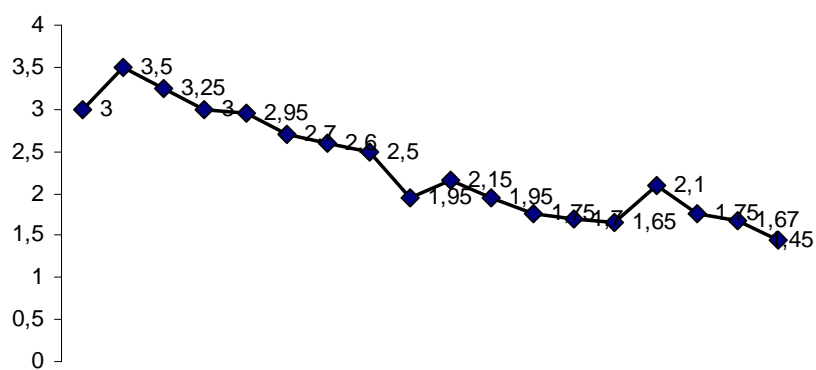
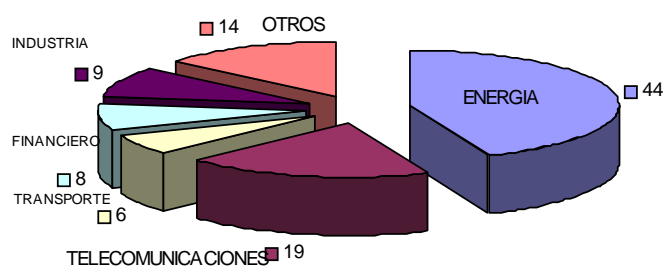


GRAFICO 9.6: EVOLUCION DEL COSTE POR COMISIONES EN LAS OPVs. Fuente: CCP.

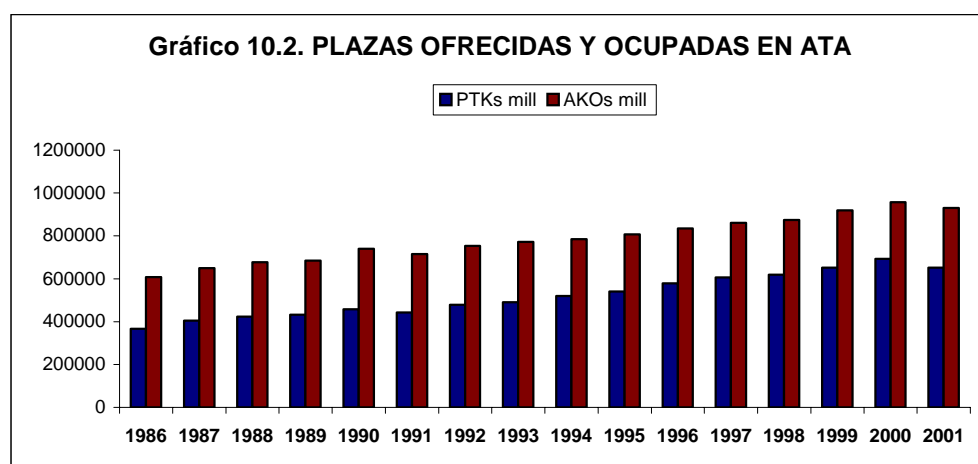
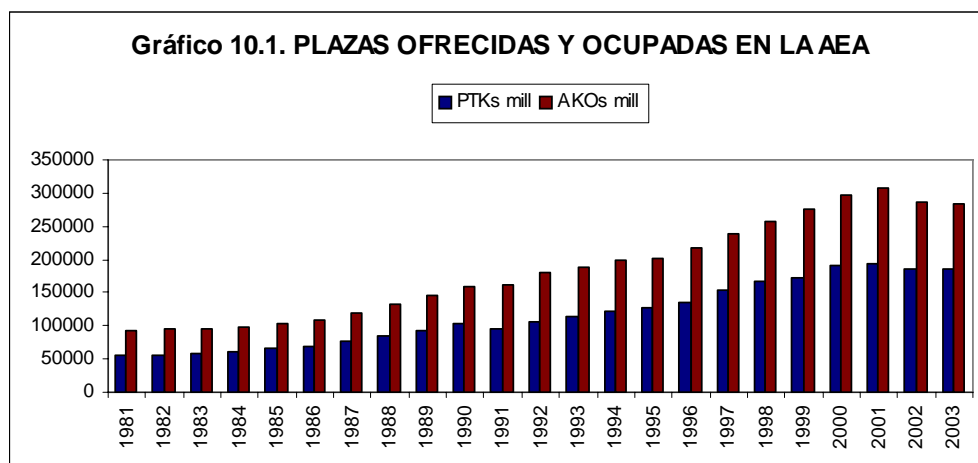


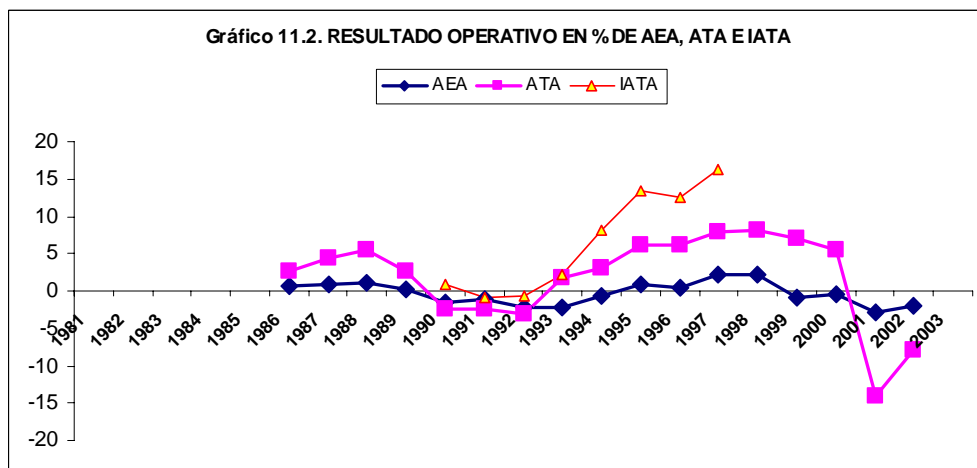
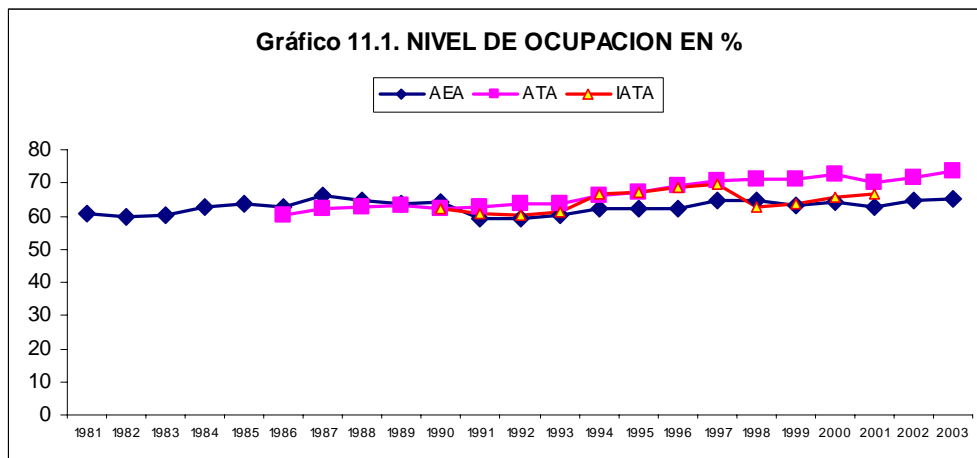
**GRAFICO 9.7:PRIVATIZACIONES POR SECTORES. Fuente:
CCP.**

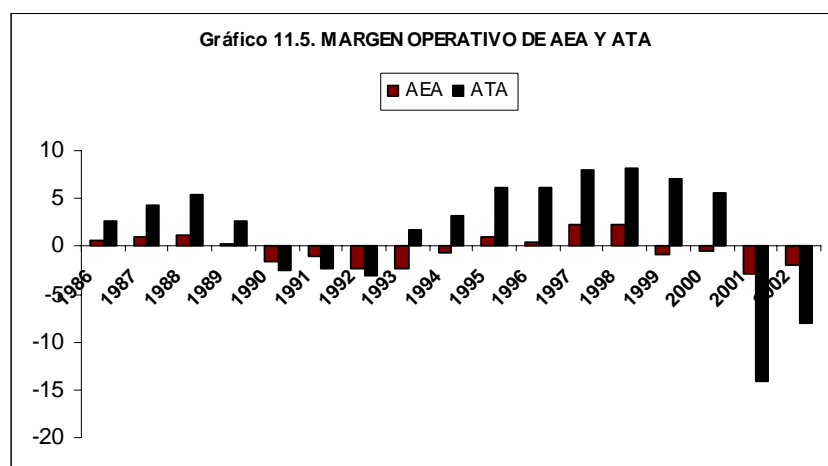
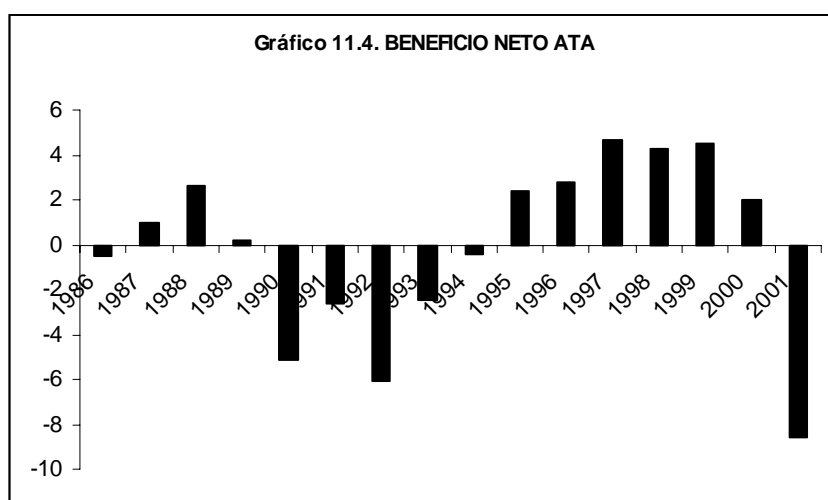
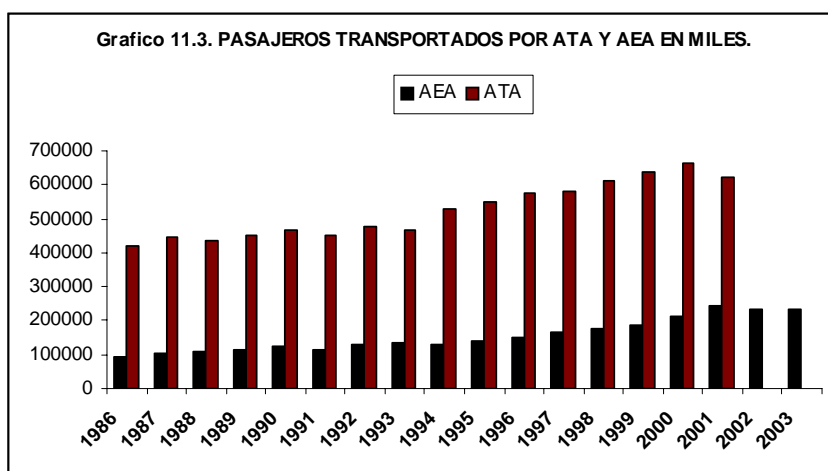


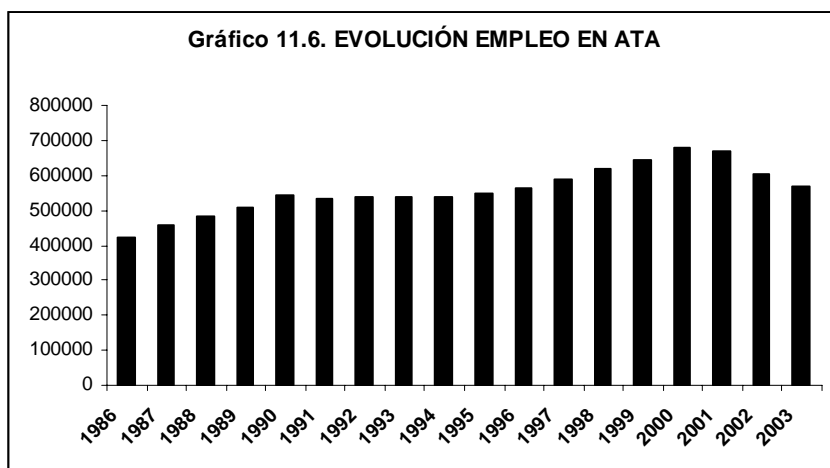
ANEXO III: ANÁLISIS GRÁFICO DE LA EVOLUCIÓN DEL SECTOR AÉREO.

Nota previa: Los gráficos posteriores han sido elaborados con los datos obtenidos en las páginas webs de ATA, IATA y AEA



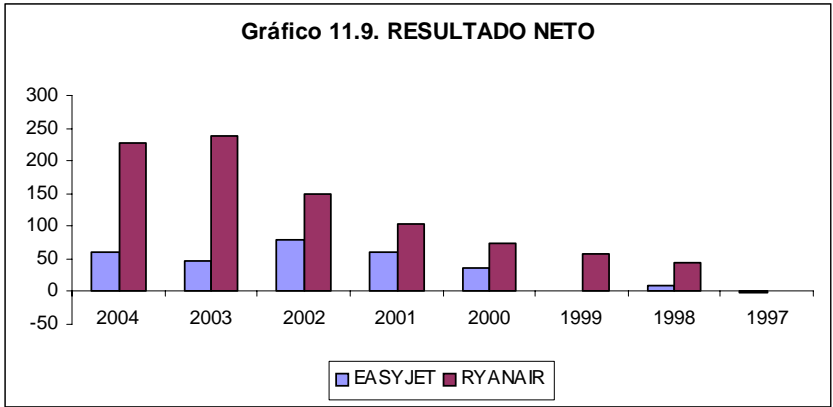
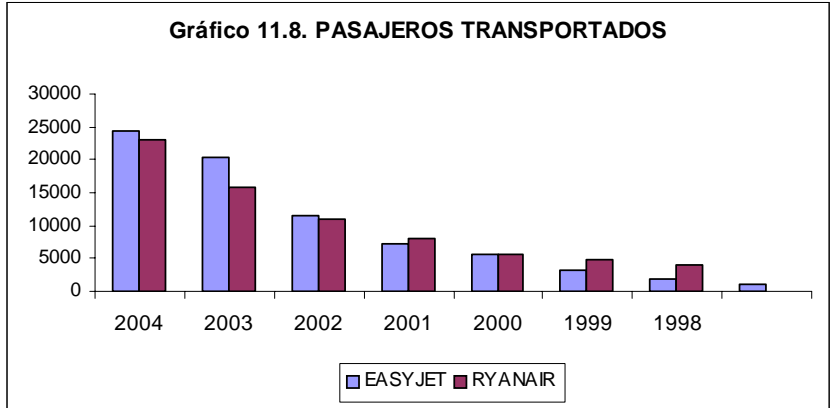
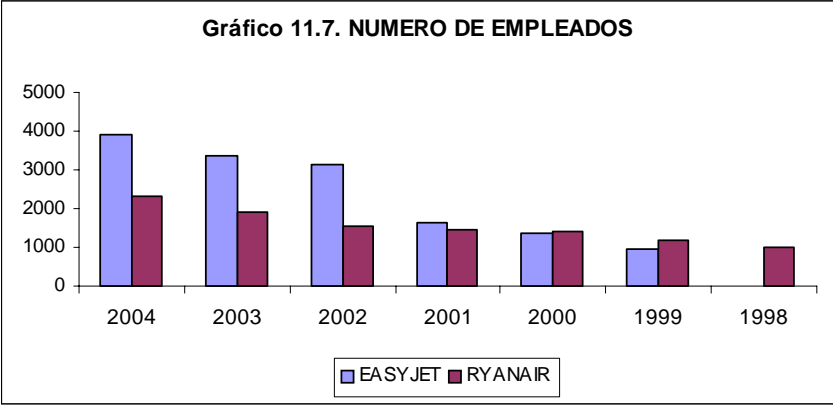


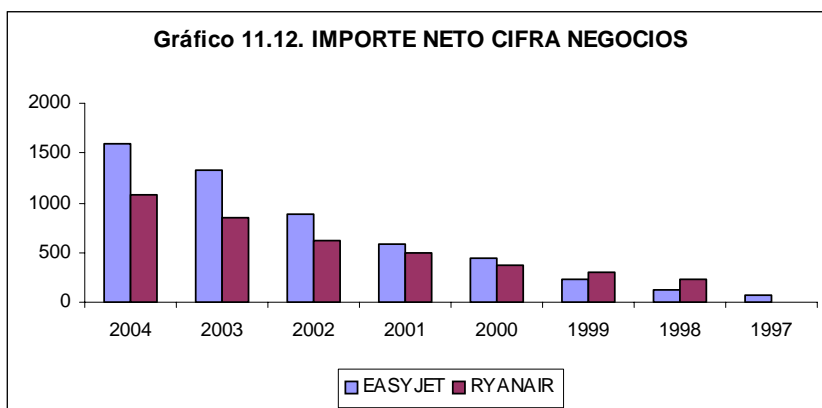
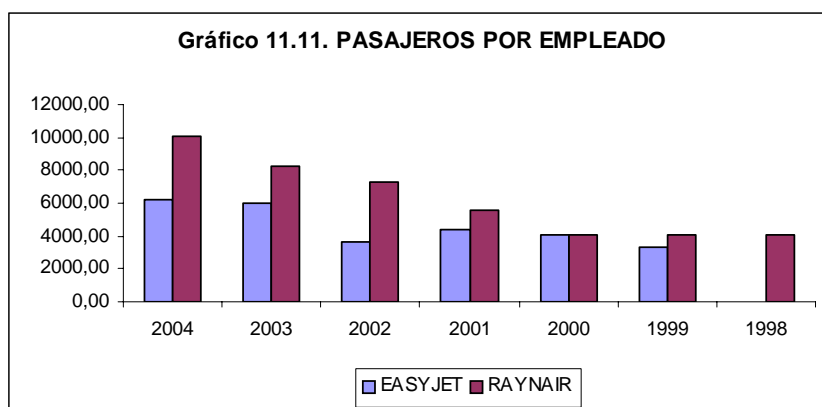
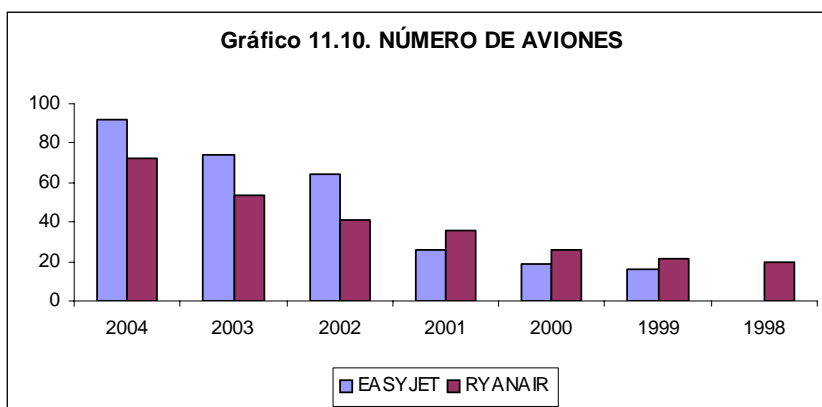


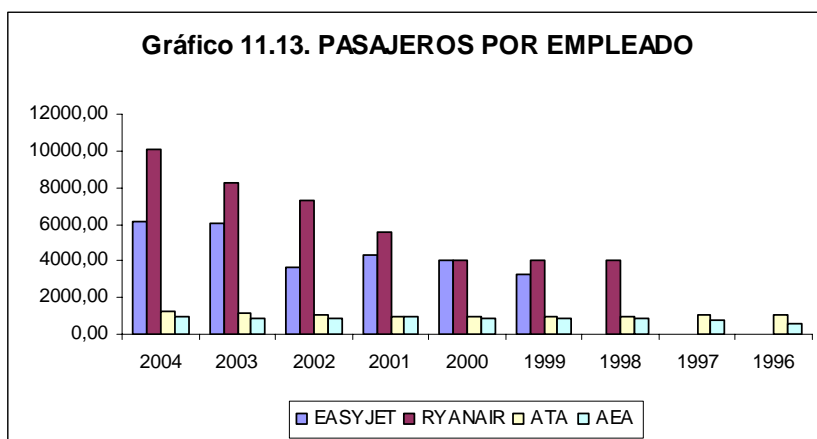


**ANEXO IV: ANÁLISIS GRÁFICO DE LA EVOLUCIÓN DE LAS LÍNEAS
AÉREAS DE BAJO COSTE. CASO EASYJET Y RYANAIR.**

Nota Previa: Los gráficos posteriores han sido elaborados con los datos obtenidos en la páginas webs de Easyjet, Ryanair, AEA y ATA.







