

La multinacionalización de las empresas privatizadas: las principales multinacionales españolas

(Recibido: julio/04aprobado: noviembre/04)

*Juan José Durán Herrera**

Resumen

Las privatizaciones han ampliado el ámbito de la empresa multinacional tanto a nivel de los sectores involucrados (energía, comunicaciones, transportes, industrias básicas) como en su dimensión geográfica ya que ha permitido no solo una mayor integración internacional de sectores muy regulados (escasamente internacionalizados) sino que además y de manera especial, ha dirigido inversión directa extranjera hacia países menos desarrollados (América Latina, Europa central y del este y, en menor medida, países asiáticos). En este contexto la empresa multinacional española de gran tamaño se caracteriza por haber seguido un proceso de privatización y haber realizado gran parte de su expansión, especialmente iberoamericana, a través de adquisiciones de empresas también privatizadas en los países de destino de la inversión. Estas empresas han internacionalizado también, su estructura financiera.

Palabras clave: privatización, empresas multinacionales, fusiones y adquisiciones transfronterizas.

Clasificación: JEL: L16, L30.

* Profesor del Centro Internacional Carlos V, Universidad Autónoma de Madrid (marina.herrero@uam.es).

Introducción

La estructura de propiedad de una empresa es relevante si admitimos que condiciona el establecimiento de sus objetivos, la toma de decisiones y el gobierno corporativo. Con la privatización se transfieren derechos de propiedad de empresas de propiedad estatal al sector privado, pudiéndose modificar, en consecuencia, la estructura de incentivos y la naturaleza de las relaciones de agencia.

En una empresa pública el principal (el gobierno) puede priorizar objetivos distintos al de maximización del beneficio económico que, como comportamiento a largo plazo, ha de perseguir la empresa privada para actuar de acuerdo a los intereses de los accionistas. En uno y otro caso los agentes son los directivos, que pueden ser cambiados con la privatización.

Para las empresas de propiedad estatal no existe un mercado financiero que pueda contribuir a la alineación de los intereses de los directivos y del gobierno. Este control es realizado por los correspondientes departamentos del Estado y, en última instancia, por el parlamento del país. La incidencia (y percepción de los agentes) del nivel de endeudamiento, del riesgo y solvencia financiera y del potencial de quiebra es diferente si se habla de una empresa de propiedad estatal o de una empresa privada.

El proceso de privatizaciones que prácticamente se ha venido produciendo a escala internacional, desde mediados de la década de los ochenta, hay que enmarcarlo en un contexto caracterizado por la liberalización económica (desregulación de los mercados y fomento de la competencia). Una de las principales características de este periodo ha sido las privatizaciones de empresas que desarrollan su actividad en sectores regulados: telecomunicaciones, aerolíneas, gas, agua, electricidad. También la desregulación de otros sectores como banca y seguros, han permitido la internacionalización de la empresa especialmente a través de la inversión directa en el exterior. En consecuencia y desde una perspectiva gradualista se puede señalar que una de las características de la década de los noventa ha sido la multinacionalización de las empresas de servicios públicos (*public utilities*).

La privatización de los servicios públicos puede ser vista, en primera instancia, como una cuestión de propiedad y no de control si se admite la necesidad de establecer reglas de funcionamiento sobre su prestación (provisión de los servicios en calidad y condiciones de seguridad). El control de los servicios públicos puede ejercerse políticamente, bien de forma directa a través de la propiedad (del gobierno) o de manera indirecta mediante la regulación. Las privatizaciones y la liberalización en un contexto de competencia puede mejorar la eficiencia y demandar una regulación eficaz (Vickess y Yarrow, 1991). En este sentido y desde el punto

de vista de la eficiencia, la privatización puede ser una condición necesaria pero no suficiente (Newbery, 1997) ya que es el grado de competencia del mercado más que la propiedad de la empresa la que va a determinar el grado de eficiencia.

Tradicionalmente se había aceptado que el Estado debería ser propietario (o mantener un estrecho control) de determinadas ramas de actividad, entre las que cabe destacar: telecomunicaciones y correos, electricidad y gas, transporte aéreo y ferrocarril, industrias relacionadas con la defensa nacional, acero.¹ En este sentido se argumenta que ante la existencia de economías de escala y de gama o alcance, de externalidades y de barreras de entrada (por ejemplo, político-legales) la propiedad estatal puede ser preferible a la titularidad privada (Vickers y Yarrow, 1998). Ahora bien, en economías abiertas y competitivas el progreso tecnológico permite argumentar lo contrario. Así el efecto de la regulación y de la titularidad de la propiedad en la eficiencia de la empresa depende de que esta actúe en sectores competitivos o no (Vickers y Yarrow, 1991).

Dado un sistema de incentivos se acepta que en general la empresa privada es más eficiente que la de propiedad estatal (Megginson y Setter, 2001), ya que muestra mejores indicadores de performance operativo y financiero (Dewenter y Malatesta, 2001; D'souza y Megginson, 2000).

Durante el periodo 1977-1999 se han registrado 2459 casos de privatizaciones en 121 países, cuyo valor asciende aproximadamente a 1,1 billones de dólares (Megginson y Netter, 2001). Ahora bien, en pocas ocasiones el gobierno ha transferido totalmente la propiedad y el control de las empresas de propiedad estatal. Así, en el periodo citado (1977-1999) de un total de 617 empresas privatizadas analizadas (Bertolli *et al.* 2003) solo en 30% de los casos se vendió la mayoría de las acciones, lo que nunca ocurrió en 11 de los 76 países privatizadores estudiados. En algunos países (España, Bélgica, Francia) en los que se ha privatizado la mayoría del capital de algunas empresas (de servicios públicos) consideradas estratégicas el gobierno se ha reservado la denominada *golden share* que, en determinadas circunstancias le concede el derecho de veto. Es decir, se puede señalar que la evidencia empírica indica que las privatizaciones han sido, en gran medida, parciales e incompletas, lo que permite mantener cierto poder, directo o indirecto, en manos del gobierno. Este poder se puede manifestar en la

¹ Muchas empresas han llegado a ser de propiedad estatal por motivos ideológicos, expropiándolas del sector privado o creándolas nuevas. También han servido como instrumentos de desarrollo industrial o para hacer frente a problemas sociales (empleo) y económicos. En ocasiones presiones de grandes grupos de interés propietarios de empresas en dificultades han facilitado la transferencia de los derechos de propiedad de estas al sector público.

² En la gráfica 1 lo hemos realizado a raíz de la evidencia disponible (Kobrin, 1984; Kennedy, 1992; UNCTAD,

influencia en el nombramiento de la dirección de la empresa y en la orientación en las decisiones sobre futuras transferencias de propiedad (por ejemplo en favor de inversores extranjeros).

El proceso privatizador a nivel internacional está relacionado, de manera significativa, con el nivel de déficit público de los países, con el grado de desarrollo (y liquidez) de los mercados de capitales domésticos, con la ideología de los gobiernos y con el desarrollo institucional (Bortolotti *et al.* 2003). En mercados financieros desarrollados y líquidos, por su capacidad de absorción es más fácil que los ingresos por la privatización se correspondan con el valor total de la empresa privatizadas ya que no existirá la necesidad de aplicar descuentos como suele ser normal en mercados menos profundos y líquidos. Asimismo se privatiza menos en democracias menos avanzadas y en economías menos desarrolladas. En el estudio de Jones *et al.* (1999) se analizan 137 privatizaciones en 34 países cuyo precio fue menor (underpriced) a su valor estimado, encontrándose que esta opción estaba relacionada con la necesidad de los gobiernos de alcanzar apoyo político doméstico a sus decisiones.

De otra parte en países de tradición civil law (en comparación con los de *common law*) la protección del inversor es menor (y mayor la del acreedor) y los mercados de capitales tienen menos relevancia que las instituciones crediticias (La Porta *et al.*, 1997, 1998). Ello puede explicar el por qué se han realizado menos privatizaciones en los países de tradición de civil law (Bartolli, *et al.*, 2001).

Alguna evidencia empírica sobre el papel de las privatizaciones en la internacionalización de la empresa, concretamente en la inversión directa en el exterior, puede encontrarse en los datos sobre la venta de las empresas privatizadas a inversores extranjeros, en el informe anual de UNCTAD (2001) y en el caso de América Latina en CEPAL (2001). En este sentido y en lo relativo a los países de Europa central y del este se han dedicado dos números monográficos en la revista *Transnacional Corporations*.

En este trabajo comentaremos el potencial de las privatizaciones en el ámbito de la internacionalización de la empresa. Para posteriormente analizar la relevancia de aquellas en la dinámica de la inversión directa extranjera. Para ello, en primer lugar, nos vamos a referir a las expropiaciones de inversiones extranjeras realizadas en el periodo 1960-1985 por motivos estrictamente políticos, en donde los denominados servicios públicos ocupan un destacado papel. A continuación se apunta el nuevo entorno que ha ido surgiendo en las dos últimas décadas para, posteriormente, señalar la relación existente entre privatizaciones y multinacionalización de la empresa y, por último, referirnos al caso español, apoyándonos en observaciones empíricas.

1. Expropiación y privatización: dos caras de la misma moneda

Como antecedentes al proceso actual de privatizaciones en el contexto internacional se puede mencionar las decisiones de “desnacionalización” en Alemania en 1961 (Roger Noll, 2000) mediante la venta de acciones de empresas de propiedad estatal a pequeños inversores (de Volkswagen, entre otras). Posteriormente se pueden citar las privatizaciones de empresa chilenas en 1974-75, que siguieron al golpe de Estado de Pinochet y como reacción a las nacionalizaciones previas realizadas en el periodo 1970-73 como consecuencia de la aplicación del correspondiente programa electoral del Presidente Allende. También podemos referirnos al Reino Unido que con las privatizaciones de 1979 se inicia el proceso de práctica generalización de este fenómeno a escala internacional. Actualmente este proceso abarca a más de un centenar de países (Megginson y Netter, 2001, Mahboobi, 2000)

Son varias las razones por las que se han venido creando empresas públicas (de propiedad de las administraciones públicas, gestionadas y controladas por el gobierno): falta de capital privado en etapas de autarquía y de poca apertura exterior; desarrolla subsidiariamente acciones complementarias para la economía privada: hacer frente a situaciones de crisis de la economía (a nivel de grandes empresas, o de sectores industriales): por razones ideológicas y de oportunidad política (expropiaciones y nacionalizaciones).

En la Gráfica 1 se refleja el comportamiento que ha venido mostrando las expropiaciones entendidas como toma de propiedad por parte de un Estado de una filial (inversión directa extranjera). Este proceso fue especialmente relevante desde finales de la década de los sesenta hasta comienzos de los ochenta y, en gran medida, recoge los efectos de la etapa de descolonización de la inmensa mayoría de los países expropiadores. Las expropiaciones pueden ser selectivas si se concretan en uno o mas sectores elegidos por los gobiernos o masivas cuando se generalizan prácticamente al conjunto de la inversión directa extranjera recibida por el país.² En este sentido 28 países menos desarrollados contabilizaron dos tercios del total de expropiaciones (Kobrin, 1984) y en conjunto abarcaron un amplio abanico de sectores (ver Cuadro 1).

En este mismo sentido hay que destacar que en Europa, después de la Segunda Guerra Mundial, se produjeron nacionalizaciones de empresas relevantes, pasando del ámbito privado al de propiedad estatal. Es decir, los mismos sectores que en los años

1993, 1998, 2003).

³ Como expropiación significativa y de trascendencia hay que mencionar el caso de los yacimientos de petróleo

cuarenta se nacionalizaron en el continente europeo en pro de la eficiencia se comenzaron a privatizar a partir de los ochenta persiguiendo teóricamente el mismo objetivo.³ En uno y otro caso la mayoría de los sectores expropiados son los protagonistas de las inversiones directas en el exterior y de las privatizaciones de la década de los noventa: energía, telecomunicaciones, banca y seguros, transporte, etc.

En la Gráfica 1 también se puede apreciar la creciente convergencia entre los países de las legislaciones (favorables) sobre inversión directa extranjera. Ello se ve,

Cuadro 1
Número de empresas expropiadas por tipo y por sectores,
1960-1980

<i>Sector</i>	<i>Expropiación masiva</i> 28 países	<i>Expropiación selectiva</i> 95 países
Oil business	49	129
Extracción de metales o minerales	39	53
Energía	16	22
Comunicaciones	7	10
Transporte	15	16
Bancos	260	27
Seguros	71	17
Comercio	95	8
Manufacturas	248	36

Fuente: Adaptado de Kennedy (1993).

además, reforzado si tenemos en cuenta el número de convenios para evitar la doble imposición internacional así como el número de acuerdos bilaterales de promoción y protección recíproca de inversiones se situaron en 2002 respectivamente en 2.256 y 2.181 convenios (UNCTAD, 2003). En paralelo hay que mencionar también el creciente aumento del número de países menos desarrollados que disponen de instituciones de defensa de la competencia, encontrándose en la actualidad en 93, casi 50% del número de países existentes. En este mismo sentido cabe citar que 154 países poseen agencias de promoción de inversiones o equivalentes (UNCTAD, 2003: 29). Adicionalmente a este sistema compuesto por las legislaciones nacionales, los tratados bilaterales, y los acuerdos regionales y multilaterales hay que tener en cuenta, especialmente, la