ANEXO V: ESTRUCTURA DE PROPIEDAD MEDIA DE LA MUESTRA DEL SECTOR ESTUDIADA.

Nota Previa: Los cuadros y gráficos siguientes han sido elaborados con los datos obtenidos en las páginas webs de las aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6.

Cuadro 11.1.

Estructura de propiedad mediana por aerolínea, de la muestra descrita en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive.

EMPRESA	AF	AC	FP	ALP	RP	ACP
IBERIA	0,670303	0,329697	0,5381473	0,1272856	0,6553005	0,3446995
BRITISH AIRWAYS	0,8260255	0,1739745	0,2342319	0,4862418	0,7162755	0,2837245
AIR LINGUS	0,420283	0,579717	0,3571422	0,2991702	0,668924	0,331076
AMERICAN AIRLINES	0,8016426	0,1983574	0,5835441	0,162833	0,7532899	0,2467101
FINNAIR	0,6329183	0,3670817	0,4234608	0,1838549	0,6196504	0,3803496
CATHAY PACIFIC	0,9084212	0,0915788	0,3167545	0,4924016	0,802671	0,197329
QANTAS	0,7964339	0,2035661	0,272558	0,372347	0,685452	0,314548
LAN CHILE	0,7249247	0,2750753	0,2513267	0,4700186	0,7059233	0,2940767
AIR CANADA	0,7523878	0,2476122	-0,308689	0,9589854	0,6523878	0,3476122
LOT POLISH AIRLINES	0,6503101	0,3496899	0,4366823	0,2881532	0,6877899	0,3122101
SCANDINAVIAN AIRLINES	0,6756804	0,3243196	0,3544773	0,3576622	0,646004	0,353996
U S AIRWAYS	0,7597896	0,2402104	-0,015224	0,6897853	0,6745608	0,3254392
ALL NIPPON AIRWAYS	0,7300872	0,2699128	0,0916824	0,632789	0,7241421	0,2758579
LUFTHANSA	0,7228568	0,2771432	0,6549725	0,1936409	0,8799438	0,1200562
SINGAPORE AIRLINES	0,8530762	0,1469238	0,7647309	0,0357322	0,8097345	0,1902655
UNITED AIRLINES	0,8131399	0,1868601	0,1357483	0,5223339	0,6702566	0,329743
AIR NEW ZEALAND	0,6916493	0,3083507	0,2984763	0,401213	0,6996892	0,3003081
AUSTRIAN AIRLINES	0,8411862	0,1588138	0,1672039	0,6270086	0,7753956	0,2246044
THAI AIRWAYS	0,758605	0,241395	0,1005414	0,5497727	0,6922275	0,3077725
NORTHWEST AIRLINES	0,7358718	0,2641282	0,2780732	0,4023892	0,6765652	0,3234348
KLM	0,7183272	0,2816728	0,2721682	0,4863442	0,7605355	0,2394645
TAP SGPS, S.A.	0,7774801	0,2225199	0,2172409	0,4861824	0,7034234	0,2965766
CARGOLUX	0,8740387	0,1259613	0,2658383	0,5991899	0,8621843	0,1378157
CYPRUS AIRWAYS	0,6201915	0,3798085	0,2963994	0,25999	0,5501691	0,4498309
ICELANDAIR	0,7117192	0,2882808	0,2691288	0,4332199	0,7127433	0,2872566
LUXAIR	0,687041	0,312959	0,6621699	0,1960779	0,8965779	0,1034221
TURKISH AIRLINES	0,3075144	0,6924856	0,3699518	0,1111191	0,4810709	0,5189291
SWISS INT. AIRLINES	0,8093987	0,1906013	0,326736	0,3480396	0,7961509	0,3740758
AIR FRANCE	0,6680395	0,3319605	0,3825616	0,3462907	0,7341808	0,2658192
ALITALIA	0,8771862	0,1228138	0,4855159	0,2721801	0,8590111	0,1409889
SOUTHWEST AIRLINES	0,8043125	0,1956875	0,6246549	0,2002122	0,8125653	0,1874347
RYANAIR	0,5090786	0,4909214	0,5660895	0,2708038	0,8343581	0,1656419
VIRGIN EXPRESS	0,0522344	0,9477656	-0,198048	0,3395717	0,1354625	0,8645375
AIR MALTA	0,6414785	0,3585215	0,3246879	0,2718023	0,6119659	0,3880341
ALASKA AIR	0,6885274	0,3114726	0,2885273	0,4566005	0,7297338	0,2702662
CONTINENTAL AIRLINES	0,7181742	0,2818258	0,2037838	0,4486994	0,669327	0,330673
DELTA AIR LINES	0,8245885	0,1754115	0,2924914	0,4674205	0,7274896	0,2725104
MIDWEST AIR	0,7569304	0,2430696	0,3322623	0,2539456	0,6369357	0,3630643
MALEV AIRLINES	0,4579717	0,5420283	0,1675521	0,0778824	0,2251936	0,7748064
AMERICAN WEST	0,5768373	0,4231627	0,1774345	0,4234776	0,6009122	0,3990878
EASYJET	0,6553856	0,3446144	0,3085897	0,305687	0,6984083	0,3015917
AIR TRANSPORT ASSOCIATION	0,7901417	0,2098583	0,3595166	0,3579045	0,7371227	0,2628771
MEDIANA TOTAL	0,7249247	0,2750753	0,2963994	0,3579045	0,7034234	0,3003081
MEDIA PUBLICAS	0,5627893	0,4372107	0,2432777	0,3559821	0,5794831	0,4205169
MEDIANA PUBLICAS	0,5716754	0,4283246	0,3103431	0,3022495	0,6312139	0,3687861
MEDIA PRIVADAS	0,7246741	0,2753259	0,3329633	0,3739539	0,7047175	0,2957703
MEDANA PRIVADAS	0,7584749	0,2415251	0,2929558	0,4063689	0,718177	0,281823
MEDIA MIXTAS	0,7202755	0,2797245	0,3586579	0,3717655	0,7304234	0,2841052
MEDIANA MIXTAS	0,6995676	0,3004324	0,3677262	0,3412497	0,7208321	0,2859174

Donde:

AF: Activo Fijo; AC: Activo Circulante; FP: Fondos Propios; ALP: Acreedores a largo plazo; RP: Recursos permanentes y ACP: Acreedores a corto plazo.

Gráfico 11.14. ESTRUCTURA AEROLINEAS PRIVADAS

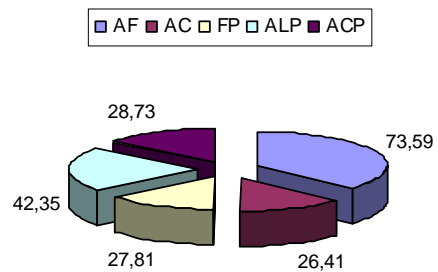


Gráfico 11.15. ESTRUCTURA AEROLINEAS MIXTAS

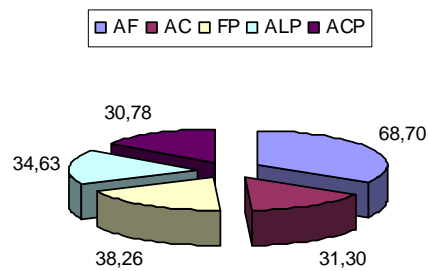
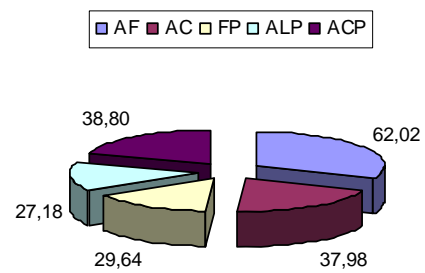


Gráfico 11.16. ESTRUCTURA AEROLINEAS PUBLICAS



ANEXO VI: EVOLUCIÓN TEMPORAL DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS Y FINANCIEROS ANALIZADOS PARA EL PERIODO MUESTRAL.

Nota Previa: Los cuadros y gráficos siguientes han sido elaborados con los datos obtenidos en las páginas webs de las aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6.

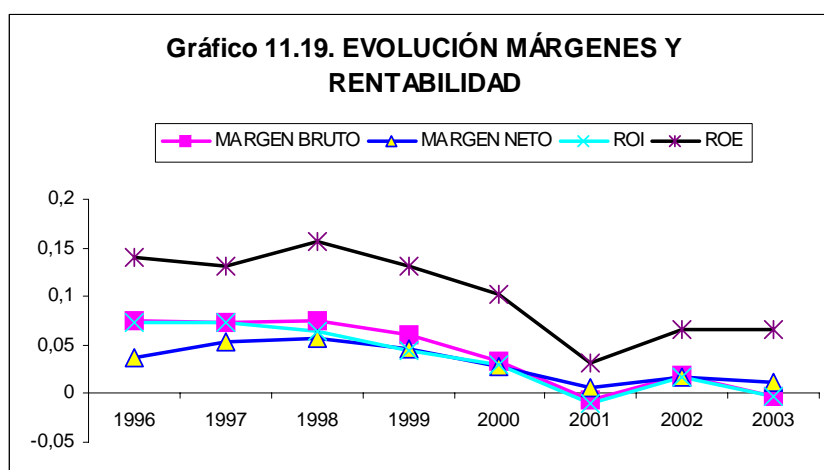
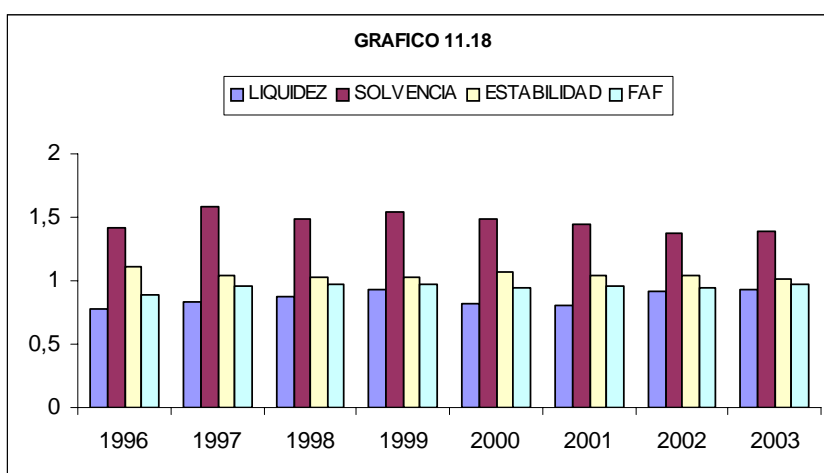
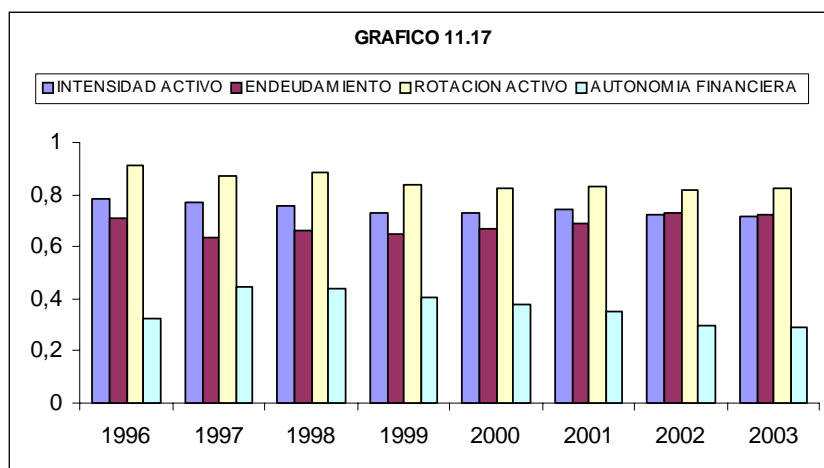
Cuadro 11.2.

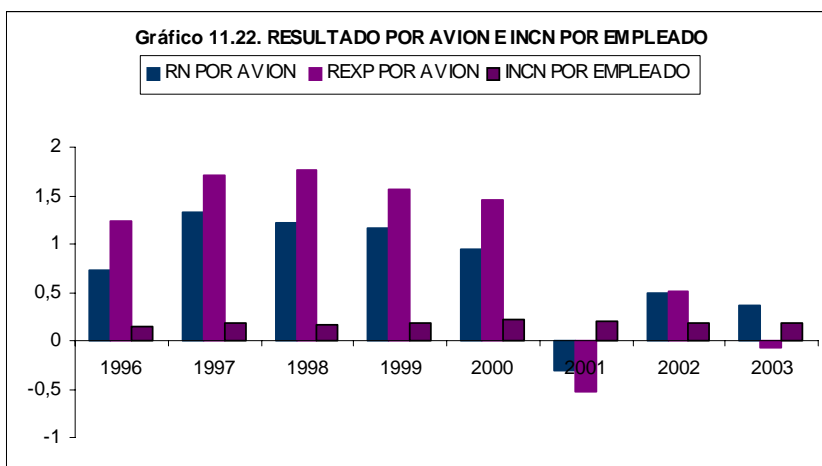
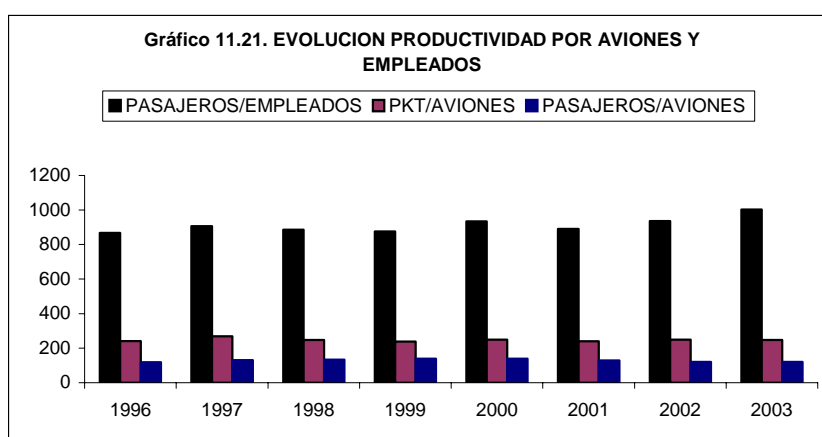
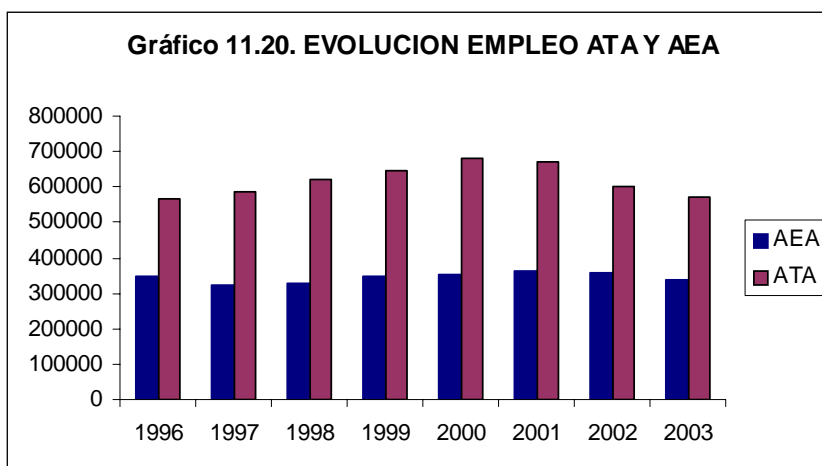
Medianas de indicadores económicos y financieros de la muestra descrita en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive.