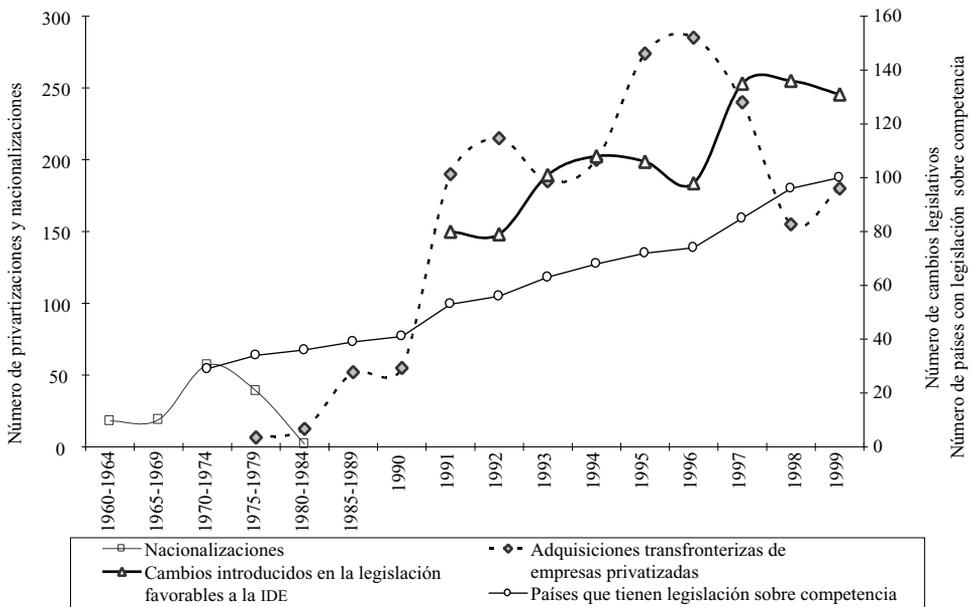
en México en el año 1938. Obviamente tampoco hay que olvidar las nacionalizaciones y expropiaciones realizadas en la antigua Unión Soviética y países de su órbita.

⁴ La empresa estadounidense ITT explotaba las telecomunicaciones en varios países de Europa (Alemania,

aceptación por parte de un gran número de países de someter al arbitrio internacional las discrepancias o disputas relativas a inversiones directas en el exterior. En este sentido hay que citar, entre otros, el Tribunal de la Cámara de Comercio Internacional y especialmente el Centro Internacional para la Solución de Diferencias en Inversiones (International Center of Settlement of Investments Disputes, ICSID) del Banco Mundial. El objetivo de esta institución es “proporcionar un foro para la solución de conflictos en un marco que, en particular, trata de despolitizar las disputas sobre la inversión”. En la actualidad en torno a 130 países han firmado la convención ICSID. Hoy día puede decirse que el riesgo más claro a que se enfrentan las empresas multinacionales es el derivado de los cambios legislativos o su aplicación discriminatoria en función del sector o nacionalidad de la empresa multinacional.

Los progresos tecnológicos (haciendo desaparecer las justificaciones de monopolio natural de algunas actividades, transformando sectores y apareciendo nuevas áreas de actividad), los cambios institucionales (desregulación de las econo-

Gráfica 1
Nacionalizaciones, privatizaciones internacional y cambios legislativos sobre inversión directa



Fuente: Elaboración propia.

mías, proliferación de acuerdos bilaterales, regionales y multilaterales) y la mayor interdependencia internacional fundamentan la privatización de empresas de propiedad estatal en sectores que en la economía de nuestros días su valor estratégico es precisamente motor de la internacionalización y, más todavía, en actividades que no tenían dicha connotación. Adicionalmente no hay que olvidar el impacto que en las expectativas (y estado de ánimo empresarial) ha tenido el triunfo de la economía descentralizada o de mercado a raíz de la caída del muro de Berlín y posterior desmantelamiento de la antigua Unión Soviética. Estos hechos obviamente se han concretado en sendos procesos de privatizaciones en las denominadas economías de transición. Asimismo, y de manera complementaria, hay que observar la relación directa que las privatizaciones han tenido con los objetivos primarios que los gobiernos, con mayor o menor ponderación, han pretendido: mejorar las cuentas públicas, aumentar la inversión, conseguir una mayor calidad de los servicios, obtener una cuentas con el exterior más positivas (mejorar el comercio exterior, atraer inversión extranjera, etc.).

Los sectores relevantes en las privatizaciones desde finales de la década de los ochenta y especialmente en los noventa han sido aquellos que también han mostrado un mayor dinamismo en los procesos de internacionalización de la empresa, fundamentalmente a través de la inversión directa extranjera, alianzas estratégicas (sociedades conjuntas, convenios y acuerdos de cooperación). Nuevamente hay que subrayar los siguientes: telecomunicaciones, energía eléctrica, gas, agua, transporte aéreo y banca. También habría que añadir el ámbito de los recursos naturales, petróleo y minería. Estos sectores son los que básicamente habían sido nacionalizados en épocas previas, sometidos a fuertes restricciones o prohibiciones a que fueran participadas por el capital extranjero.

Las privatizaciones tienen lugar a través de diferentes métodos o procedimientos: venta privada de acciones (a inversores nacionales o extranjeros), oferta pública de venta de acciones (mercados domésticos, mercados exteriores), venta a empleados y directivos, liquidación y enagenación subsiguiente de activos. El grado de transparencia, de independencia y de competitividad de los procesos de privatizaciones suele estar asociado con los costes de negociación, con el potencial de corrupción y, en definitiva, con la eficiencia.

2. El impacto en las privatizaciones en el desarrollo de la inversión directa en el exterior

La existencia de una relación sistemática entre el grado de multinacionalización de las empresas de una economía (medida por las entradas y salidas de inversión directa) y su nivel de desarrollo económico permite establecer una senda de desarrollo internacional

de la inversión (IDP) (Dunning, 1993; Dunning y Narula, 1996). Esta senda establece cinco fases: las tres primeras que agrupa a los países menos desarrollados y las dos últimas a los más avanzados. El primer grupo es receptor neto de inversión directa, respondiendo el tipo de inversión recibida a factores específicos de localización de los países. A los tipos de sectores típicos de entrada de inversión directa en los países de las tres primeras fases, que respectivamente serían: recursos naturales, sectores poco diferenciados e intensivos en capital y sectores diferenciados (Ozawa, 1996, Narula y Dunning, 1998), habría que añadir, en la década de los noventa, los de servicios públicos y tecnologías de la información (Durán, 2002). Los países de la tercera fase serán los típicamente denominados emergentes, cuyos niveles de inversión directa en el exterior son relevantes y en algunos casos adquieren tasas continuadas de crecimiento que les van aproximando a los países que pertenecen a la fase cuarta del ciclo internacional de la inversión directa.

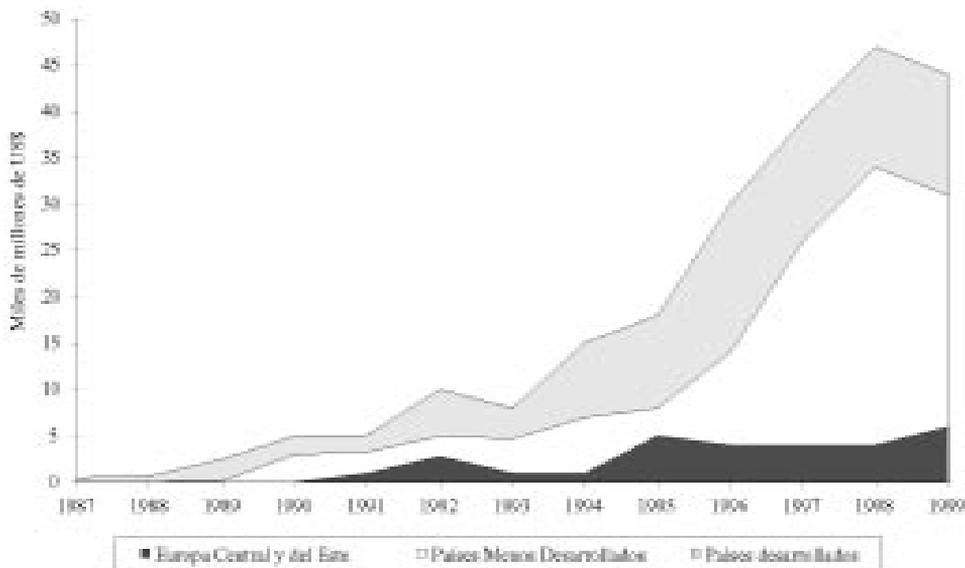
Los países de la cuarta etapa se caracterizan, a partir de un determinado nivel de PIB per cápita, por haber desencadenado un crecimiento exponencial de su salida de inversión directa. En general estos países muestran un comportamiento heterogéneo en la entrada de inversión directa. En consecuencia su posición neta (diferencia entre salida y entrada de inversión) puede ser tanto positiva como negativa (Durán y Úbeda, 2003). Por último los países pertenecientes a la quinta fase tienden a situaciones inestables, entorno a cero. Estadísticamente no hay diferencias significativas en la entrada de inversión directa entre los países de la cuarta y quinta etapa. Los primeros poseen una menor dotación de activos intensivos en conocimiento lo que les proporciona una menor capacidad para emitir inversión hacia el exterior (Narula, 1996; Durán y Úbeda, 2001).

En la Gráfica 2 se puede apreciar la relevancia de las adquisiciones transfronterizas debidas a las privatizaciones de empresas, en el periodo 1987-1999, en el se produce una fuerte aceleración del fenómeno en la segunda mitad de los noventa. La distribución del valor de las compras internacionales de empresas privatizadas, según el país vendedor, agrupándose dicha cuantía en dos subperiodos (1987-1995 y 1996-1999), se recoge en el Cuadro 2. Así, en el subperiodo 1987-1995 las primeras posiciones las ocupan Australia y Suecia seguidas de Argentina y Perú, mientras que en el subperiodo 1996-1999 el mayor valor de las empresas privatizadas vendidas a inversores extranjeros lo contabilizan Brasil, Argentina, Australia y Alemania. En realidad es el peso de las privatizaciones de este segundo subperiodo que configura la ordenación de países vendedores para toda la etapa comprendida entre 1987 y 1999. España como país vendedor ocupa el lugar 12 en el total del periodo, desplazándose al puesto 16 en 1987-1995 y al número 10 en 1996-1999.

En el Cuadro 2 hemos calculado el peso que tiene la venta de empresas priva-

tizadas a inversores extranjeros en el total de inversión directa exterior recibida por cada país. Así en primer lugar hay que resaltar que mientras que en el periodo 1987-1990 las privatizaciones que han dado lugar a IDE representan algo más de 3.9% las correspondientes a la década de los noventa explican más de 96% del periodo 1987-1999. Asimismo, teniendo en cuenta la clasificación por países realizada con datos del año 2000 (Durán y Úbeda, 2003), se observa que los países más avanzados han vendido a empresas extranjeras 47.13% y 39.11% respectivamente del valor de las

Gráfica 2
Valor de las adquisiciones transnacionales
de empresas privatizadas según regiones, 1987-1999
(millones de dólares)



Fuente: UNCTAD (2000: 132).

empresas privatizadas adquiridas por empresas multinacionales en los periodos 1987-90 y 1991-99 respectivamente.

En relación con las privatizaciones realizadas por los LDC y adquiridas por inversores extranjeros, que en la década de los noventa suponían en torno al 60% del total mundial, su incidencia sobre el desarrollo según la IDP ha sido desigual.

Así, como puede apreciarse en el Cuadro 2 los países que han pasado de la fase dos a la tres explican más de 42% de las privatizaciones adquiridas por empresas multinacionales, básicamente localizadas en países desarrollados. Sin embargo algunos países de la fase segunda que, han realizado programas de privatizaciones de considerable cuantía (Venezuela, Perú, Colombia y Rumania) permanecen en la misma fase de desarrollo, es decir, las privatizaciones no les han facilitado avanzar hacia una etapa superior. Asimismo puede observarse como en un considerable número de países las privatizaciones suman más del 40% de la inversión directa extranjera recibida y en ocasiones casi toda (Bulgaria 83%). En algunos casos ayuda a explicar el avance en el desarrollo de la IDP, pasando de la fase dos a la tres (Argentina, Brasil, Polonia, Filipinas, Hungría y República Checa). También cabe resaltar la relevancia de las privatizaciones en el caso de Australia. En cambio en los países de la etapa una y dos, las privatizaciones suman una alta proporción de la inversión directa recibida, lo que en su conjunto no ha dinamizado suficientemente el crecimiento como para situarse en una fase más avanzada.

Ahora bien en el caso español, un volumen considerable de inversión directa en el exterior ha sido realizado por empresas privatizadas, que actualmente forman parte de las grandes multinacionales del país (Telefónica, Repsol-YPF, Endesa, etc.). El grado de concentración de la inversión directa española en el exterior, especialmente en Brasil, Argentina, Perú, México, etc, confirma que este fenómeno ha contribuido a que España pase a formar parte de la cuarta fase de la IDP, es decir, el proceso de privatizaciones y la internacionalización de las empresas privatizadas de servicios públicos explica el mayor nivel de desarrollo económico logrado por la economía española. Estas empresas han demostrado poseer ventajas competitivas en propiedad que han sido transferidas a países latinoamericanos que ofrecían ventajas de localización (Durán, 1999).