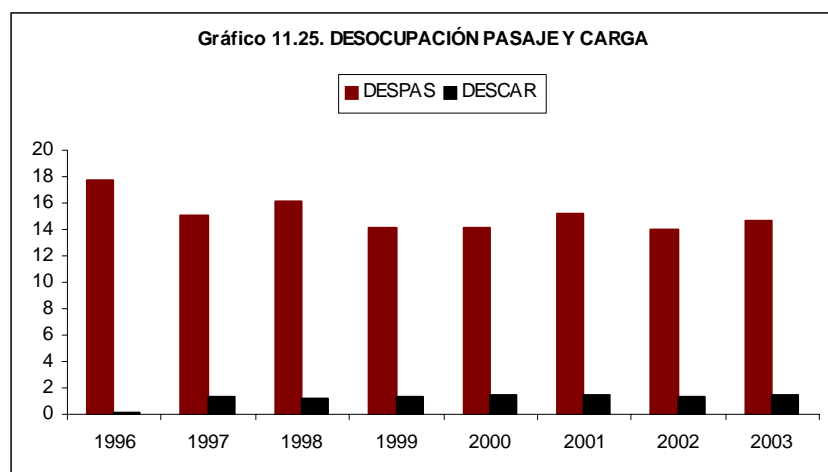
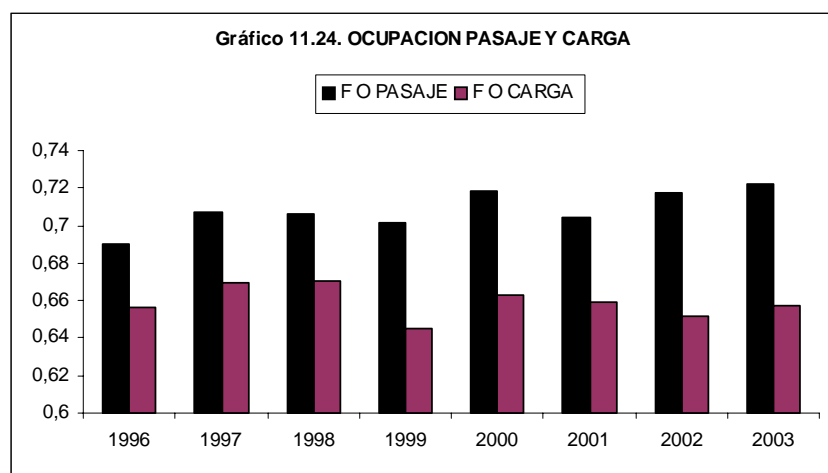
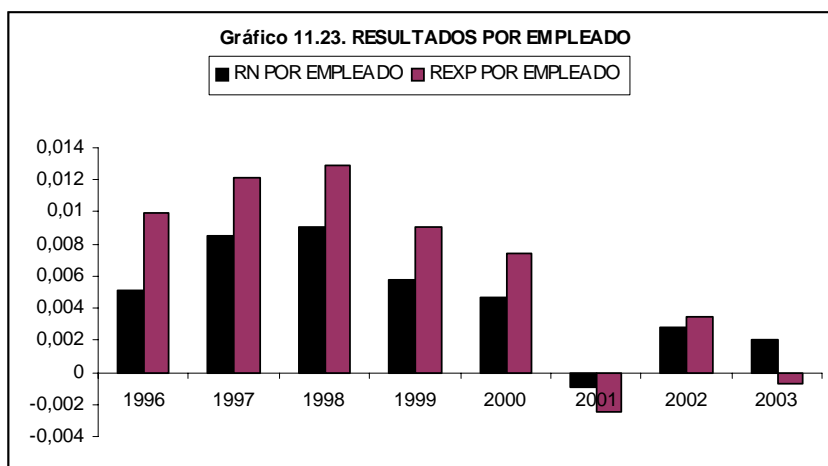
MEDIANA	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
INTENSIDAD ACTIVO	0,781919	0,772154	0,758316	0,733086	0,732746	0,745462	0,724207	0,715498
ENDEUDAMIENTO	0,711897	0,634385	0,661234	0,650904	0,672129	0,688998	0,727323	0,722225
ROTACION F. PROPIOS	3,493226	3,658742	2,744903	2,761103	2,975042	3,453157	3,402039	3,457969
ROTACION ACTIVO	0,915099	0,870117	0,884559	0,837933	0,824278	0,83382	0,817638	0,823518
LIQUIDEZ	0,776616	0,837596	0,880587	0,932008	0,8256	0,811454	0,911178	0,930591
SOLVENCIA	1,41341	1,579738	1,491178	1,536325	1,487809	1,451384	1,374906	1,38461
AUTONOMIA FINANCIERA	0,327586	0,443476	0,438792	0,405619	0,375207	0,349231	0,297185	0,288629
ESTABILIDAD	1,110484	1,042706	1,033595	1,031021	1,072974	1,047018	1,036612	1,017556
FAF	0,895561	0,959043	0,967633	0,969913	0,939793	0,955102	0,950198	0,978232
MARGEN BRUTO	0,075553	0,072416	0,075293	0,059732	0,033795	-0,00697	0,018769	-0,00334
MARGEN NETO	0,037245	0,052381	0,057319	0,046701	0,028192	0,005915	0,017339	0,011796
ROI (A)	0,073403	0,072715	0,06453	0,044117	0,029219	-0,0101	0,016393	-0,00341
ROI (B)	0,042045	0,049132	0,044237	0,037117	0,019409	-0,00273	0,013731	0,009518
ROE	0,13945	0,131906	0,157063	0,131837	0,102204	0,032087	0,06606	0,065278
APALANCAMIENTO	4,416481	3,71097	3,542137	3,542302	3,847324	3,676952	4,060942	3,640081
COSTE PERSONAL / CV	0,327005	0,31131	0,306947	0,301954	0,282842	0,280959	0,285089	0,296829
APROVISIONAM./CV	0,132648	0,136616	0,113951	0,121353	0,171621	0,160308	0,152583	0,164408
AMORTIZACIONES /CV	0,059259	0,062645	0,065816	0,062721	0,059269	0,064387	0,066615	0,07029
OTROS GASTOS/ CV	0,454664	0,50433	0,504127	0,479642	0,4388	0,466989	0,472017	0,442921
COSTE PERSONAL /INCEN	0,30676	0,288796	0,284307	0,284488	0,277517	0,2819	0,288849	0,303593
APROVISION. /INCEN	0,121698	0,127564	0,109184	0,114654	0,156652	0,164767	0,15107	0,160477
AMORTIZACIONES /INCEN	0,053729	0,060534	0,058368	0,059481	0,054893	0,069365	0,073243	0,078366
OTROS GASTOS/ INCEN	0,4395	0,468759	0,449598	0,454295	0,434998	0,458022	0,471028	0,423019
PERSONAL/ AKO	0,015021	0,020279	0,019506	0,022183	0,025804	0,027836	0,024288	0,021573
APROVISION/ AKO	0,006295	0,009032	0,00637	0,007702	0,01241	0,013471	0,01242	0,011532
AMORTIZACIONES /AKO	0,002975	0,004096	0,003364	0,00379	0,004805	0,005703	0,004914	0,004152
OTROS GASTOS/ AKO	0,046721	0,069207	0,061743	0,07463	0,087415	0,092668	0,079752	0,064076
COSTE VENTAS /PKT	0,064915	0,09716	0,098357	0,107972	0,119032	0,129212	0,111577	0,090393
INGRESOS PASAJE/ INCN	0,870155	0,874807	0,852928	0,866546	0,8773	0,85068	0,847315	0,843929
INGRESOS PASAJE/ AKO	0,044764	0,056651	0,061682	0,060982	0,073093	0,075169	0,062818	0,049187
INGRESOS PASAJE/ PKT	0,062269	0,083153	0,090065	0,088435	0,106014	0,101014	0,084608	0,069294
INGRESOS CARGA/ TKO	0,106956	0,178512	0,04111	0,04653	0,059748	0,064475	0,109334	0,066858
INGRESOS CARGA/ TKT	0,160878	0,186252	0,071878	0,069564	0,155206	0,160142	0,190744	0,13624
INGRESOS CARGA/ INCN	0,067592	0,064081	0,0575	0,059489	0,058021	0,05738	0,057587	0,062022
INCEN/ AKO	0,052302	0,073259	0,065387	0,072301	0,084747	0,086483	0,073998	0,063792
INCEN/ PKT	0,071561	0,103537	0,106011	0,106734	0,11759	0,124331	0,104261	0,091034
PASAJEROS/ EMPLEADOS	868,1494	906,7733	885,3102	874,8798	933,5863	889,5763	936,5741	1002,646
AKO /EMPLEADOS	2,380528	2,361485	2,214696	2,287798	2,263362	2,326378	2,447521	2,519476
PKT/ EMPLEADOS	1,681356	1,650425	1,571958	1,583041	1,638669	1,635451	1,762083	1,931315
PKT/ AVIONES	241,6444	268,6503	248,4628	237,961	249,4737	240,0483	249,2456	247,8769
PASAJEROS /AVIONES	118,4151	130,4551	133,454	138,8	138,4434	128,9226	121,0453	120,6977
TKT/ AVIONES	29,7	45,46753	26,66628	24,58784	25,9871	24,43103	24,09492	29,43432
RN POR EMPLEADO	0,005075	0,008499	0,009023	0,005726	0,004657	-0,00093	0,002809	0,002009
REXP POR EMPLEADO	0,009969	0,012123	0,012941	0,009089	0,007437	-0,00249	0,003457	-0,00067
RN POR AVION	0,735126	1,326107	1,210522	1,163551	0,953419	-0,30208	0,491954	0,364041
REXP POR AVION	1,23999	1,704994	1,763758	1,558661	1,445697	-0,53079	0,514202	-0,07937
INCEN POR EMPLEADO	0,139569	0,187043	0,164985	0,18766	0,219352	0,204582	0,190537	0,177065
INCEN POR AVION	19,80757	25,92418	24,06095	26,80594	32,2088	30,02192	24,74401	24,25305
F O PASAJE	0,6904	0,707015	0,70595	0,701116	0,718254	0,704496	0,717714	0,722474
F O CARGA	0,656766	0,669326	0,670518	0,644699	0,663122	0,658754	0,651904	0,657528
PKT /ACTIVO TOTAL	12,22967	9,79565	10,16965	8,561039	7,363865	6,990338	7,581022	9,395323
TKT / ACTIVO TOTAL	1,109967	0,689107	1,030421	0,940718	0,623118	0,612498	0,753376	0,933761
DESPAS	17,712	15,095	16,156	14,146	14,17	15,175	14,009	14,7265
DESCAR	0,174	1,30055	1,241	1,2775	1,526	1,485	1,31735	1,4145

Donde:

- Intensidad del Activo: El numerador de este ratio lo componen los activos fijos y el denominador está integrado por el activo total.
- Endeudamiento: Cociente entre el exigible total y el activo total.
- Rotación de los Fondos Propios: Importe neto de la cifra de negocios entre los fondos propios.
- Rotación del Activo: Cociente entre el importe neto de la cifra de negocios y los activos totales.
- Liquidez o solvencia corto plazo: Cociente entre el activo circulante y el pasivo circulante.
- Solvencia: También denominado garantía, el numerador está compuesto por el activo total y el denominador por el exigible total.
- Autonomía Financiera: Fondos propios entre el exigible total.
- Estabilidad: Cociente entre el inmovilizado y los recursos permanentes.
- FAF, Financiación del Activo Fijo: Relación entre los recursos permanentes y el activo fijo.
- Margen Bruto: En el numerador aparecen los resultados de la explotación y en el denominador el importe neto de la cifra de negocios.
- Margen Neto. Lo calculamos mediante el cociente entre el resultado neto y el importe neto de la cifra de negocios.
- ROI (a): Cociente entre el resultado de la explotación y el activo total
- ROI (b): Cociente entre el resultado neto y el activo total.
- ROE, Rentabilidad Financiera: Cociente entre el resultado neto y los recursos propios.
- Apalancamiento: Activo total partido por recursos propios.
- Tasas de participación en el coste de ventas (CV), en el importe neto de la cifra de negocios (INCEN) y en la oferta de aerolínea (medida en asientos kilómetro ofrecidos, AKOs), de los siguientes componentes del gasto: personal, aprovisionamientos, amortizaciones y otros gastos.
- Coste de ventas partido por pasajero kilómetro transportados, PKTs.
- Ingresos de pasaje y de carga con relación al importe neto de la cifra de negocios.
- Ingresos de pasaje entre AKOs y PKTs.
- Ingresos de carga entre toneladas por kilómetro ofrecidas, TKOs y tonelada por kilómetro transportadas, TKTs.
- Importe neto de la cifra de negocios con relación a AKO y PKT.
- Pasajeros / Empleados: Pasajeros transportado por empleado.
- AKO / EMPLEADOS: Oferta de plazas (medida en AKOs) por empleado.
- PKT / EMPLEADOS: PKTs por empleado.
- PKT / AVIONES: PKT por avión.
- Pasajeros / Avión: Pasajeros transportados por avión.
- TKT/ AVION: TKT por avión.
- RN POR EMPLEADO y REXP POR EMPLEADO: Resultados neto y de explotación por empleado.
- RN POR AVION y REXP POR AVION: Resultados neto y de explotación por avión.
- INCEN POR EMPLEADO e INCEN POR AVION: Importe neto de la cifra de negocios por empleado y por avión.
- F O PASAJE: Cociente entre AKOs y PKTs
- F O CARGA: Cociente entre TKOs y TKTs.
- PKT / ACTIVO TOTAL: Cociente entre PKT y el total activo.
- TKT / ACTIVO TOTAL: Cociente entre TKT y activo total.
- DESPAS: Desocupación de pasaje, diferencia entre AKOs y PKTs.
- DESCAR: Desocupación de carga, diferencia entre TKOs y TKTs.







ANEXO VII. EVOLUCIÓN DE INDICADORES ECONOMICOS Y FINANCIEROS POR GRUPOS DE PROPIEDAD.

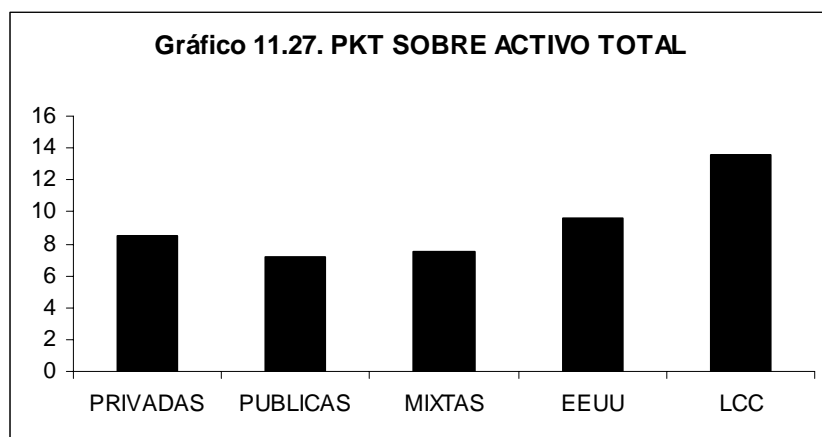
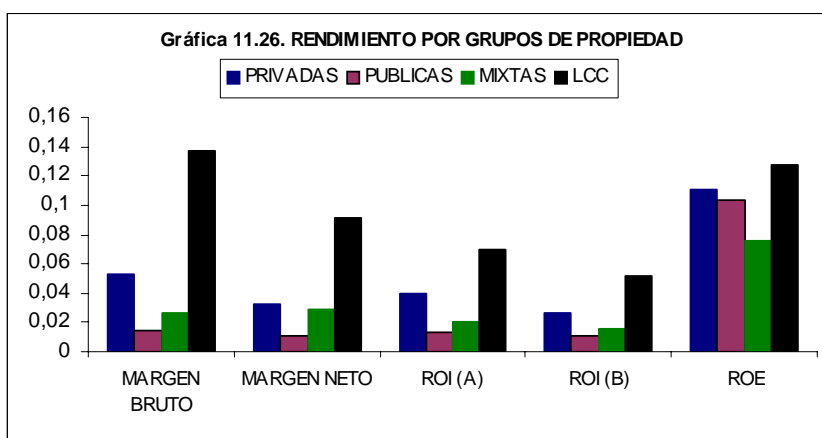
Nota Previa: Los cuadros y gráficos siguientes han sido elaborados con los datos obtenidos en las páginas webs de las aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6.

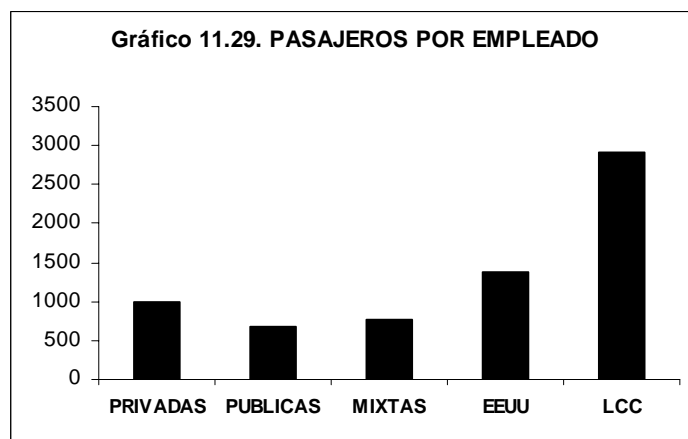
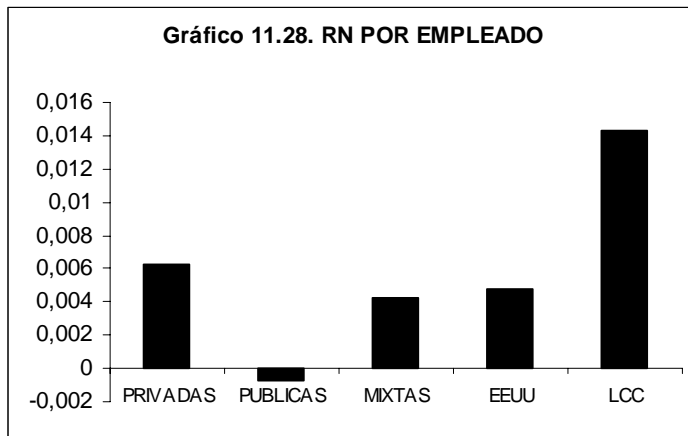
Cuadro 11.3.

Indicadores económicos y financieros por grupos de propiedad, de la muestra descrita en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive. Las variables están descritas en el cuadro 11.2.

INDICADOR / GRUPO	PRIVADAS	PUBLICAS	MIXTAS	EEUU	LCC
INTENSIDAD ACTIVO	0,760950736	0,571675409	0,699567633	0,779920101	0,7198755
ENDEUDAMIENTO	0,708247788	0,689656901	0,634224362	0,708247788	0,436193864
ROTACION F. PROPIOS	3,126645655	3,949596774	3,020073439	3,40203946	1,178474657
ROTACION ACTIVO	0,833581296	0,898089563	0,886165629	0,869869529	0,847203479
LIQUIDEZ	0,847636009	0,982251851	0,956484642	0,747674714	1,237801458
SOLVENCIA	1,411936763	1,449996367	1,576738258	1,411936763	2,292558614
AUTONOMIA FINANCIERA	0,363022746	0,30958369	0,491086631	0,267769256	1,117352614
ESTABILIDAD	1,052504429	1,007253822	1,006521871	1,083992223	0,66105531
FAF	1,052947959	1,007253822	1,006521871		
MARGEN BRUTO	0,05283469	0,014167811	0,026067561	0,050622776	0,137280587
MARGEN NETO	0,032479429	0,010297218	0,028503884	0,025469175	0,091989199
ROI (A)	0,039987721	0,013504436	0,020008118	0,02133127	0,070142285
ROI (B)	0,02619338	0,01045288	0,016013003	0,014716712	0,051354535
ROE	0,111254326	0,103499419	0,075967443	0,141538711	0,127304434
APALANCAMIENTO	3,634979586	4,283262791	3,194921775	3,585182083	1,955265241
COSTE PERSONAL / CV	0,311309635	0,285930742	0,269326339	0,354842083	0,32700491
APROVISIONAM./ CV	0,137961612	0,152887661	0,328133628	0,134707776	0,157504411
AMORTIZACIONES /CV	0,061296234	0,064192728	0,078550349	0,052839876	0,070407041
OTROS GASTOS/ CV	0,473200343	0,479642259	0,341227048	0,454631093	0,454664484
COSTE PERSONAL /INCEN	0,292279394	0,28190005	0,23827467	0,341950811	0,293305931
APROVISION. / INCN	0,135603116	0,150489896	0,52719992	0,133083977	0,139297563
AMORTIZACIONES/ INCN	0,05948765	0,054953685	0,08098015	0,052068235	0,064679131
OTROS GASTOS/ INCN	0,463788415	0,492586402	0,315339664	0,442717904	0,378535123
PERSONAL/ AKO	0,022073049	0,023591849	0,022136632	0,0205363	0,01629715
APROVISION /AKO	0,008931484	0,013014883	0,050346595	0,007724655	0,006058116
AMORTIZACIONES/ AKO	0,003870834	0,003773606	0,00592072	0,003346149	0,002795154
OTROS GASTOS/ AKO	0,07018174	0,084549863	0,090192343	0,056698999	0,043303388
COSTE VENTAS / PKT	0,098049071	0,111296151	0,125320128	0,079253914	0,065772573
INGRESOS PASAJE/ INCN	0,869463957	0,824364283	0,824959945	0,915335097	0,954357276
INGRESOS PASAJE/ AKO	0,057594199	0,065619579	0,087786419	0,054458861	0,055222331
INGRESOS PASAJE/ PKT	0,081593296	0,090212657	0,124960149	0,077336236	0,078694328
INGRESOS CARGA/ TKO	0,070881824	0,03123827	0,045028423		
INGRESOS CARGA/ TKT	0,098983426	0,051271436	0,067159801		
INGRESOS CARGA/ INCN	0,05645922	0,060139424	0,13522719	0,036457958	0,020697164
INCEN/ AKO	0,070881824	0,08472609	0,089674159	0,059576753	0,057167016
INCEN/ PKT	0,098983426	0,108068689	0,125707935	0,084916626	0,082442426
PASAJEROS/ EMPLEADOS	998,7145259	685,9737007	764,4780927	1385,126063	2906,976744
AKO/ EMPLEADOS	2,853894011	1,950236957	2,00251726	2,985717152	3,194230441
PKT/ EMPLEADOS	1,998677296	1,323981037	1,385060158	2,122544064	2,292057853
PKT/ AVIONES	268,6502871	250,4489633	189,6403941	223,2602056	191,4408622
PASAJEROS/ AVIONES	130,9751244	147,525885	122,9355932	123,564433	125,3352113
TKT/ AVIONES	42,40904099	27,88749294	22,79746835		

RN POR EMPLEADO	0,006305994	-0,000761779	0,004279663	0,00479643	0,014293993
REXP POR EMPLEADO	0,008770069	0,001799828	0,005307763	0,00709453	0,022390729
RN POR AVION	0,960080024	-1,401206533	0,554285714	0,50875893	2,02800343
REXP POR AVION	1,42289646	-0,373282051	0,567346939	1,01325433	2,8145
INCN POR EMPLEADO	0,194422032	0,188938837	0,186014186	0,1792042	0,240767442
INCN POR AVION	25,47676515	35,79967305	27,45487013	18,89962189	14,23576923
F O PASAJE	0,715349294	0,701665675	0,695649203	0,707267787	0,697411639
F O CARGA	0,673919833	0,636363636	0,647030722		
PKT /ACTIVO TOTAL	8,510808207	7,179672575	7,482746931	9,587530742	13,60116601
TKT / ACTIVO TOTAL	0,929435381	0,94651223	0,660167563		
DESPAS	22,92100	3,75800	9,20200		
DESCAR	2,05110	0,19500	1,61985		





ANEXO VIII: EVOLUCION DE LAS MEDIANAS DE LOS INDICADORES ECONÓMICOS Y FINANCIEROS POR GRUPOS DE PROPIEDAD Y AÑOS.