3. La multinacionalización de las empresas privatizadas

Hay empresas públicas (de propiedad estatal) que se han convertido en multinacionales, es decir, que poseen filiales en otros países y que por lo tanto han realizado inversiones directas en el exterior a lo largo de un periodo de tiempo anterior a la “generalización” del fenómeno privatizador. En este contexto hay que recordar que las legislaciones pueden exigir que cualquier empresa de propiedad de otro Estado que quiera realizar una inversión directa en un país ha de recibir autorización previa expresa bien con carácter general o en función de su cuantía o sector de aplicación. En este sentido la empresa privada, desligada del nexo político asociado a la propiedad estatal (pública), puede tener más opciones y menos costes de entrada en

Cuadro 2
Valor de las privatizaciones de empresas adquiridas por inversores
extranjeros clasificados por países y etapa de desarrollo de la
IDP 1987-1999

	1987-1900			1991-1999			Total (1987-99)
	Miles de millones de dólares	% sobre el total	% Privat./ entrada de ID	Miles de millones de dólares	% sobre el total	% Privat./ entrada de ID	
Etapa 1	0	0.00		3.4	1.60		3.4
Pakistán	0	0.00	0.0	1.1	0.52	23.4	1.1
El Salvador	0	0.00	0.0	0.9	0.42	61.2	0.9
Etapa 2	0.3	3.45		.0	9.39		20.3
Venezuela	0	0.00	0.0	5.4	2.54	26.7	5.4
Perú	0	0.00	0.0	5.2	2.44	34.6	5.1
Colombia	0.3	3.45	18.8	3.3	1.55	18.8	3.8
Rumania	0	0.00	0.0	2.4	1.13	43.5	2.4
Bolivia	0	0.00	0.0	1.7	0.80	40.6	1.7
Etapa 2 a 3	2.8	32.18		89.9	42.21		92.7
Brasil	0.1	1.15	1.6	31.7	14.88	32.3	31.9
Argentina	0.6	6.90	15.0	25.7	12.07	38.8	26.4
Polonia	0	0.00	0.0	7.5	3.52	24.0	7.5
Filipinas	0	0.00	0.0	5.2	2.44	43.1	5.3
Hungría	0.2	2.30	38.9	4.2	1.97	21.6	4.3
México	1.8	20.69	20.9	2.8	1.31	4.0	4.6
R. Checa	0	0.00		3.7	1.74	22.0	3.7
Rusia	0	0.00		2.3	1.08	12.7	2.3
Chile	0.1	1.15	3.3	2.2	1.03	6.9	2.22
Tailandia	0	0.00	0.0	2.1	0.99	7.2	1.7
África del Sur	0	0.00	0.0	1.7	0.80	19.8	19.1
Etapa 3 a 4	1.8	20.69		17.3	8.12		4.7
España	0.2	2.30	0.6	4.4	2.07	4.8	4.6
Italia	0.4	4.60	2.0	4.2	1.97	12.7	3.5
Austria	0.2	2.30	0.4	3.2	1.50	14.9	2.7
Nueva Zelanda	1	11.49	13.1	1.6	0.75	8.3	2.2
Irlanda	0	0.00	0.0	2.1	0.99	5.4	68.3
Etapa 5	2.3	26.44		66	30.99		24.3
Australia	0.4	4.60	19.3	24	11.27	38.6	9
Alemania	0.6	6.90	4.6	8.4	3.94	6.9	8.7
Bélgica	0.1	1.15	0.4	8.6	4.04	3.9	8.3
Suecia	0	0.00	0.0	8.4	3.94	6.9	5.9
Francia	0.4	4.60	1.1	5.6	2.63	2.6	4.5
Reino Unido	0.2	2.30	0.2	4.3	2.02	1.5	4.3
Holanda	0	0.00	0.0	4.4	2.07	3.1	1.8
Finlandia	0.1	1.15	4.8	1.7	0.80	12.6	1.2
Canadá	0.5	5.75	1.8	0.6	0.28	0.6	12.6
No clasificados	1	11.49		11.6	5.45		4.6
Kazakistán	0	0.00		4.7	2.21	58.2	1.8
Bulgaria	0	0.00	0.0	1.9	0.89	82.5	216.4
Total	8.2	100.00		208.2	100.00		

Fuente: Elaboración propia basado en el WIR (2000) y la base de datos de la UNCTAD.

mercados exteriores.

Asimismo, la empresa privatizada puede realizar inversiones directas en el exterior, bien adquiriendo, parcial o totalmente, otras empresas privatizadas o bien comprando empresas privadas existentes o realizando proyectos nuevos (*greenfields*). De esta manera la empresa privatizada se transforma en empresas multinacionales o si ya lo era se profundiza en dicho proceso. En este ámbito habría que incluir lógicamente a aquellas sociedades conjuntas creadas con empresas extranjeras.

La privatización mediante la oferta pública de acciones puede considerarse un método transparente y competitivo ya que facilita la valoración de la empresa por parte del mercado. Este método es asimismo adecuado en el caso de privatizaciones de empresas de gran tamaño y que requieren escasa reestructuración relativa tras su privatización. Ahora bien este método puede no ser efectivo cuando los mercados financieros están poco desarrollados. Esta circunstancia puede ser subsanada en parte si se destina una parte de las acciones o títulos equivalentes (recibos de depósitos de acciones) a mercados exteriores líquidos y eficientes que proporcionarían un valor de mercado. La suscripción de estos títulos proporcionaría credibilidad al proceso. Obviamente no todas las empresas privatizadas son susceptibles de internacionalizar su accionariado a través de este mecanismo.

Desde una perspectiva financiera la privatización de empresas (ver Cuadro 3) puede ampliar no solo el mercado doméstico sino incrementar las opciones de formación de carteras internacionales si se permite que los inversores extranjeros adquieran acciones de la empresa privatizada o si esta vende sus títulos en los mercados internacionales. Asimismo si la empresa también se endeuda en el exterior multinacionaliza las fuentes del capital financiero. Varias de las empresas privatizadas en países latinoamericanos y las empresas españolas cuyas acciones cotizan en mercados estadounidenses (NYSE, Nasdaq) lo hacen a través de recibos de depósitos de acciones: ADRs (American Depositary Receipts.)