Nota Previa: Los cuadros y gráficos siguientes han sido elaborados con los datos obtenidos en las páginas webs de las aerolíneas enumeradas en el apartado 11.6.

Cuadro 11.4.

Evolución indicadores de las aerolíneas privadas, de la muestra descrita en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive. Las variables están descritas en el cuadro 11.2.

MEDIANA PRIVADAS	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
INTENSIDAD ACTIVO	0,78518	0,77498	0,76977	0,78066	0,75247	0,7662	0,74626	0,75322	0,69598
ENDEUDAMIENTO	0,72386	0,65392	0,67075	0,66258	0,69058	0,73502	0,77238	0,72528	0,6748
ROTACION F. PROPIOS	4,01179	3,31041	2,80514	2,89126	3,13326	3,68241	3,80794	3,49898	1,34109
ROTACION ACTIVO	0,94332	0,89918	0,88295	0,84894	0,83422	0,76339	0,77207	0,67189	0,66709
LIQUIDEZ	0,78697	0,79801	0,86453	0,88488	0,74726	0,76705	0,90559	0,9611	0,79372
SOLVENCIA	1,40905	1,58211	1,47003	1,51004	1,44806	1,36051	1,2947	1,37878	1,48209
AUTONOMIA FINANCIERA	0,31061	0,44348	0,43602	0,41833	0,3357	0,26848	0,29258	0,28044	0,48209
ESTABILIDAD	1,10435	1,05365	1,0492	1,05068	1,08375	1,05339	1,03473	0,96616	1,0642
FAF	1,11048	1,05365	1,0492	1,05068	1,08375	1,05339	1,03473	0,96616	1,0642
MARGEN BRUTO	0,07209	0,07993	0,08843	0,07119	0,04221	-0,00463	0,01534	0,01874	0,02218
MARGEN NETO	0,04184	0,05406	0,05723	0,04975	0,02278	-0,01023	-0,00782	0,02447	0,05231
ROI (A)	0,08078	0,08642	0,06639	0,05152	0,03871	-0,00791	0,02182	0,01544	0,00845
ROI (B)	0,04581	0,05135	0,04424	0,04879	0,02354	-0,0097	-0,00623	0,01667	0,03052
ROE	0,15935	0,13191	0,16907	0,14071	0,12094	0,0337	0,0545	0,06763	0,12392
APALANCAMIENTO	4,29947	3,53863	3,50925	3,49136	3,97889	4,30259	4,39332	3,64008	2,51432
COSTE PERSONAL / CV	0,327	0,30908	0,31952	0,3195	0,31352	0,2933	0,30764	0,33394	0,26108
APROVISIONAM./CV	0,13265	0,13655	0,11377	0,11241	0,15514	0,14944	0,14352	0,15577	0,18043
AMORTIZACIONES/ CV	0,05926	0,06264	0,06101	0,06201	0,05401	0,06144	0,06266	0,06717	0,08512
OTROS GASTOS/ CV	0,45466	0,48721	0,50413	0,47548	0,45182	0,46699	0,47202	0,44231	0,48027
COSTE PERSONAL /INCEN	0,29331	0,28878	0,28431	0,29888	0,29788	0,30528	0,29437	0,31353	0,25542
APROVISION. /INCEN	0,1217	0,12485	0,10686	0,10389	0,14151	0,15286	0,14311	0,15195	0,1789
AMORTIZACIONES/ INCEN	0,05373	0,06	0,05473	0,05545	0,05082	0,06293	0,06385	0,06516	0,08575
OTROS GASTOS/ INCEN	0,4395	0,46876	0,46472	0,44192	0,44684	0,47844	0,48879	0,43203	0,48722
PERSONAL/ AKO	0,01441	0,01785	0,01922	0,02218	0,0258	0,02784	0,02429	0,02018	0,01877
APROVISION./AKO	0,00629	0,00848	0,00597	0,00745	0,01131	0,01166	0,00881	0,00829	0,0097
AMORTIZACIONES/ AKO	0,00298	0,00393	0,00291	0,00326	0,00389	0,00477	0,00482	0,00359	0,00549
OTROS GASTOS/ AKO	0,04694	0,06266	0,05825	0,07014	0,07883	0,08774	0,07459	0,05596	0,05948
COSTE VENTAS /PKT	0,06506	0,08825	0,07876	0,098	0,11192	0,12441	0,1031	0,07679	0,08114
INGRESOS PASAJE/ INCN	0,87015	0,88284	0,87192	0,86655	0,87495	0,87132	0,86972	0,8528	0,87244
INGRESOS PASAJE/ AKO	0,04471	0,05569	0,05345	0,06041	0,07202	0,06846	0,05708	0,04854	0,05061
INGRESOS PASAJE/ PKT	0,06194	0,07933	0,07535	0,08641	0,10048	0,09204	0,08049	0,06439	0,06904
INGRESOS CARGA/ TKO	0,10696	0,17883	0,1486	0,15911	0,20755	0,20083	0,17969	0,15303	0,10509
INGRESOS CARGA/ TKT	0,16088	0,21613	0,20744	0,22805	0,26219	0,278	0,27761	0,25629	0,21882
INGRESOS CARGA/ INCN	0,06759	0,0643	0,05942	0,05958	0,05646	0,05537	0,04758	0,0532	0,04137
INCEN/ AKO	0,05233	0,06623	0,06198	0,0712	0,08475	0,08345	0,06832	0,0543	0,05723
INCEN/ PKT	0,0735	0,0942	0,09546	0,10142	0,11705	0,11025	0,09235	0,07584	0,07809
PASAJEROS/ EMPLEADOS	868,149	906,773	935,607	912,994	985,656	1019,58	1026,49	1057,88	1311,1
AKO/ EMPLEADOS	2,49767	2,58931	2,6357	2,80374	2,79206	2,91291	2,93622	3,0179	3,52931
PKT/ EMPLEADOS	1,73906	1,83026	1,86312	1,9748	1,9896	2,06437	2,17523	2,24211	2,63655
PKT/ AVIONES	270,545	270,75	266,542	271,407	278,345	277,189	259,19	253,833	427,768
PASAJEROS/ AVIONES	115,909	127,893	130,975	138,8	140,668	130,233	128,289	122,131	157,253
TKT/ AVIONES	37,1776	45,4675	41,1424	46,2904	43,5489	41,5917	36,1308	38,6204	18,1429
RN POR EMPLEADO	0,00587	0,00857	0,00964	0,00952	0,00516	-0,00074	-0,00159	0,00413	0,0131
REXP POR EMPLEADO	0,01069	0,01435	0,01625	0,01398	0,00777	-0,00098	0,00345	0,00319	0,008
RN POR AVION	0,7455	1,37299	1,21052	1,35596	0,99037	-0,05018	-0,34764	0,3891	2,74802
REXP POR AVION	1,32466	1,80613	1,91322	1,67576	1,78546	-0,17244	1,03219	0,46545	1,31796
INCEN POR EMPLEADO	0,1558	0,18915	0,17235	0,1934	0,22362	0,21144	0,19024	0,17682	0,25054
INCEN POR AVION	21,5057	24,6595	22,7694	26,3748	30,1797	29,9337	24,5317	20,6676	29,7445
F O PASAJE	0,69811	0,71366	0,71066	0,70722	0,72405	0,71336	0,72296	0,73331	0,74704
F O CARGA	0,70694	0,70415	0,6808	0,6673	0,68752	0,67608	0,6584	0,6775	0,6268
PKT /ACTIVO TOTAL	13,2201	10,9415	11,615	9,2669	7,52471	7,01453	8,11926	9,42255	8,21575
TKT / ACTIVO TOTAL	0,94845	1,16814	1,36786	1,26751	1,14231	0,88905	0,59889	0,72244	0,26756
DESPAS	25,4479	24,0987	23,9215	22,8918	22,0099	22,403	24,564	25,3827	22,924
DESCAR	0,237	1,9545	1,38705	1,66495	1,67505	1,81205	2,996	3,0918	1,9924

Cuadro 11.5.

Evolución indicadores de las aerolíneas públicas, de la muestra descrita en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive. Las variables están descritas en el cuadro 11.2.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
MEDIANA PUBLICAS						
INTENSIDAD ACTIVO	0,6875751	0,5310936	0,5362257	0,5943925	0,5489583	0,5603639
ENDEUDAMIENTO	0,7329884	0,670275	0,6886782	0,6685681	0,6906796	0,731009
ROTACION F. PROPIOS	4,7108697	4,3046575	3,1183754	3,3770015	3,2791165	4,3906567
ROTACION ACTIVO	0,8980896	0,8453575	0,8589159	0,9246106	0,9731725	1,2109986
LIQUIDEZ	0,7975088	0,950625	1,0600073	0,9955742	0,9501063	0,9468879
SOLVENCIA	1,3642781	1,4931721	1,4520571	1,4957339	1,4478494	1,3693939
AUTONOMIA FINANCIERA	0,2681988	0,3300494	0,3752072	0,3588717	0,3060378	0,2641813
ESTABILIDAD	1,1304173	1,0442414	0,9650219	1,0023737	1,066713	1,01544
FAF	1,1304173	1,0442414	0,9650219	1,0023737	1,066713	1,01544
MARGEN BRUTO	0,0401556	0,0448932	0,0089286	-0,013544	0,0091789	-0,033454
MARGEN NETO	0,0612472	0,0315746	0,024083	-0,029541	0,0021459	-0,087452
ROI (A)	0,0374021	0,015075	0,0057114	-0,009519	0,0106795	-0,016289
ROI (B)	0,0617172	0,0360868	0,0298292	-0,043335	0,0040859	-0,050949
ROE	0,3106223	0,1770545	0,1179034	0,0373605	0,1381064	-0,033329
APALANCAMIENTO	5,1853837	4,9063555	4,2832628	3,695116	3,8611757	4,0891975
COSTE PERSONAL / CV	0,1725326	0,2477745	0,2389596	0,284833	0,2705477	0,2881535
APROVISIONAM./CV	0,0441066	0,1048961	0,1716206	0,1553195	0,148355	0,1384224
AMORTIZACIONES/ CV	0,5616669	0,0512694	0,0451577	0,0534172	0,0553291	0,0552768
OTROS GASTOS/ CV	0,4433877	0,4796423	0,4319269	0,4831689	0,4848228	0,497129
COSTE PERSONAL /INCEN	0,3151847	0,2332764	0,2322504	0,2819	0,2674525	0,2940632
APROVISION. /INCEN	0,0805746	0,1033122	0,1750648	0,1657476	0,1504899	0,1497371
AMORTIZACIONES/ INCEN	0,1126539	0,0482694	0,0438898	0,0537614	0,056633	0,0631181
OTROS GASTOS/ INCEN	0,4049932	0,5004581	0,4405953	0,4948899	0,4925864	0,5073246
PERSONAL/ AKO	0,00669	0,0174293	0,0187888	0,0222674	0,0235918	0,0254861
APROVISION./AKO	0,0017102	0,0343211	0,0948783	0,0137992	0,0132746	0,011841
AMORTIZACIONES/ AKO	0,0023911	0,0039461	0,004264	0,0050652	0,0037736	0,0034186
OTROS GASTOS/ AKO	0,0193875	0,106291	0,1288314	0,0888437	0,0894789	0,0845499
COSTE VENTAS /PKT	0,0274171	0,1624719	0,1986666	0,1112962	0,1133677	0,1113823
INGRESOS PASAJE/ INCN	0,8038304	0,8567438	0,818682	0,8291779	0,833503	0,8195507
INGRESOS PASAJE/ PKT	0,0653872	0,0838007	0,0716716	0,0799971	0,0654036	0,063856
INGRESOS PASAJE/ TKT	0,0968908	0,1147303	0,1063351	0,1064707	0,0875177	0,0839244
INGRESOS CARGA/ TKO	0,0097743	0,0102736	0,085633	0,0212864	0,0411901	0,0446153
INGRESOS CARGA/ TKT	0,0154732	0,0165271	0,1225182	0,0386573	0,0638856	0,0701035
INGRESOS CARGA/ INCN	0,0538304	0,0590063	0,0583046	0,0714353	0,0769006	0,0758381
INCEN/ AKO	0,0653872	0,0838007	0,0827833	0,0935917	0,0770307	0,0824149
INCEN/ PKT	0,0968908	0,1147303	0,1068876	0,1242228	0,102249	0,1080687
PASAJEROS/ EMPLEADOS	748,60097	775,22695	705,90132	731,31546	730,35768	675,20122
AKO/ EMPLEADOS	1,5901176	1,7581997	1,986493	2,2140189	2,1914603	2,3478855
PKT/ EMPLEADOS	1,1187059	1,1228897	1,3939103	1,3946807	1,5107429	1,5735912
PKT/ AVIONES	196,38889	199,97614	249,47368	295,57143	304,45946	253,857
PASAJEROS/ AVIONES	141,51595	148,0129	155,58824	148,94203	147,10811	129,61037
TKT/ AVIONES	20,859155	21,04	30,130247	30,713251	29,026224	29,434316
RN POR EMPLEADO	0,0071106	-0,004508	0,0014307	-0,008046	-0,002366	-0,007489
REXP POR EMPLEADO	0,0059338	0,0027237	0,0008904	-0,003702	0,0003543	-0,004379
RN POR AVION	2,0722222	-1,974264	-0,852012	-2,60427	-0,762162	-2,701299
REXP POR AVION	1,8583333	0,1741603	-0,144	-1,291538	-0,602564	-0,863636
INCEN POR EMPLEADO	0,0823239	0,1477798	0,2087602	0,2205812	0,2150028	0,2056279
INCEN POR AVION	31,794444	34,026921	47,469369	47,893512	40,514657	27,800887
F O PASAJE	0,7053352	0,698647	0,7154491	0,7014648	0,7100803	0,7076826
F O CARGA	0,6316916	0,6216216	0,6347141	0,6378248	0,6485083	0,63071
PKT /ACTIVO TOTAL	6,8195191	6,2058542	6,527295	7,0850051	10,187953	9,5617815
TKT / ACTIVO TOTAL	1,7976026	1,8012855	0,5026522	1,7116991	1,7764938	1,7954419
DESPAS	3,2035	2,755	2,874	4,877	4,957	4,84
DESCAR	0,172	0,182	0,854	0,9005	0,681	0,698

Cuadro 11.6.

Evolución indicadores de las aerolíneas mixtas, de la muestra descrita en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive. Las variables están descritas en el cuadro 11.2.

MEDIANA MIXTAS	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
INTENSIDAD ACTIVO	0,732884	0,654535	0,705459	0,716334	0,7151	0,687041	0,711873
ENDEUDAMIENTO	0,654509	0,65304	0,674656	0,620403	0,607209	0,631323	0,60821
ROTACION F. PROPIOS	4,764339	2,696383	2,750394	3,271277	3,149526	2,685586	3,365946
ROTACION ACTIVO	0,741193	0,886166	0,843688	0,8663	0,759769	0,923528	1,006266
LIQUIDEZ	1,399747	1,126669	0,956485	0,89656	0,937868	1,103376	0,865456
SOLVENCIA	1,529119	1,5313	1,486653	1,614501	1,64688	1,583975	1,644174
AUTONOMIA FINANCIERA	0,529119	0,438987	0,415491	0,53373	0,486278	0,580541	0,495896
ESTABILIDAD	0,883207	0,926189	1,013577	1,049944	1,030369	0,962342	1,022253
FAF	0,883207	0,926189	1,013577	1,049944	1,030369	0,962342	1,022253
MARGEN BRUTO	0,04031	0,06512	0,029451	0,030396	-0,00821	0,018781	-0,01337
MARGEN NETO	0,024205	0,041426	0,028504	0,034289	0,012398	0,019604	0,017663
ROI (A)	0,049626	0,059497	0,034726	0,020008	-0,01002	0,017585	-0,0117
ROI (B)	0,042007	0,027286	0,018699	0,020963	0,00495	0,028813	0,011217
ROE	0,11424	0,117477	0,077451	0,088454	0,012277	0,081138	0,036195
APALANCAMIENTO	5,231605	3,277974	3,735616	2,830352	3,12568	2,773397	3,223216
COSTE PERSONAL / CV	0,319951	0,292859	0,263095	0,236083	0,261299	0,258147	0,268514
APROVISIONAM./CV	0,555202	0,323215	0,434538	0,324919	0,427883	0,41369	0,395244
AMORTIZACIONES/ CV	0,071116	0,077291	0,078998	0,076936	0,079928	0,07675	0,085149
OTROS GASTOS/ CV	0,628809	0,531014	0,459302	0,364284	0,318539	0,338199	0,341227
COSTE PERSONAL /INCN	0,284015	0,245171	0,231994	0,212816	0,239807	0,239947	0,270415
APROVISION. /INCN	0,615635	0,429361	0,55022	0,448677	0,506941	0,499088	0,498018
AMORTIZACIONES/ INCN	0,086573	0,090104	0,071258	0,076799	0,084684	0,077586	0,088572
OTROS GASTOS/ INCN	0,442458	0,382343	0,311588	0,319092	0,205446	0,222966	0,217722
PERSONAL/ AKO	0,022012	0,022066	0,022064	0,022878	0,02655	0,024512	0,021573
APROVISION./AKO	0,055045	0,039307	0,043793	0,044901	0,062661	0,066855	0,038342
AMORTIZACIONES/ AKO	0,004252	0,004623	0,004986	0,006307	0,007119	0,007104	0,005598
OTROS GASTOS/ AKO	0,083816	0,078997	0,08344	0,090192	0,109901	0,114061	0,095446
COSTE VENTAS /PKT	0,116782	0,11234	0,116993	0,13134	0,157656	0,155141	0,12532
INGRESOS PASAJE/ INCN	0,742104	0,749191	0,821882	0,911664	0,82008	0,848914	0,82984
INGRESOS PASAJE/ AKO	0,089645	0,079273	0,078546	0,089618	0,100186	0,105064	0,081202
INGRESOS PASAJE/ PKT	0,123019	0,126592	0,117463	0,123057	0,13561	0,146453	0,112971
INGRESOS CARGA/ TKO	0,005439	0,026857	0,026745	0,025148	0,027458	0,045028	0,043416
INGRESOS CARGA/ TKT	0,010344	0,041077	0,039545	0,035646	0,041711	0,06873	0,068647
INGRESOS CARGA/ INCN	0,008655	0,083068	0,085685	0,086981	0,083071	0,126673	0,141735
INCN/ AKO	0,089645	0,088611	0,085318	0,090866	0,102238	0,112059	0,083861
INCN/ PKT	0,123019	0,128428	0,118489	0,125005	0,144383	0,146453	0,114528
PASAJEROS/ EMPLEADOS	925,3854	911,6927	757,6705	751,2114	811,2232	854,4691	812,9856
AKO/ EMPLEADOS	2,000369	1,977577	1,907598	2,047927	2,143034	1,883348	2,229318
PKT/ EMPLEADOS	1,384763	1,31229	1,339133	1,385358	1,468908	1,442644	1,653629
PKT/ AVIONES	321,2662	224,0721	189,1947	189,6404	158,2607	165,7111	192,5226
PASAJEROS/ AVIONES	178,197	154,3917	135,2182	132,3158	119,1973	105,9045	106,3227
TKT/ AVIONES	58,76316	19,71414	22,67757	23,4843	22,62185	21,36437	24,91525
RN POR EMPLEADO	0,005767	0,006876	0,004706	0,004792	0,001131	0,005481	0,002177
REXP POR EMPLEADO	0,00875	0,009967	0,006187	0,004506	-0,00249	0,003963	-0,00224
RN POR AVION	1,431139	1,164474	0,767074	0,812815	0,133975	0,75678	0,431768
REXP POR AVION	1,131013	1,507311	0,986924	0,873684	-0,25849	0,552542	-0,255
INCN POR EMPLEADO	0,184149	0,162762	0,183962	0,200028	0,172061	0,190838	0,188127
INCN POR AVION	28,05804	29,66422	27,38186	28,55731	24,77759	25,33793	23,18295
F O PASAJE	0,70511	0,678975	0,674557	0,686708	0,686473	0,708297	0,704403
F O CARGA	0,599333	0,601032	0,621478	0,663122	0,638056	0,688643	0,642431
PKT /ACTIVO TOTAL	9,29832	10,26281	7,520763	6,911744	4,142773	6,401003	6,783362
TKT / ACTIVO TOTAL	0,620156	0,725698	0,638822	0,532498	0,435193	0,666442	1,160313
DESPAS	14,346	15,588	6,737	6,5446	6,433	9,149	7,5521
DESCAR	1,7191	1,779	1,7264	1,559	1,485	1,4107	1,6721

Cuadro 11.7.

Evolución indicadores de las aerolíneas de la muestra descrita en el apartado 11.6 de la tesis, para el periodo 1996 a 2003, ambos inclusive; de las variables: ocupación, empleo, inversión en activo fijo, resultado neto, pasajeros kilómetro transportados por empleado y propiedad.

A) AIR CANADA.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PKT/EMP
2001	0,7211	39480	7294,00	-1473,59	1,7819
2003	0,7305	33124	4231,78	-1519,66	1,9219
CRECIMIENTO	0,0044	-0,0568	-0,1660		0,0255
MEDIANA	0,7305	39480	5548,6955	-813,15	1,7985
DIFERENCIA	0,0095	-6356,00	-3062,2185		0,1399

B) AIR FRANCE.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/EMP
1997	0,7394	46028	6562,00	-22	710,85
2003	0,7616	59731	9021,00	120	728,45
CRECIMIENTO	0,0042	0,0379	0,0465		0,0035
MEDIANA	0,7607	53995	8122	201,0000	732,4609
DIFERENCIA	0,0222	13703	2459	142,0000	17,5993

C) AER LINGUS.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/EMP
1997	0,7646	5957	444,95	-58,31	1153,50
2003	0,7674	4281	591,30	69,2	1540,29
CRECIMIENTO	0,0005	-0,0461	0,0415		0,0422
MEDIANA	0,7560	5119	591,30	51,9000	1153,5049
DIFERENCIA	0,0028	-1676	146	127,5100	386,7894

D) AIR MALTA.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/EMP
1998	0,6749	2328	280,40	4,19	642,61
2003	0,6747	2528	69,78	-13,45	594,94
CRECIMIENTO	0,0000	0,0138	-0,2069		-0,0128
MEDIANA	0,6883	2482,5	252,33	51,9000	646,5505
DIFERENCIA	-0,0002	200	-211	-17,6400	-47,6750

E) AIR NEW ZEALAND.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/EMP
1997	0,6846	9340	2330,92	135,12	710,28
2004	0,7316	10394	1654,63	123,93	1031,46
CRECIMIENTO	0,0083	0,0135	-0,0419	-0,0107	0,0477
MEDIANA	0,7061	10026	2539,89	123,7418	790,2609
DIFERENCIA	0,0469	1054	-676	-11,1925	321,1821

F) ALASKA AIR

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/EMP
1996	0,6537	10543	1580,80	30,39	1475,67
2003	0,6929	13401	1718,19	10,99	1491,01
CRECIMIENTO	0,0073	0,0304	0,0105	-0,1194	0,0013
MEDIANA	0,6741	13093,5	1870,25	20,6912	1453,9519
DIFERENCIA	0,0392	2858	137	-19,4055	15,3371

G) ALITALIA.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/EMP
1997	0,6745	18825	2279,60	226,12	1315,06
2003	0,7083	22200	3677,34	-519,82	985,31
CRECIMIENTO	0,0070	0,0238	0,0707	-2,1263	-0,0404
MEDIANA	0,7082	21485	2985,47	6,0600	1123,1087
DIFERENCIA	0,0338	3375	1398	-745,9400	-329,7474

H) ALL NIPÓN AIRWAYS.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,6483	37236	7147,04	31,15	1203,78
2003	0,6676	43507	7357,98	-191,34	1170,29
CRECIMIENTO	0,0042	0,0225	0,0042	-2,2960	-0,0040
MEDIANA	0,6483	42667	8130,34	-38,8226	1170,29
DIFERENCIA	0,0193	6271	211	-222,4914	-33,4869

I) AMERICAN AIRLINES

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PKT /EMP
1996	0,685	111300	12819,03568	812,64	1,514
2003	0,728	96400	20062,48608	-999,54	2,008
CRECIMIENTO	0,0077	-0,0178	0,0576		0,0360
MEDIANA	0,6985	110650	19897,62	849,3816	1,58
DIFERENCIA	0,0434	-14900	7243	-1812,1803	0,4946

J) AMERICAN WEST

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS /EMP
1998	0,6835	11316	1267,552682	118,09	1652,88
2003	0,7738	11893	634,181338	-66,40	1776,84
CRECIMIENTO	0,0209	0,0083	-0,1090		0,0121
MEDIANA	0,7274	11609,5	750,61	-28,9629	1691,41
DIFERENCIA	0,0903	577	-633	-184,4854	123,9626

K) AUSTRIAN AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS /EMP
1999	0,6666	7534	2485,4	42,2	1065,94
2003	0,7131	7167	3097,3	45,8	1183,12
CRECIMIENTO	0,0136	-0,0099	0,0450	0,0165	0,0211
MEDIANA	0,6867	7534	3318,10	42,8000	1112,74
DIFERENCIA	0,0465	-367	612	3,6000	117,1760

L) BRITISH AIRWAYS.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS /EMP
1996	0,738	55296	6639,93	451,20	583,62
2003	0,791	57014	8061,18	55,79	666,84
CRECIMIENTO	0,0087	0,0038	0,0245	-0,2299	0,0168
MEDIANA	0,7105	61067,5	9248,15	139,4185	670,91
DIFERENCIA	0,0531	1718	1421	-395,4132	83,2135

M) CARGOLUX

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	TKT/ AVIONES
1998	0,8695	1903,0000	704,7360	78,5495	447,8333
2003	0,7103	2390,0000	1009,3267	57,7098	369,0833
CRECIMIENTO	-0,0332	0,0387	0,0617	-0,0501	-0,0317
MEDIANA	0,8434	2361,5000	1250,4881	42,7156	357,7500
DIFERENCIA	-0,1592	487,0000	304,5907	-20,8398	-78,7500

N) CATHAY PACIFIC.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1996	0,7400	15757	7465,9464	39,10	635,78
2003	0,7216	14673	6129,1188	135,96	685,54
CRECIMIENTO	-0,0031	-0,0089	-0,0244	0,1686	0,0095
MEDIANA	0,7179	14561	7803,7631	55,3024	794,4036
DIFERENCIA	-0,0184	-1084	-1336,8276	96,8656	49,7640

O) CONTINENTAL AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1996	0,6814	34300	2857,03	259,95	1117,55102
2003	0,7548	37680	6562,9595	30,93	1057,882166
CRECIMIENTO	0,0129	0,0118	0,1096	-0,2336	-0,0068
MEDIANA	0,7281	42850	6059,3952	293,352225	1026,09
DIFERENCIA	0,0734	3380	3705,9310	-229,0175	-59,6689

P) CYPRUS AIRWAYS.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1998	0,6904	1623	71,35	4,86	854,59
2003	0,7077	1611	66,3868	-12,06	1052,14
CRECIMIENTO	0,0041	-0,0012	-0,0119		0,0353
MEDIANA	0,7043	1614	66,3926	2,8971	947,64
DIFERENCIA	0,0173	-12	-4,9648	-16,9244	197,5513

Q) DELTA AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,7181	65383	7153,77	124,78	1578,9
2004	0,7470	69150	13570,7408	-3876,93	1590,7
CRECIMIENTO	0,0050	0,0070	0,0833		0,0009
MEDIANA	0,7244	71819	15757,5114	69,5422	1482,93
DIFERENCIA	0,0290	3767	6416,9718	-4001,7033	11,8481

R) EASYJET

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS /EMP
1997	0,7586	938	127,05	9,36	3304,9041
2004	0,8475	3925	932,7	59,88	6191,0828
CRECIMIENTO	0,0224	0,3315	0,3295	0,3625	0,1338
MEDIANA	0,8432	2378	347,50	46,2300	4210,1437
DIFERENCIA	0,0889	2987	806	50,5200	2886,1788

S) FINNAIR.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,7051	10533	725,81	85,70	640,108
2003	0,6957	9981	506,7000	23,4	650,135
CRECIMIENTO	-0,0019	-0,0077	-0,0694	-0,2287	0,0022
MEDIANA	0,7007	10777	857,1500	55,8	670,45
DIFERENCIA	-0,0094	-552	-219,1084	-62,3000	10,0269

T) ICELANDAIR.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1996	0,7187	1770	165,75	8,09	720,34
2003	0,6917	2289	203,4493	9,67	494,45
CRECIMIENTO	-0,0048	0,0327	0,0347	0,0226	-0,0523
MEDIANA	0,7196	2309	238,7883	4,8536837	547,78
DIFERENCIA	-0,0270	519	37,6993	1,5835	-225,8873

U) KLM.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
2000	0,7745	30159	6180,00	337	521,97
2004	0,8015	27878	6256,00	24	681,25
CRECIMIENTO	0,0069	-0,0156	0,0024	-0,4105	0,0547
MEDIANA	0,7941	30253	6256,00	24	524,97
DIFERENCIA	0,0270	-2281	76,00	-313,00	159,2871

U) LAN CHILE.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,6242	6785	294,63	57,67	474,930
2003	0,6915	11173	929,38	68,05	493,073
CRECIMIENTO	0,0147	0,0739	0,1784	0,0239	0,0054
MEDIANA	0,6527	9306	908,04	47,08 €	479,42
DIFERENCIA	0,0673	4388	634,75	10,38	18,1426

V) LOT POLISH AIRLINES

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1999	0,70	4130	414,82	0,99	630,27
2003	0,72	3789	788,00	-48,03	987,61
CRECIMIENTO	0,0058	-0,0171	0,1369	-3,1737	0,0940
MEDIANA	0,6964	3965	763,19	1,48	811,22
DIFERENCIA	0,0205	-341	373,18	-49,02	357,3478

W) LUFTHANSA.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,71	57999,00	8019,22	550,50	641,39
2003	0,73	93246,00	11163,00	-984,00	487,31
CRECIMIENTO	0,0033	0,0702	0,0484	-2,0865	-0,0385
MEDIANA	0,7295	69523	11144,40	630,40	641,39
DIFERENCIA	0,0166	35247	3143,78	-1534,50	-154,0772

X) LUXAIR

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1998	0,64	1688	310,90	20,34	514,22
2003	0,58	2137	265,84	3,6	519,42
CRECIMIENTO	-0,0151	0,0401	-0,0258	-0,4385	0,0017
MEDIANA	0,61	2073	265,84	20,34	545,22
DIFERENCIA	-0,0557	449	-45,06	-16,74	5,2017

Y) MALEV AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1999	0,6498	3194	204,57	-49,36	685,97
2003	0,6459	3023	243,27	-90,87	752,56
CRECIMIENTO	-0,0012	-0,0109	0,0353	0,1298	0,0187
MEDIANA	0,61	3023	247,51	-76,42	752,56
DIFERENCIA	-0,0039	-171	38,70	-41,51	66,5900

Z) MIDWEST AIR.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,6410	1889	218,53	22,44	838,30
2003	0,6633	1904	205,40	-10,80	1027,84
CRECIMIENTO	0,0049	0,0011	-0,0123	-1,9008	0,0416
MEDIANA	0,64	2348	279,95	0,56	838,30
DIFERENCIA	0,0223	15	-13,13	-33,24	189,5348

AA) NORTHWEST AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1996	0,73	47536	6062,00	428,71	1108,63
2003	0,77	39100	8279,60	192,09	1327,37
CRECIMIENTO	0,0070	-0,0241	0,0397	-0,1084	0,0228
MEDIANA	0,74	48260	8428,21	238,69	1112,66
DIFERENCIA	0,0421	-8436	2217,60	-236,62	218,7323

AB) QANTAS.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1996	0,7194	29627	6053,19	197,32	590,20
2004	0,7800	33862	10630,00	483,61	888,19
CRECIMIENTO	0,0090	0,0150	0,0646	0,1047	0,0465
MEDIANA	0,75	30080	10597,27	417,01	700,15
DIFERENCIA	0,0606	4235	4576,81	286,29	297,9884

AC) RYANAIR.

AÑO	INCN / EMP	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1998	0,2347	988	131,25	45,54	4038,46
2004	0,4666	2302	1621,02	226,55	10034,75
CRECIMIENTO	0,1031	0,1284	0,5204	0,2576	0,1389
MEDIANA	0,33	1467	613,62	104,50	5521,47
DIFERENCIA	0,2319	1314	1489,77	181,01	5996,2909

AD) SCANDINAVIAN AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,6567	25057	2279,07	229,27	1139,92
2003	0,6349	34544	3763,39	-129,35	897,52
CRECIMIENTO	-0,0048	0,0469	0,0743	-1,9215	-0,0336
MEDIANA	0,6548	30939	3763,39	202,43	1037,23
DIFERENCIA	-0,0217	9487	1484,32	-358,62	-242,3990

AE) SINGAPORE AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,7440	57999	10851,40	811,28	906,77
2004	0,7330	93246	11686,05	320,19	947,75
CRECIMIENTO	-0,0019	0,0702	0,0093	-0,1097	0,0055
MEDIANA	0,7421	69523	12684,65	784,13	976,14
DIFERENCIA	-0,0111	35247	834,66	-491,08	40,9783

AF) SOUTHWEST AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1996	0,6650	22944	2377,12	165,57	1180,40
2003	0,6678	32847	6157,61	359,77	1459,59
CRECIMIENTO	0,0005	0,0459	0,1263	0,1019	0,0269
MEDIANA	0,6664	28464	5561,96	364,59	1332,96
DIFERENCIA	0,0028	9903	3780,48	194,20	279,1896

AG) SWISS INTERNATIONAL AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,5292	2301	478,42	9,47	1672,32
2003	0,7235	9634	1239,03	103,39	1116,98
CRECIMIENTO	0,0535	0,2270	0,1719	1,2185	-0,0560
MEDIANA	0,5370	3680	731,12	40,44	1456,52
DIFERENCIA	0,1943	7333	760,61	93,92	-555,3349

AH) TAP PORTUGAL.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,7122	7448		-99,4	541,875
2003	0,7130	9439		19,7	597,84
CRECIMIENTO	0,0002	0,0344		-1,7235	0,0141
MEDIANA	0,7035	8352		-66,00	589,81
DIFERENCIA	0,0008	1991		119,10	55,9638

AI) THAI AIRWAYS.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1998	0,6790	24072	2455,13	78,2	627,49
2004	0,7251	25884	2811,39	200,53	754,91
CRECIMIENTO	0,0094	0,0091	0,0195	0,1440	0,0268
MEDIANA	0,7268	25524	2600,88	105,70	690,54
DIFERENCIA	0,0461	1812	356	122,33	127,4191

AJ) TURKISH AIRLINES.

AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1998	0,6450	11282	144,55	9,47	931,04
2003	0,6702	10239	168,16	103,39	1017,68
CRECIMIENTO	0,0064	-0,0160	0,0517	0,4895	0,0149
MEDIANA	0,6570	11262	165,82	40,44	938,16
DIFERENCIA	0,0252	-1043	24	93,92	86,6369

AK) UNITED AIRLINES.