La estructura financiera de la empresa multinacional puede ser un elemento disciplinador del comportamiento directivo. Así, no solo un incremento en el nivel de endeudamiento (nacional e internacional) puede disminuir la discrecionalidad de los directivos sino que también la colocación de acciones en mercados extranjeros podría tener el mismo efecto. En el primer caso se reduce el poder discrecional sobre los flujos de caja libres (una vez deducidos los dedicados a la financiación de proyectos rentables) y se reduce o aminora el problema de sobreinversión. La emisión (colocación de acciones internacionales) facilita la transparencia de la empresa al someterse esta a la evaluación de los mercados internacionales y si estos son eficientes a una estimación objetiva de su valor.

Desde el punto de vista financiero se ha comprobado (Boutchkova y Megginson, 2000; Henry, 2000; Perotti y Van Oijen, 2000) que las privatizaciones han aumentado la liquidez de los mercados y ha aumentado el número de accionistas en varios países, tanto minoritarios como institucionales. No sólo en los países desarrollados sino también en los países emergentes las empresas privatizadas, fundamentalmente de servicios públicos (telecomunicaciones, electricidad, agua y gas) y petrolero se encuentran entre las de mayor tamaño y valor en sus respectivos países. Es más, treinta de las 34 mayores ofertas públicas de acciones de la historia corresponden a empresas privatizadas (Butchkava y Megginson, 2000).

Para el periodo 1988-1992 (Treviño, Daniels, Arbelaez y Upadhyaya, 2002) concluyen que la liberalización de los mercados de capitales y las privatizaciones en América Latina (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México, Perú y Venezuela) se relacionan fuertemente con la entrada de inversión directa en la región. Las privatizaciones pueden ser interpretadas no solo como una opción para la IDE sino también como una señal de mejora del entorno operativo de las empresas. En los países menos desarrollados, más de dos tercios de las privatizaciones se producen mediante su venta a inversores extranjeros, (Megginson, 1999).

4. Algunas observaciones empíricas sobre el caso español (Telefónica, Repsol-ypf, Endesa

España es uno de los principales inversores en América Latina ocupando la primera o segunda posición en la mayoría de los países. Esta situación se viene manifestando desde finales de los años ochenta. Las principales empresas multinacionales en la región latinoamericana son las típicas de los servicios públicos y petróleo (fundamentalmente privatizadas) y de servicios financieros (banca y seguros), además de hoteles, manufacturas y otros. En general estas empresas generaron sus ventajas competitivas en los años ochenta, especialmente a raíz de la incorporación a la entonces Comunidad Económica Europea, y percibieron la existencia de ventajas de localización en América Latina, manifestadas en los noventa con el establecimiento nuevo de un modelo de apertura exterior. Para la empresa española representó un valor estratégico la opción latinoamericana (Durán, 1999). Es más es posible señalar que las empresas privatizadas (telecomunicaciones, energía, petróleo) pudieron financiar la generación de ventajas competitivas con las ventas monopolísticas obtenidas en

Cuadro 3
Privatizaciones, inversión directa y capital financiero internacional

<i>Adquirientes de la empresa privada</i>	<i>Efectos inmediatos</i>	<i>Expansión Internacional de la empresa privatizada</i>
1) Accionistas locales a) Minoritarios: <ul style="list-style-type: none"> • Individuales • Institucionales b) de Control: <ul style="list-style-type: none"> • Empresas Locales 	a) Ampliación mercados financieros b) Mayor concentración Sustitución del Equipo Directivo <ul style="list-style-type: none"> • Credibilidad del proceso privatizador. • Participaciones minoritarias. • Inversión Directa Extranjeras. (Filial de Empresa Multinacional) 	a) y b) Inversión Directa en el Exterior: Adquisiciones de otras empresas privatizadas. Endeudamiento Internacional a) Venta de acciones en mercados exteriores. Formación de carteras internacionales Participaciones recíprocas con empresas extranjeras. b) En función del rol estratégico de la filial en la red multinacional de la que forma parte. Endeudamiento internacional

Fuente: Elaboración propia.

un mercado doméstico protegido.

En el caso español las empresas privatizadas (en diferentes fases) pertenecientes a los denominados servicios públicos han realizado inversiones directas en empresas también privatizadas en América Latina, pertenecientes a los mismos sectores de actividad. En otras ramas de actividad y en ocasiones a través de los programas de permutas de deuda por propiedad (acciones) también se han producido inversión directa española en empresas públicas (privatizadas) de estos y otros países (Marruecos, por ejemplo).

En el Cuadro 4 se relacionan las empresas españolas comprendidas en las 50 mayores privatizaciones adquiridas por empresas extranjeras durante el periodo 1987-1999. Estas empresas son Telefónica, Repsol-YPF y Endesa⁴ que han estado involucradas en nueve de las mayores privatizaciones de ese periodo. Otras nueve privatizaciones tuvieron lugar en América Latina siete fueron adquiridas por empresas estadounidenses, una por una empresa italiana y otra por una empresa portuguesa. Adicionalmente veintiuna empresas de las 50 fueron privatizadas en países desarrollados y seis en economía en transición.

En el Cuadro 5 se recogen las privatizaciones y licitaciones en América

Latina por un importe superior a 100 millones de dólares, en las que han participado empresas españolas en el periodo 1999-2000. Como puede apreciarse además de los sectores señalados anteriormente aparecen también otros en los que se ubican empresas privadas españolas (Dragados, Aguas de Barcelona, BSCH) en construcción, Water and banking y empresas españolas que también fueron privatizadas (la antigua Tabacalera englobada en Altadis).

En el Cuadro 6 se recogen la compra de la parte privada de empresas latinoamericanas, en su mayoría ya filiales de empresas multinacionales españolas, referidas también al periodo 1999-2000. Estas empresas españolas se encontraban

Cuadro 4
Participación de empresas españolas en las 50 mayores privatizaciones adquiridas por compañías extranjeras, 1987-1999

<i>Núm. orden</i>	<i>Empresa privatizada</i>	<i>Año</i>	<i>Valor de la adquisición*</i>	<i>País</i>	<i>Empresa compradora</i>
1	YPF, S.A.	1999	13.2	Argentina	Repsol, S.A.
3	TELESP	1998	5.0	Brasil	Telefónica
13	YPF, S.A.	1999	2.0	Argentina	Repsol, S.A.
15	Entel Perú, S.A.	1994	2.0	Perú	Telefónica
27	Cia. De Electricidade do Estado	1997	1.6	Brasil	Endesa
38	Codensa	1997	1.2	Colombia	Grupo Inversor
41	Telesudeste Celular (Telebras)	1998	1.2	Brasil	Telefónica
49	Cia Riograndense de Telecomin	1998	1.0	Brasil	Telefónica

* Miles de millones de US.