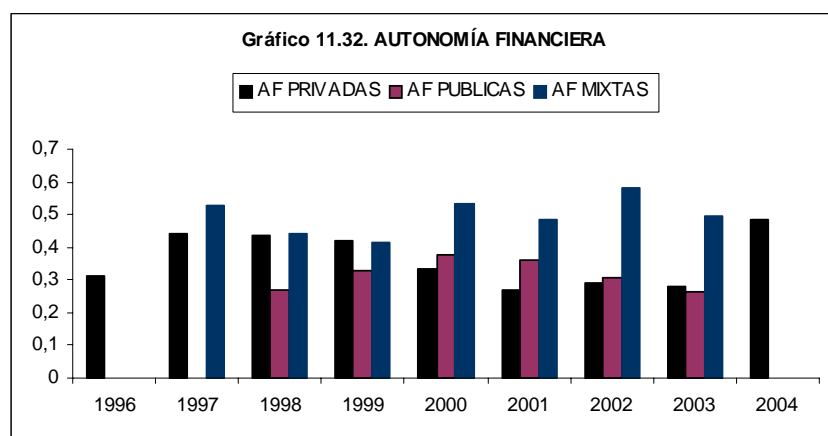
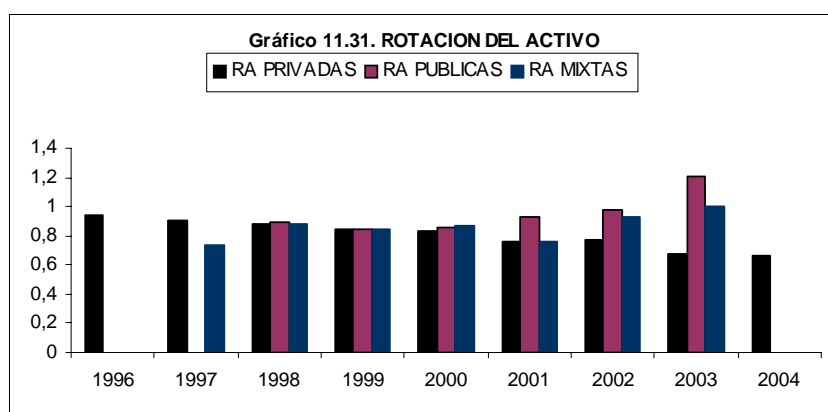
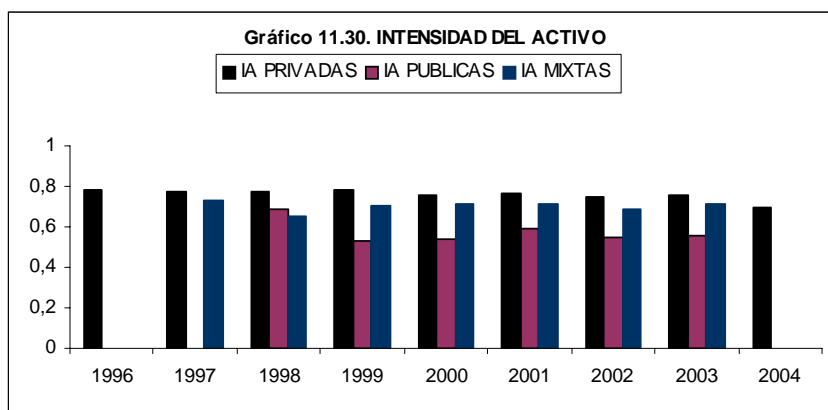
AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PKT/ EMP
1996	0,7166	84000	7994,40	426,31	2,2353
2003	0,7646	63000	14614,65	-2285,60	2,6680
CRECIMIENTO	0,0081	-0,0353	0,0783		0,0224
MEDIANA	0,7173	89500	16223,16	241,02	2,21
DIFERENCIA	0,0480	-21000	6620	-2711,91	0,4327

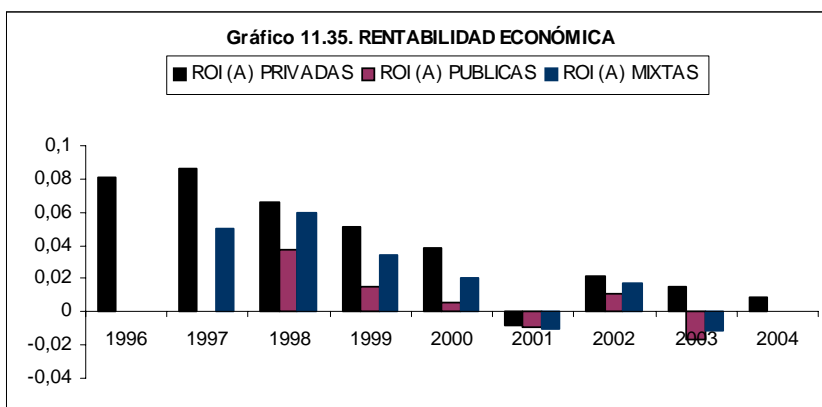
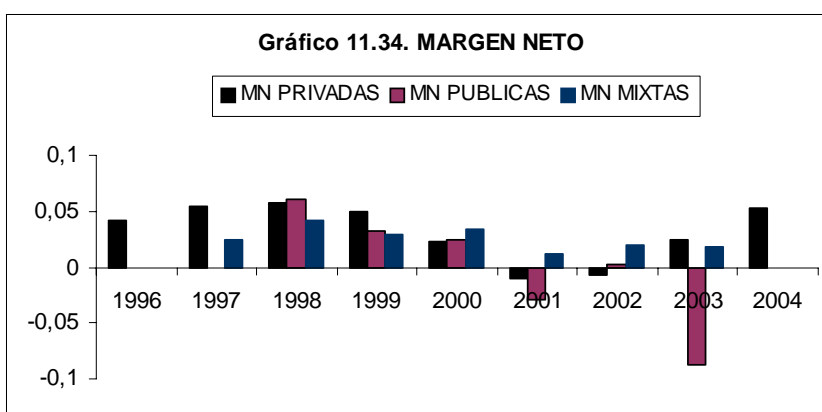
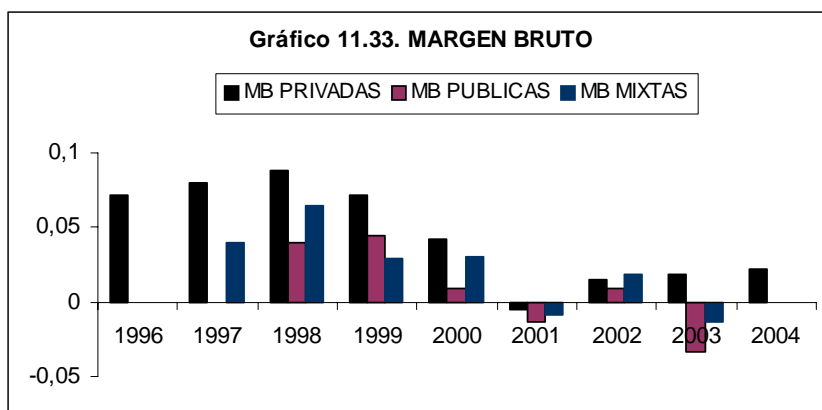
AL) U.S. AIRWAYS.

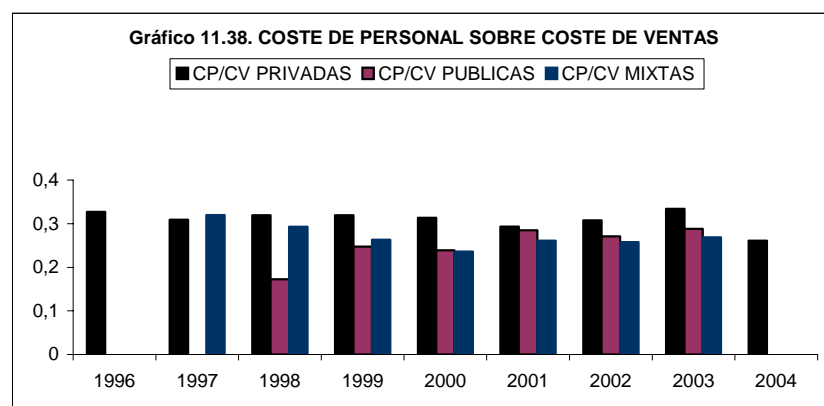
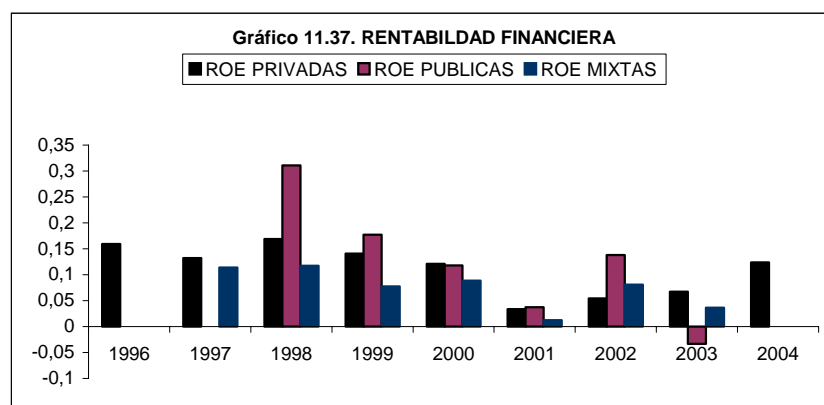
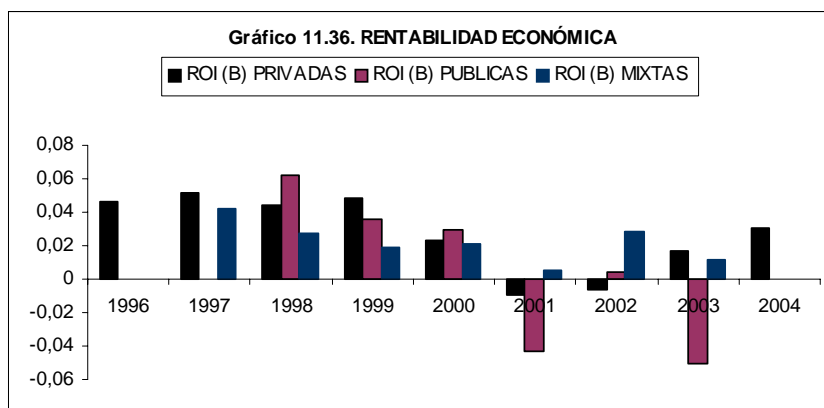
AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PKT/ EMP
1996	0,6856	40160	5528,14	864,53	1,5713
2003	0,7147	26700	5290,74	-141,63	2,4987
CRECIMIENTO	0,0052	-0,0497	-0,0087		0,0597
MEDIANA	0,7030	38372	5528,14	-141,63	1,74
DIFERENCIA	0,0291	-13460	-237	-1006,16	0,9274

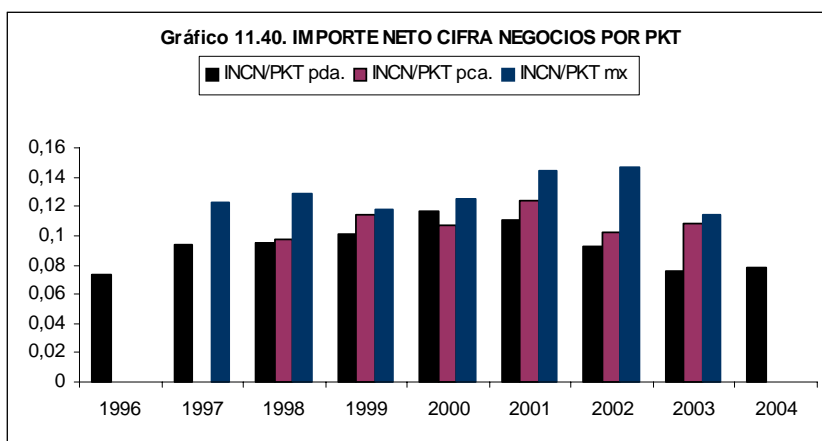
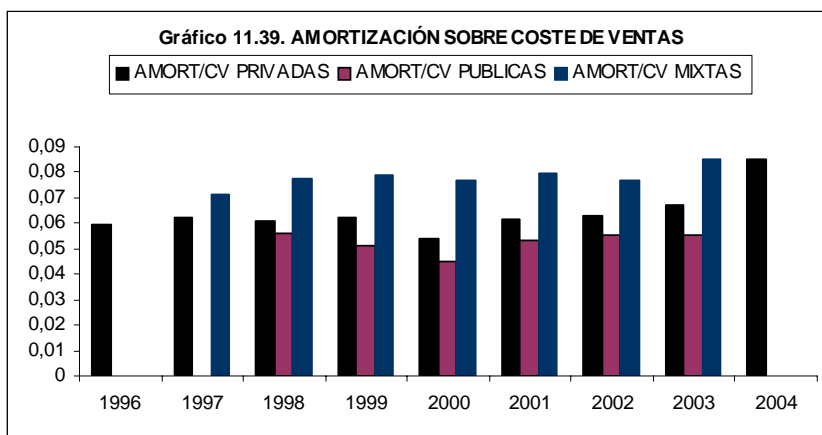
AM) VIRGIN EXPRESS.

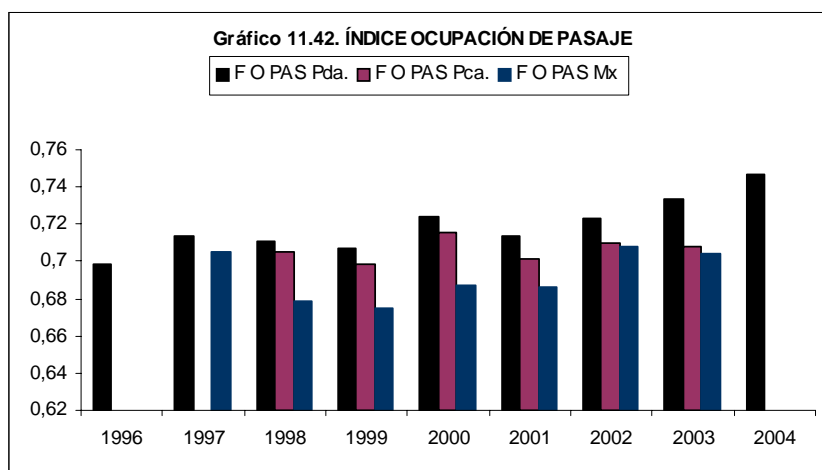
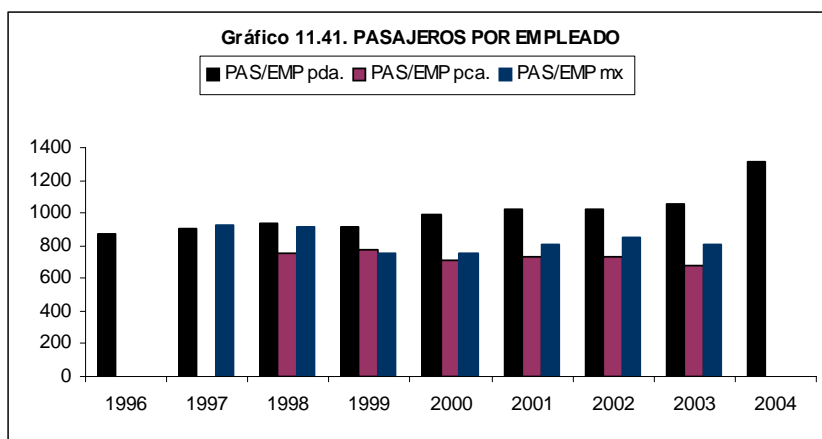
AÑO	OCUPACION	EMPLEOS	ACTIVO FIJO	R. NETO	PAS/ EMP
1997	0,6957	487	3,69	6,9	3683,78
2003	0,8130	860	2,47	-19,57	2906,98
CRECIMIENTO	0,0225	0,0846	-0,0647	-2,1606	-0,0333
MEDIANA	0,7656	860	3,86	-2,17	2953,66
DIFERENCIA	0,1173	373	-1	-26,47	-776,8015

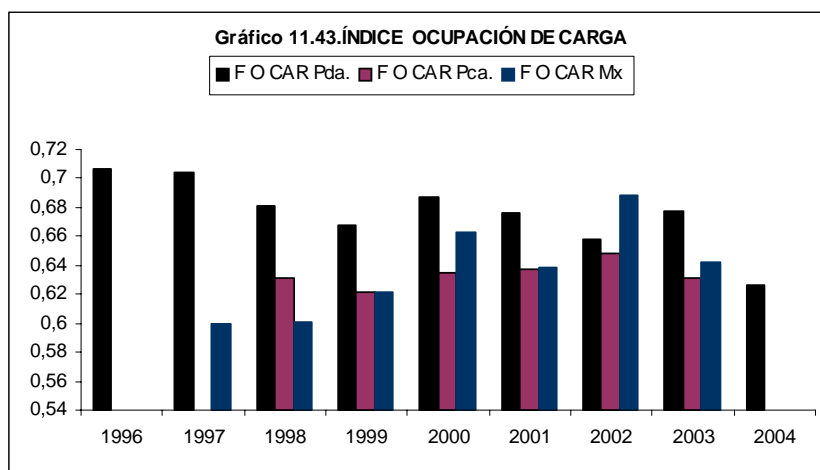












ANEXO IX. GRAFICAS Y ESTADISCAS DE IBERIA.

Nota Previa: Los cuadros y gráficos siguientes han sido elaborados con los datos obtenidos en la página web de la aerolínea.

Cuadro 13.1

Evolución de indicadores económicos y financieros para el periodo 1995-2004. Las variables están descritas en el cuadro 11.2.

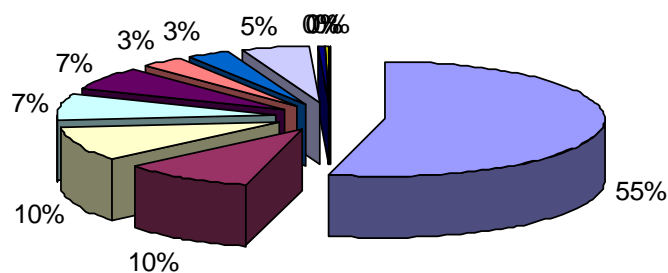
IBERIA	2004	2003	2002	2001	2000	1999	1998	1997	1996	1995	MEDIA	MEDIANA
INTENSIDAD ACTIVO	0,510	0,542	0,571	0,640	0,695	0,720	0,695	0,646	0,709	0,792	0,652	0,670
ENDEUDAMIENTO	0,415	0,432	0,442	0,461	0,462	0,562	0,452	0,487	0,576	0,804	0,509	0,462
ROTACION F. PROPIOS	3,197	3,499	3,808	4,234	3,948	3,950	4,041	5,021	5,150	4,776	4,162	3,995
ROTACION ACTIVO	0,986	0,967	0,989	0,984	0,955	0,887	1,141	1,071	0,972	0,897	0,985	0,978
LIQUIDEZ	1,491	1,382	1,311	0,978	1,031	0,664	0,865	1,052	0,797	0,439	1,001	1,005
SOLVENCIA	2,407	2,317	2,265	2,168	2,162	1,779	2,210	2,051	1,736	1,244	2,034	2,165
AUTONOMIA FINANCIERA	0,742	0,640	0,588	0,504	0,523	0,399	0,624	0,438	0,328	0,231	0,502	0,513
ESTABILIDAD	0,759	0,811	0,849	1,013	0,987	1,246	1,074	0,974	1,117	1,505	1,033	1,000
FINANCIACION AF	1,317	1,233	1,178	0,987	1,013	0,803	0,931	1,027	0,896	0,664	1,005	1,000
MARGEN BRUTO	0,041	0,032	0,052	-0,006	0,009	0,009	0,079	0,072	0,076	0,059	0,042	0,047
MARGEN NETO	0,041	0,024	0,032	0,007	0,044	0,027	0,085	0,022	0,006	-0,105	0,018	0,026
ROI (A)	0,041	0,031	0,051	-0,006	0,008	0,008	0,090	0,078	0,073	0,053	0,043	0,046
ROI (B)	0,040	0,024	0,032	0,007	0,042	0,024	0,096	0,024	0,006	-0,095	0,020	0,024
ROE	0,131	0,086	0,124	0,029	0,173	0,106	0,341	0,111	0,031		0,126	0,111
APALANCAMIENTO	3,242	3,618	3,848	4,303	4,134	4,455	3,542	4,687	5,301		4,126	4,134
PER	12,918	19,809	8,929	34,161							18,954	16,363
POLITICA DIVIDENDOS	0,027	0,028	0,028	0,034	0,027	0,001	0,001				0,021	0,027
COSTE PERSONAL / CV	0,310	0,307	0,298	0,281	0,297	0,303	0,284	0,326	0,356	0,375	0,314	0,305
APROVISIONAM/ CV	0,187	0,167	0,169	0,178	0,174	0,139	0,127	0,142	0,141	0,115	0,154	0,155
AMORTIZACIONES /CV	0,040	0,039	0,037	0,035	0,037	0,032	0,033	0,062	0,049	0,052	0,042	0,038
OTROS GASTOS/ CV	0,463	0,486	0,497	0,506	0,492	0,526	0,556	0,470	0,454	0,458	0,491	0,489
COSTE PERSONAL /INCEN	0,312	0,314	0,297	0,299	0,310	0,314	0,274	0,321	0,349	0,375	0,316	0,313
APROVISION. / INCN	0,188	0,171	0,168	0,189	0,182	0,145	0,122	0,140	0,138	0,115	0,156	0,156
AMORTIZACIONES/ INCN	0,040	0,040	0,037	0,038	0,039	0,033	0,032	0,061	0,048	0,052	0,042	0,039
OTROS GASTOS/ INCN	0,466	0,496	0,496	0,538	0,513	0,545	0,535	0,463	0,445	0,457	0,496	0,496
PERSONAL/ AKO	0,023	0,024	0,024	0,022	0,023	0,022	0,022	0,023	0,021	0,023	0,023	0,023
APROVISION /AKO	0,014	0,013	0,013	0,014	0,014	0,010	0,010	0,010	0,008	0,007	0,011	0,012
AMORTIZACIONES/ AKO	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,002	0,003	0,004	0,003	0,003	0,003	0,003
OTROS GASTOS/ AKO	0,075	0,079	0,079	0,079	0,079	0,074	0,077	0,070	0,060	0,062	0,073	0,076
COSTE VENTAS / PKT	0,099	0,105	0,109	0,111	0,107	0,107	0,108	0,096	0,087	0,091	0,102	0,106
INGRESOS PASAJE/ INCN	0,831	0,837	0,857	0,852	0,840	0,820	0,819	0,770	0,743	0,736	0,810	0,826
INGRESOS PASAJE/ AKO	0,062	0,064	0,068	0,063	0,063	0,059	0,066	0,054	0,046	0,046	0,059	0,062
INGRESOS PASAJE/ PKT	0,082	0,086	0,093	0,089	0,086	0,085	0,092	0,075	0,066	0,067	0,082	0,085
INGRESOS CARGA/ TKO	0,171	0,183	0,180	0,197	0,181	0,159	0,183	0,200	0,189		0,183	0,183
INGRESOS CARGA/ TKT	0,233	0,268	0,276	0,278	0,262	0,259	0,273	0,272	0,244		0,263	0,268
INGRESOS CARGA/ INCN	0,053	0,054	0,053	0,058	0,057	0,060	0,061	0,076	0,073	0,076	0,062	0,059
INCEN/ AKO	0,074	0,077	0,080	0,074	0,076	0,071	0,080	0,071	0,062	0,062	0,073	0,074
INCEN/ PKT	0,099	0,103	0,109	0,105	0,102	0,104	0,112	0,098	0,089	0,091	0,101	0,103
PASAJEROS/ EMPLEADOS	1081,7	1048,0	1026,5	986,7	966,8	913,0	985,9	960,5	1016,0	940,9	992,6	986,3
AKO/ EMPLEADOS	2,474	2,297	2,304	2,310	2,139	2,096	2,063	1,964	1,964	1,768	2,138	2,117
PKT/ EMPLEADOS	1,861	1,723	1,683	1,635	1,578	1,444	1,474	1,418	1,363	1,213	1,539	1,526
PKT/ AVIONES	298,2	282,6	277,2	287,4	251,9	202,4	199,5	143,2	135,6	125,3	220,3	227,1
PASAJEROS/ AVIONES	173,3	171,9	169,0	173,4	154,4	127,9	133,5	96,9	101,1	97,2	139,9	143,9
TKT/ AVIONES	6,708	5,826	5,822	6,243	5,597	4,813	4,988	3,892	3,606		5,277	5,597
RN POR EMPLEADO	0,008	0,004	0,006	0,001	0,007	0,004	0,014	0,003	0,001	-0,012	0,004	0,004
REXP POR EMPLEADO	0,008	0,006	0,010	-0,001	0,001	0,001	0,013	0,010	0,009	0,006	0,006	0,007
RN POR AVION	1,202	0,710	0,981	0,206	1,128	0,564	1,891	0,311	0,072	-1,200	0,587	0,637
REXP POR AVION	1,212	0,934	1,566	-0,172	0,229	0,192	1,769	1,014	0,909	0,671	0,832	0,922
INCEN POR EMPLEADO	0,183	0,177	0,183	0,171	0,162	0,150	0,165	0,139	0,121	0,110	0,156	0,163
INCEN POR AVION	29,376	29,004	30,196	30,093	25,793	20,957	22,380	14,013	12,037	11,382	22,523	24,086
F O PASAJE	0,752	0,750	0,730	0,708	0,738	0,689	0,714	0,722	0,694	0,686	0,718	0,718
F O CARGA	0,735	0,684	0,650	0,708	0,689	0,613	0,672	0,736	0,775		0,696	0,689
PKT / ACTIVO TOTAL	10,011	9,423	9,083	9,399	9,327	8,561	10,170	10,941	10,948	9,875	9,774	9,649
TKT / ACTIVO TOTAL	0,225	0,194	0,191	0,204	0,207	0,204	0,254	0,297	0,291	0,000	0,207	0,206
DESPAS	15,134	14,045	14,935	17,077	14,379	15,833	13,685	12,498	13,532	12,897	14,402	14,212
DESCAR	0,372	0,401	0,457	0,370	0,402	0,519	0,397	0,297	0,237		0,384	0,397
BOOK TO MARKET	0,592	0,590	0,906	1,020								
AKO/AVION	396,48	376,81	379,49	406,02	341,45	293,79	279,25	198,20	195,52	182,65	304,97	317,62
AKO/AT	13,31	12,57	12,44	13,28	12,64	12,43	14,23	15,15	15,78	14,39	13,62	13,29

Cuadro 13.2.

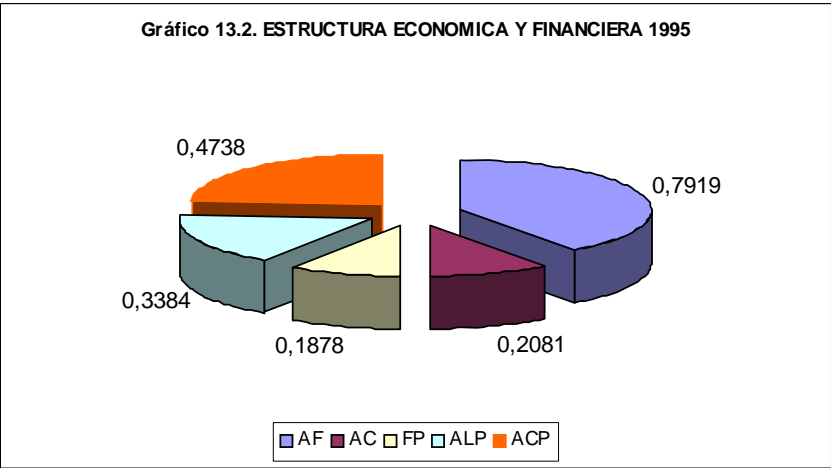
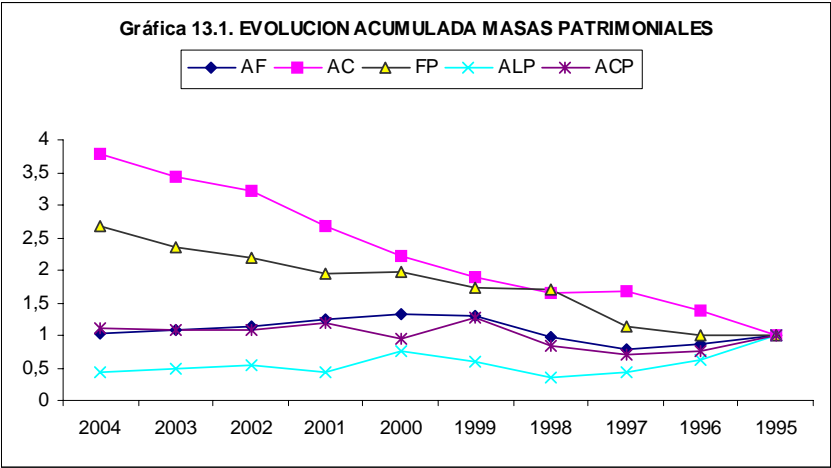
Composición de la estructura económico financiera de Iberia, para el periodo comprendido entre 1995 y 2004, ambos inclusive. Las variables están descritas en el cuadro 11.1.

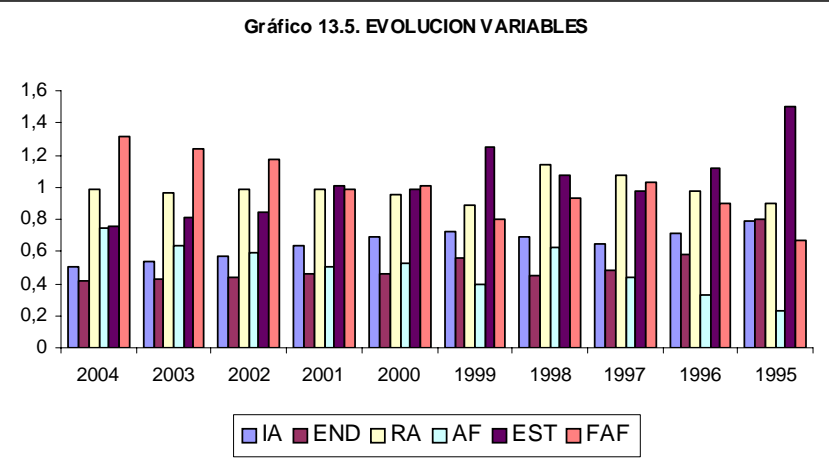
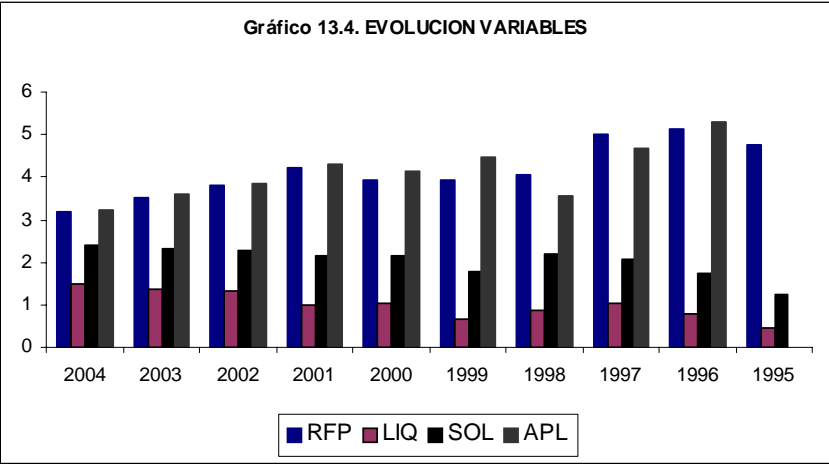
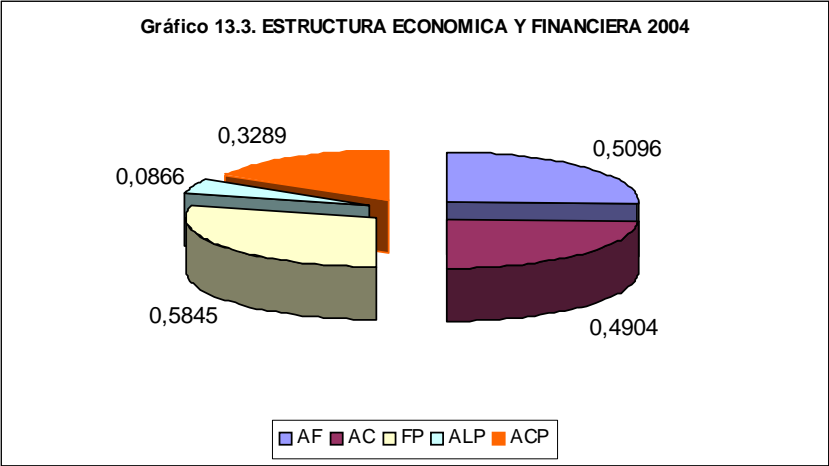
AÑO	AF	AC	FP	ALP	RP	ACP
2004	0,5096	0,4904	0,5845	0,0866	0,6711	0,3289
2003	0,5424	0,4576	0,5684	0,1006	0,6689	0,3311
2002	0,5712	0,4288	0,5585	0,1144	0,6729	0,3271
2001	0,6396	0,3604	0,5387	0,0926	0,6313	0,3687
2000	0,6951	0,3049	0,5375	0,1668	0,7044	0,2956
1999	0,7199	0,2801	0,4378	0,1402	0,5780	0,4220
1998	0,6954	0,3046	0,5476	0,1001	0,6477	0,3523
1997	0,6455	0,3545	0,5125	0,1504	0,6629	0,3371
1996	0,7088	0,2912	0,4241	0,2106	0,6348	0,3652
1995	0,7919	0,2081	0,1878	0,3384	0,5262	0,4738

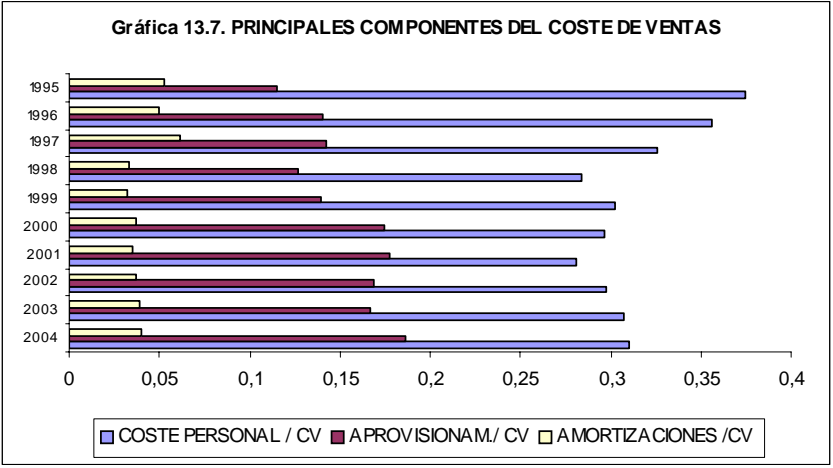
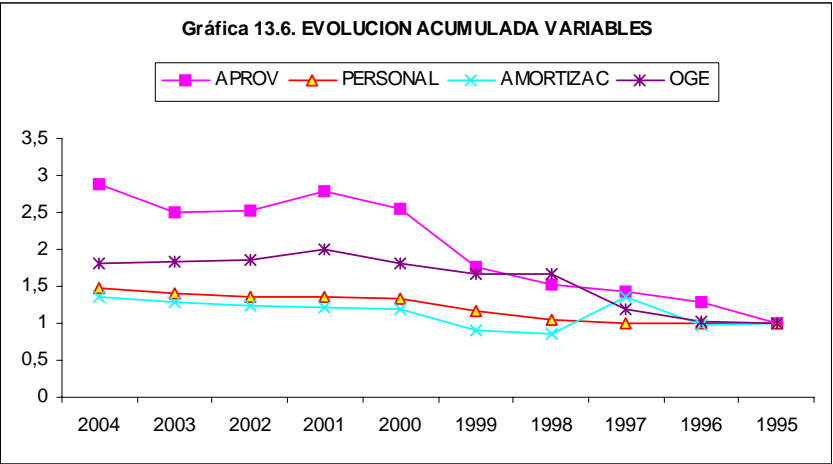
Gráfica 12.1. DISTRIBUCIÓN DE LA PROPIEDAD DE IBERIA

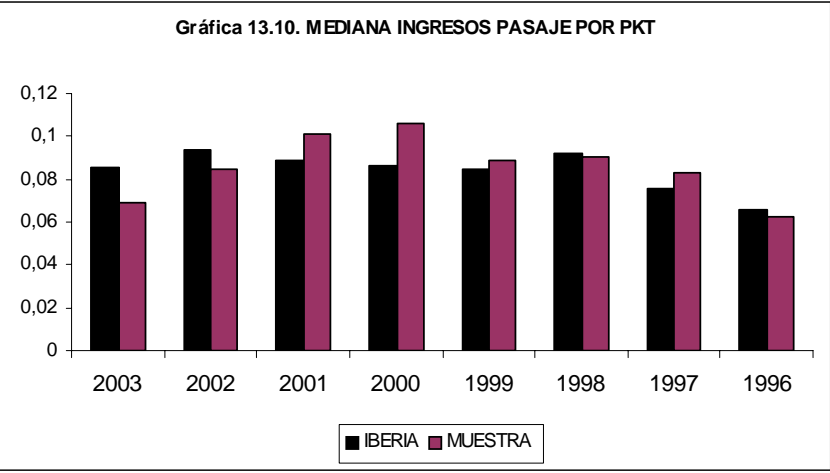
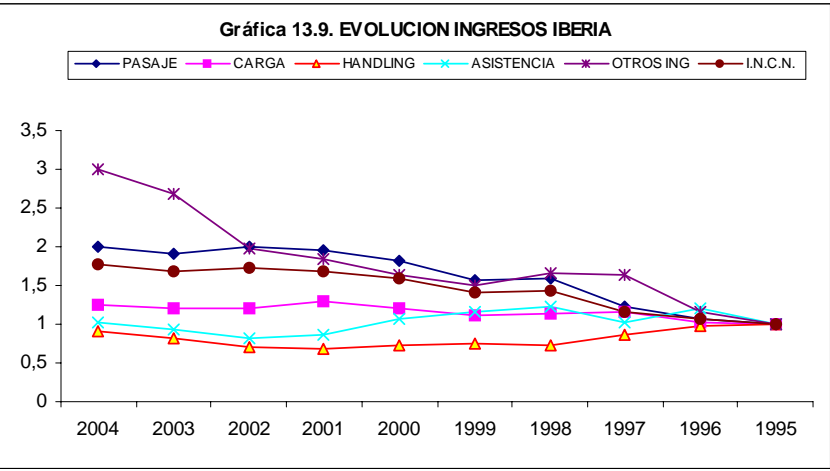
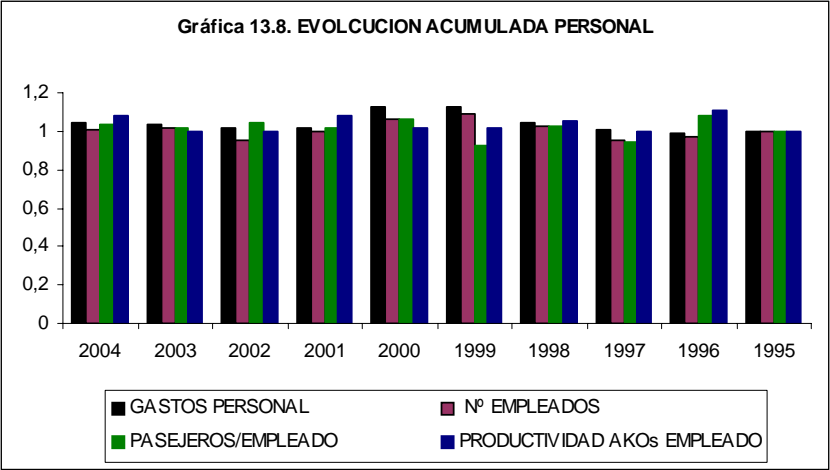