Fuente: Adaptado de UNCTAD (2001: 134).

entre las 100 mayores multinacionales presentes en América Latina, según cifras de ventas consolidadas. También y a título ilustrativo se puede citar que Telefónica desde 1998 y Repsol-YPF desde 1999 se encuentran en la lista de las cien mayores multinacionales por activos en el exterior, según datos computados en el índice de transnacionalidad de la UNTAD. En esta misma línea Telefónica y BBVA (privatización

España, países de Europa del este) de las que fue expropiada en los años cuarenta. Repsol fue creada a partir del monopolio estatal de petróleos en los años ochenta. Endesa también era de propiedad estatal, aunque en general el sector eléctrico español, al contrario que en Europa, no fue expropiado aunque si fuertemente regulado.

⁵ En el caso de la banca española se producen situaciones comparables (Durán, 2002).

de Argentina) se encuentran entre las 25 empresas privatizadas con mayor valor de mercado, según datos de Morgan Stanley Capital International publicados por la revista *Business Week* en 2001 (“The Business Week Global 1000”) y Endesa entre las 35 mayores ofertas públicas de venta de acciones a nivel internacional en el periodo 1987-2000.

La privatización de las telecomunicaciones ha seguido un proceso desigual en América Latina que puede caracterizarse en sus extremos por Argentina y Brasil. Así mientras que Argentina privatizó en 1989 a favor de dos consorcios, uno liderado por Telefónica y otro encabezado por France Telecom., que si bien durante la década siguiente realizaron cuantiosas inversiones que permitieron un importante crecimiento del sector, la ausencia de competencia permitió mantener precios relativamente altos y generar cuantiosos beneficios, reteniendo una cierta posición dominante. Por otro lado, Brasil, siguiendo un proceso más largo y maduro, iniciado en 1995, realizó realmente su esfuerzo privatizador en 1998 optando por universalizar los servicios a través de la competencia, ya que se estructuraron seis segmentos en el que operarían varias empresas en un marco regulador adecuado (CEPAL, 2001: 208-210).

En todo este periodo Telefónica de España ha seguido un proceso gradual de penetración en América Latina, en el que ha ido ejerciendo diversas opciones reales. En este sentido, también se ha visto influida por la burbuja tecnológica (y bursátil) que ha provocado un proceso de reducción de deuda (al igual que en otros sectores) y ajustar su estrategia en el resto del mundo (desinversiones en Europa) y consolidación de su presencia en Iberoamérica. Paralelamente ha optado por una diversificación concéntrica e internacional y por la multinacionalización de su estructura financiera.

Paralelamente Repsol-YPF y Endesa están presentes prácticamente en todos los países de América Latina, contribuyendo estratégicamente a una mayor integración energética de la región.

Obviamente la estructura de propiedad de una empresa privatizada se modifica por definición. Sin embargo, la cualidad de este cambio estructural puede variar significativamente según se estratifique la nueva propiedad (accionariado atomizado, inversores institucionales, accionistas de control, cotización de las acciones en mercados de capitales eficientes o no, etc.). En este sentido cabe apuntar la existencia o no de accionistas extranjeros (institucionales y minoristas) como consecuencia del proceso privatizador. Así, las privatizaciones y su articulación con la multinacionalidad de la empresa (empresas privatizadas que realizan inversión directa en empresas privatizadas

Cuadro 5
Privatizaciones y licitaciones en América Latina y el Caribe por más
de 100 millones de dólares con participación de inversionistas españoles.
1999-2000

<i>Empresa española</i>	<i>Empresa privatizada</i>	<i>País</i>	<i>Porcentaje de capital</i>	<i>Año</i>
Repsol-YPF	YPF	Argentina	15.0	1999
Respol-YPF	“Primer Round de Bloques Petroleros”*	Brasil		1999
Aguas de Barcelona (Agbar)	Empresa Metropolitana de Obras Sanitarias (EMOS)	Chile	25.6	1999
RENFE y Ferrocarriles de la Generalitat de Cataluña	“Operación de dos sistemas de red ferroviaria”	Colombia		2000
Grupo Dragados	Segunda concesión urbana Sistema Norte-Sur*	Chile		2000
Iberdrola, S.A.	Compañía Energética de Pernambuco(CELPE)	Brasil	79.6	2000
Gas Natural SRG	Distribución de gas al sur de São Paulo	Brasil		2000
Unión FENOSA Desarrollo y Acción Exterior	Empresa de distribución de Energía Eléctrica Norte y Sur	República Dominicana	21.2	1999
Unión FENOSA Desarrollo y Acción Exterior (Uface)	Instituto Nacional de Guatemala	Guatemala	80.0	1999
Telefónica	Banda B para operar PCsen el Gran Buenos Aires*	Argentina		1999
Telefónica	Banda A de PCs en el Gran Buenos Aires	Argentina		1999
BSCH	PCs en el Exterior			
	Banca de Estado de São Paulo (BANESPA)	Brasil	33.0	2000
Altadis	Arisco Industria Ltda. Habanos	Cuba	50.0	1999

* Conjuntamente con otras empresas multinacionales.

Fuente: CEPAL (2001: 72-74).

en los países de destino) puede condicionar la estructura financiera, a lo que también pueden influir aspectos institucionales y sectoriales.

Sin analizar la internacionalización financiera de las empresas multinacionales españolas, que han seguido un proceso privatizado bidireccional, si incluimos, a título de ejemplo, y como muestra de multinacionalización (e internacionalización) de las fuentes de capital financiero de la empresa multinacional española, algunas estimaciones relativas en Repsol-YPF, Endesa y Telefónica. Como puede apreciarse en el Cuadro 7 y con datos estimados a comienzos de 2003 los accionistas extranjeros de Endesa y

Cuadro 6
Compra de empresas privadas superiores a 100 millones de dólares por
empresas españolas privatizadas, 1999-2000

<i>Empresa española</i>	<i>Empresa adquirida</i>	<i>País</i>	<i>Porcentaje adquirido</i>	<i>Fecha</i>
ENDESA	Smart Com PCs (Exchilesat Telefonía Personal)	Chile	100.0	2000
Repsol-YPF	YPF	Argentina	83.2	1999
ALTADIS	Arisco Industrial Ltda. Habano	Cuba	50.0	1999
Telefónica de España, S.A.	Atlántida Comunicaciones, S.A. (ATCO)	Argentina	100.0	2000
Telefónica de España, S.A.	Telefónica do Brasil (ex Telesp,S.A.)	Brasil	62.7	2000
Telefónica de España, S.A.	Telefónica de Argentina (TASA)	Argentina	44.2	2000
Telefónica de España, S.A.	Telefónica de Perú (ex Entel Perú)	Perú	56.7	2000
Telefónica de España, S.A.	TeleSudeste Celulares	Brasil	73.4	2000
Endesa España	Enersis, S.A.	Chile	32.0	1999
Endesa España	Companhia de Electriade do Rio de Janeiro (CERO)	Brasil	25.0	2000
Repsol-YPF	Grupo Lipigas	Chile	45.0	2000