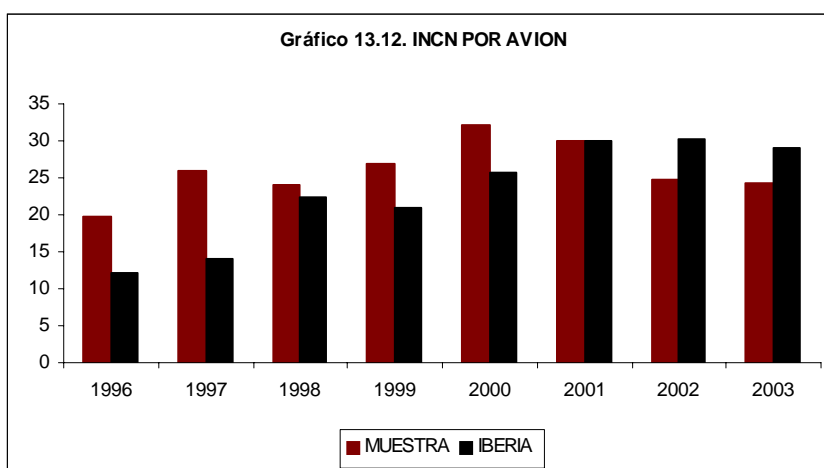
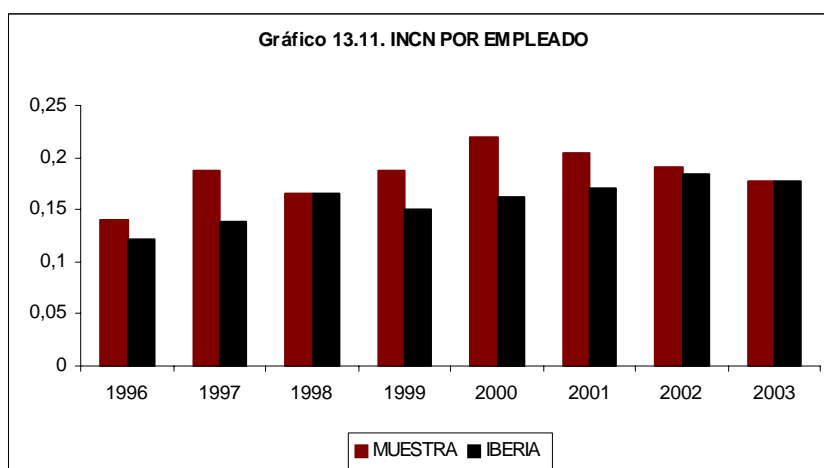
FREE FLOAT	CAJAMADRID
BRITISH AIRWAYS Y AMERICAN AIRLINES	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA, S.A.
LOGISTA	CORPORACION FINANCIERA DE GALICIA, S.A.
EL CORTE INGLÉS	SDAD. ESTATAL PARTICIPACIONES INDUSTRIALES (SEPI)
IBERCAJA	CAJA CASTILLA LA MANCHA
UNICAJA	CAJA DE AHORROS Y MONTE DE PIEDAD DE HUELVA Y SEVILLA

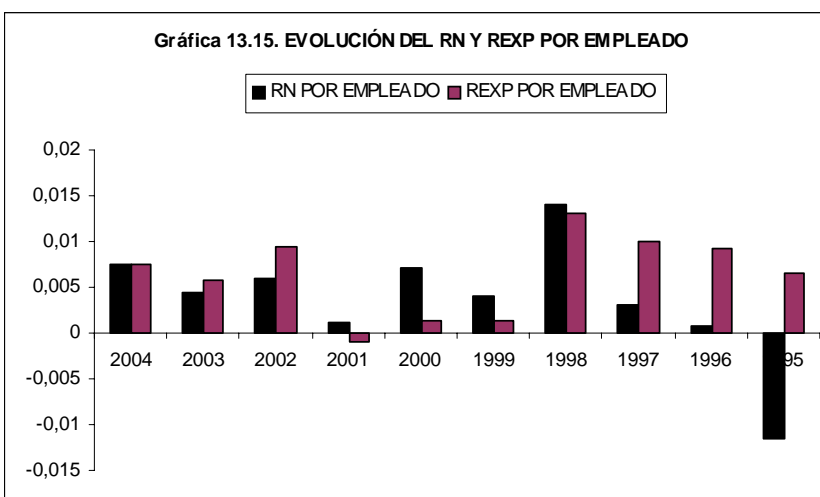
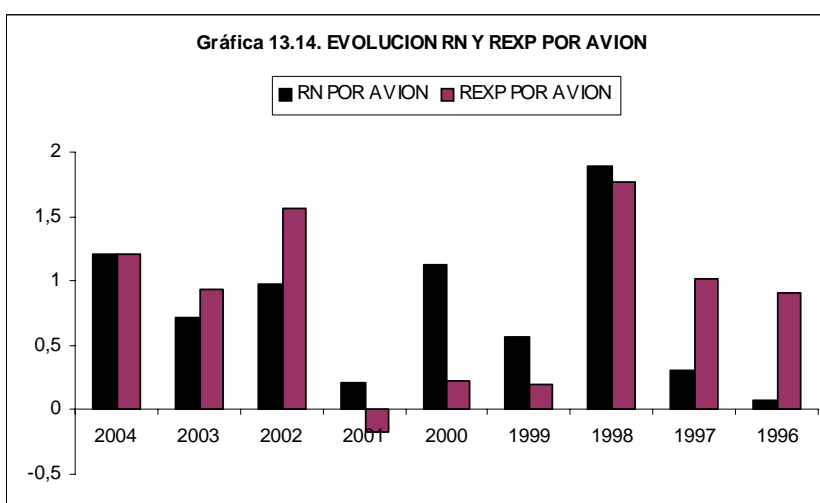
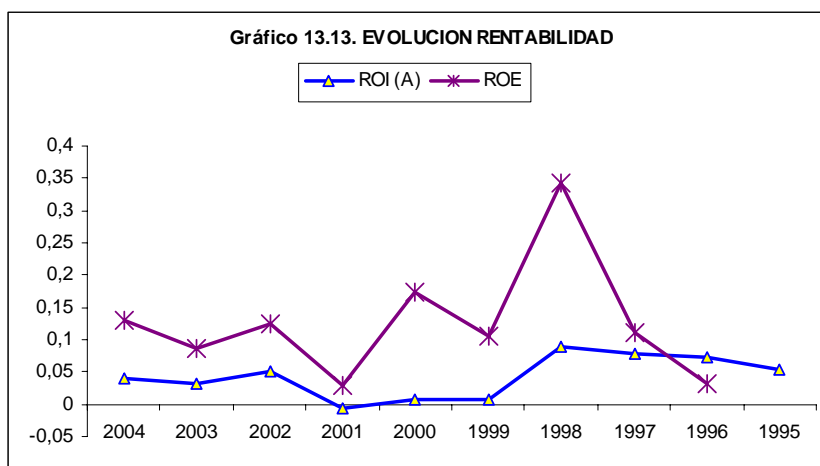


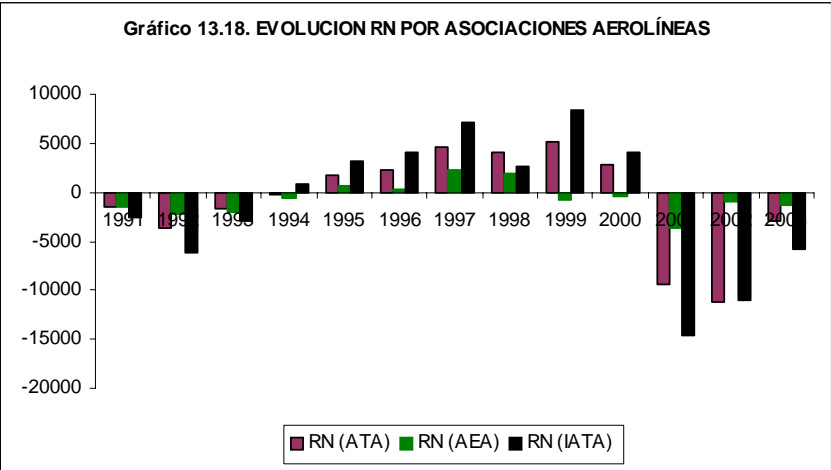
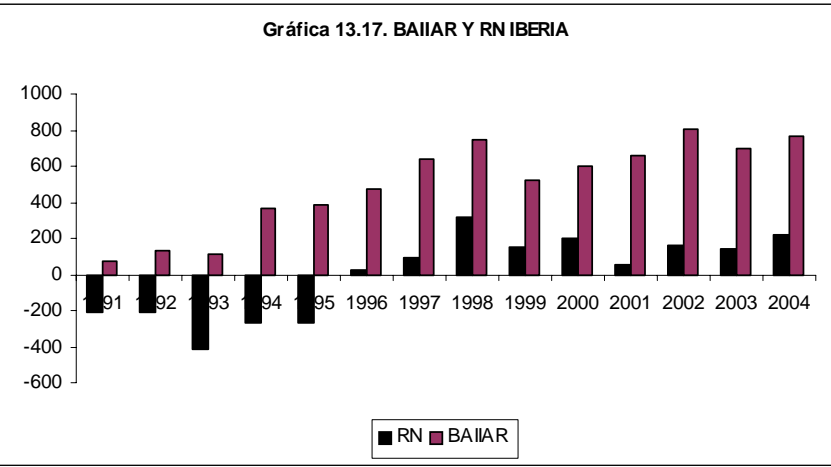
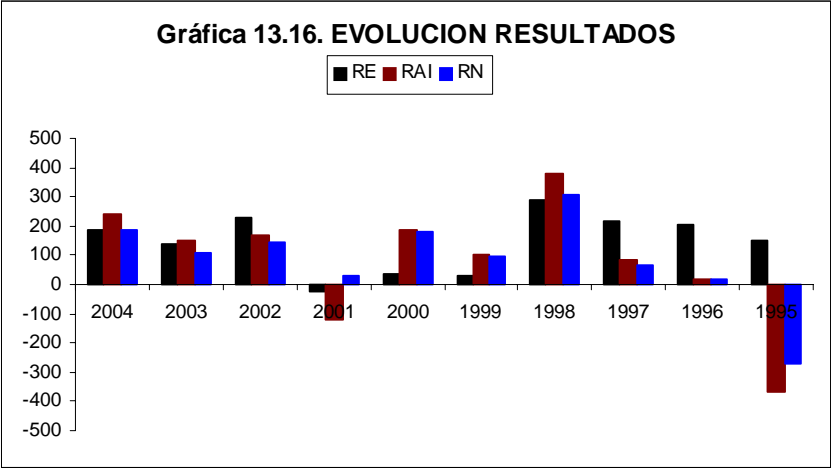


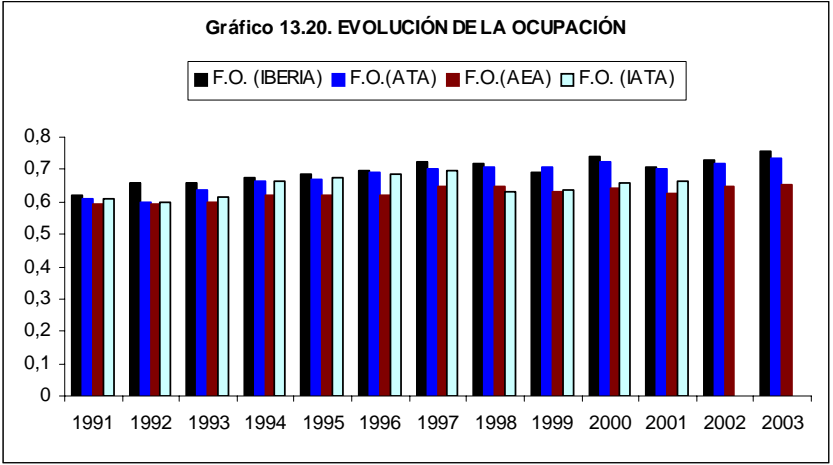
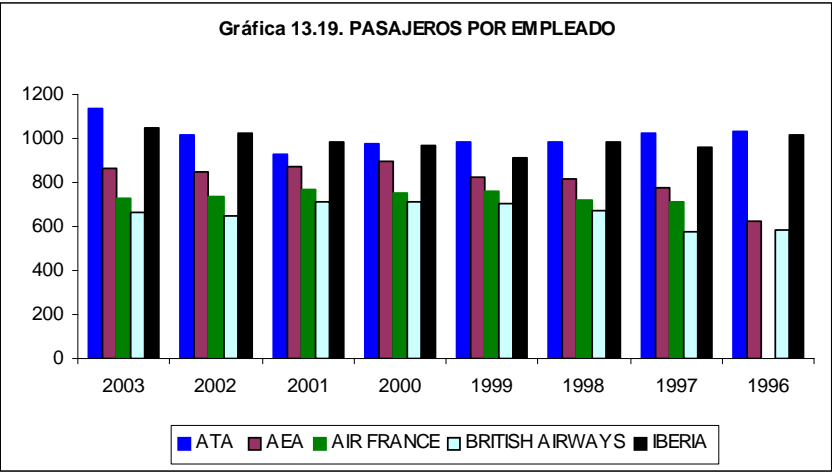


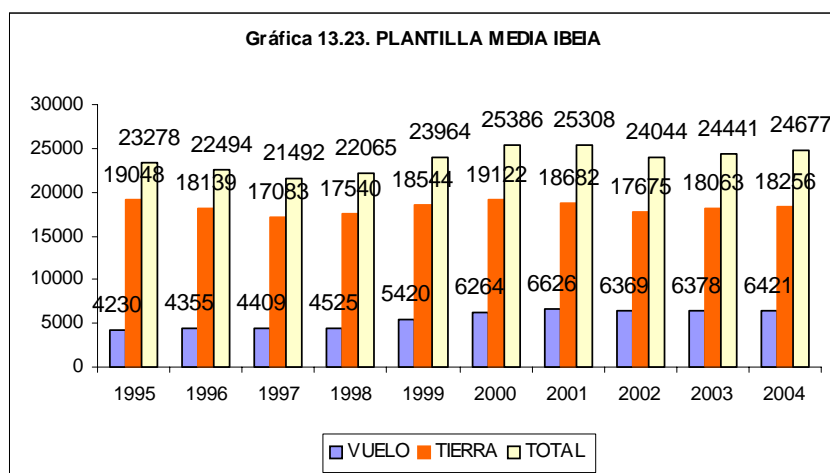
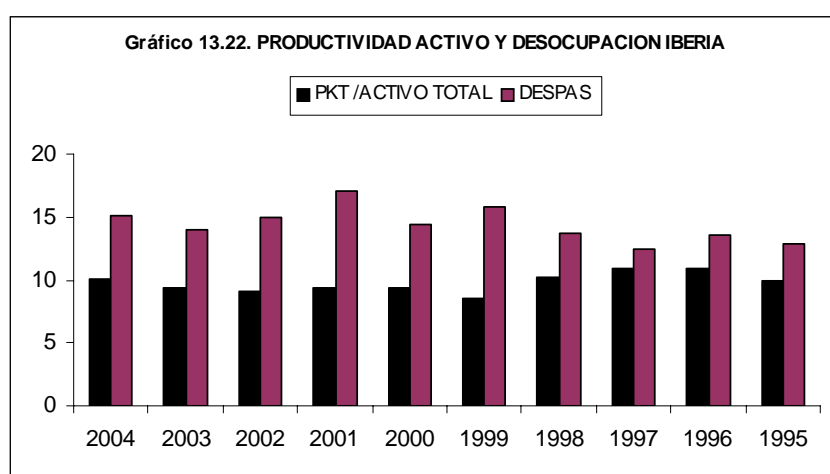
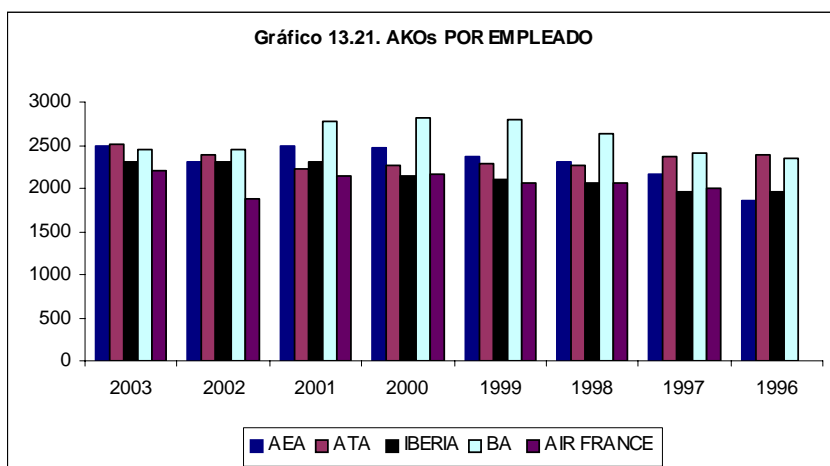


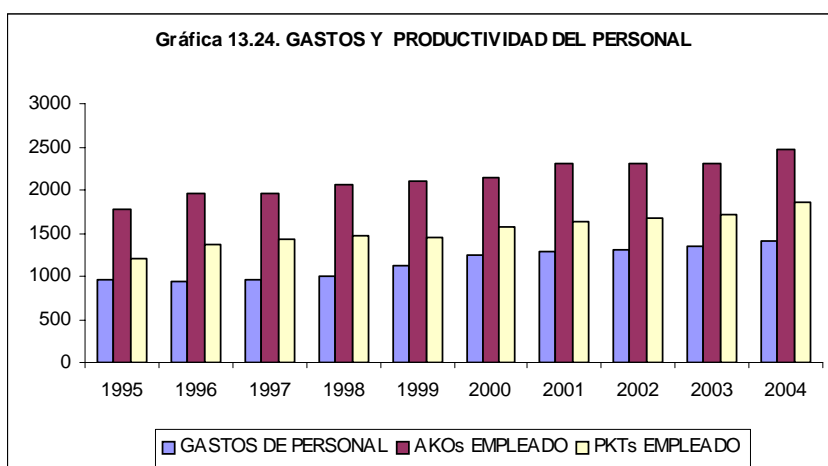












Cuadro 13.3.

Evolución y composición de la flota de Iberia desde 1996 hasta 2004.

TIPO/ AÑO	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
B727	40	28	25	23	9				
B737	20	22	9		3				
B747	13	14	7	7	10	9	8	6	5
B757	8	8	8	15	24	18	19	17	13
B767				2	2				
A300	6	6	6	6	6	5			
A310	3	2							
A319					4	4	4	4	6
A320	22	22	22	32	43	52	55	56	58
A321				2	2	4	5	7	10

A340	4	6	8	9	12	15	18	18	24
DC8	3	3							
DC9	34	35	25	18	7				
DC10	9	4	4	5					
MD81	2	4							
MD83	3								
MD87	24	24	24	24	24	24	24	24	24
MD88	19	19	13	13	13	13	13	14	14
CN235	10	7	3	5					
ATR72	6	9	9	11					
TOTAL	226	213	163	172	159	144	146	146	154
HB/ Avión /día	7,2	7,3	7,3	7,3	7,4	8,46	8,78	8,78	9,1
PASAJ/ AVION	101	97	133	128	154	173	169	172	173
% ACTIVO FIJO	42,5	39,3	40,34	46,6	47	43,7	35	25,2	29,5
% ACTIVO TOTAL	29,3	24,7	27,65	32,5	31,4	27,1	19	13,2	14,6