Fuente: CEPAL (2001: 76-81).

de Telefónica poseen más de 50% del capital de estas empresas, situándose los de Repsol-YPF en 44.5%. En estas participaciones son significativas las detectadas por inversores institucionales.⁵ Asimismo en el caso Repsol-YPF las participaciones estables se sitúan aproximadamente en 32% siendo por tanto un 68% el capital denominado “flotante”: Telefónica comenzó a cotizar en el mercado de Nueva York en 1987, prácticamente en paralelo son su primera privatización. En la actualidad está listada en los mercados de Londres, Tokio, París, Frankfurt, Sao Polo, Lima y Buenos Aires. Asimismo Repsol-YPF además de en el mercado de Madrid cotiza en la Bolsa de Nueva York y en la de Buenos Aires. Endesa está presente en los mercados de Madrid , Nueva York y Santiago de Chile.

Desde el punto de vista de la deuda de estas empresas se aprecia una cierta diversificación de la divisa de denominación, predominando el dólar estadounidense y, en menor medida, las monedas de curso legal de los países en que localizan sus principales inversiones directas. También hay que citar que desde la óptica de la re-

Cuadro 7
Estructura accionarial y de divisa de la deuda de repsol-YPF, endesa y telefónica porcentajes, 2003

	<i>REPSOL-YPF</i>	<i>Endesa</i>	<i>Telefónica</i>
Accionistas Españoles	54,5	48	<50%
Individuales	27,2	25	
Institucionales	27,3	20	
Accionistas Extranjeros	44,5	52	>50%
EUA	20,1	18	
Resto del mundo (básicamente Europa)	24,4	34	
Deuda			
Divisas	50	35	35
Euros	50	65	65

Fuente: Estimaciones basadas en datos de las empresas.

estructuración de deuda y cobertura de riesgo de cambio se opta entre otros, por las permutas o swaps de divisas (por ejemplo euros por dólar).

En la actualidad muchas empresas multinacionales, dado el grado de internacionalización que ha alcanzado su estructura financiera, son verdaderos canalizadores del ahorro internacional. Ahora bien el poder de decisión de estas empresas asociado a la eficiencia organizativa y eficiencia asignativa se ubica en sedes centrales con nacionalidades (localizaciones) concretas .

4.1 Privatizaciones internacionales y micro riesgo país

El riesgo país puede concretarse en eventos (expropiaciones, huelgas, etc.) o ser el resultado de procesos en marcha (efecto de una determinada política económica: devaluación de una moneda, etc.). Su nivel puede ser de carácter macro, es decir que afecta en general a los inversores extranjeros o bien de índole micro en cuanto que afecta únicamente a determinados sectores o a la empresa considerada individualmente. En general las manifestaciones más corrientes del riesgo país se evidencia a través de actuaciones administrativas, intervenciones gubernamentales, inseguridad jurídica, etc.

En el caso de servicios públicos, la sensibilidad de los ciudadanos y su percepción nacionalista es más acusada que la que se pueda asociar a otros sectores penetrados por el capital extranjero como puede ser el caso, por ejemplo, de componentes del automóvil o la industria química. En este sentido se puede mencionar desde las manifestaciones en Perú para evitar la privatización de plantas de energía eléctrica a favor de empresas belgas, o la congelación de tarifas y de tasas a empresas de telecomunicaciones, agua, gas, electricidad en Argentina, etc. Es decir, el sentimiento nacionalista, las leyes, su duración en el tiempo (frecuencia de modificación), su grado de cumplimiento, su interpretación por el poder judicial, la corrupción y, en definitiva, la calidad de las instituciones públicas, son elementos cruciales del riesgo país y de la gestión que la empresa ha de realizar.

La aceptación y soporte político (por tanto social) de las privatizaciones en un marco competitivo, transparente e independiente facilita la asignación eficiente de los recursos. Esto es especialmente necesario cuando se trata de venta de grandes empresas y de empresas pertenecientes a sectores sensibles de la economía a inversores extranjeros. Es decir, si el proceso de privatizaciones es aceptado por los ciudadanos se verá facilitada la gestión del micro riesgo país de la empresa multinacional adquiriente de la empresa local privatizada.

El riesgo país puede verse también incrementado por la creación de monopolios privados a que pueden dar lugar los procesos de privatizaciones, por el sentimiento de corrupción asociado a las mismas, por el aumento de precios y tarifas, por los ajustes de plantillas no suficientemente explicados, etc. Asimismo dificultades en el suministro de servicios públicos, que supuestamente no pudieran ser imputables a la empresa privatizada en manos de un inversor extranjero puede ser utilizado oportunamente, por ejemplo, en época electoral, para imputar dicha deficiencia al gobierno y a su política de privatizaciones y provocar una reacción negativa en la opinión pública hacia la empresa en cuestión. De mismo modo un gobierno puede democráticamente deslizar opiniones adversas sobre decisiones de equipos anteriores que facilitaron un posible comportamiento oportunista de las empresas extranjeras que prestan servicios públicos, sin consideración alguna sobre la calidad y productividad de dichos servicios. Ahora bien, programas consistentes y continuados de privatizaciones pueden reducir la incertidumbre sobre el compromiso político del país hacia políticas orientadas al mercado en un contexto de respeto a los derechos de propiedad. Asimismo programas de privatizaciones exitosos no solo han favorecido el crecimiento de los mercados de valores en general y de las economías emergentes, en particular (Bourchkova y Megginson, 2000) sino que además de reducir el déficit público han tenido un efecto indirecto de carácter positivo sobre el (macro) riesgo político percibido por los inversores al mejorar la credibilidad y la calificación crediticia (Perotti y van Oijen, 2001) En cualquier caso

hay que subrayar la relevancia que para la empresa tiene la gestión del riesgo político o riesgo país. La gestión del microriesgo país ha de efectuarse, en medida de lo posible, en cooperación con los Gobiernos incrementándose de esta manera el capital relacional de la empresa.

En el seno del Internacional Centre for Settlement of Investmen Disputes (ICSID) del grupo del Banco Mundial se encontraban 64 casos (8 españoles) pendientes de resolver a finales de 2003 de los que 37 se referían a América Latina (Argentina estaba implicada en 25 de los que a su vez en seis de ellos estaban involucradas empresas españolas), 13 a África 10 y seis a las economías en transición. La inmensa mayoría de los casos pendientes de arbitrar se refieren a energía eléctrica, agua, gas, petróleo (30), y construcción, (7) seguida de servicios financieros (4) y minería (3).

Conclusiones

La ola de privatizaciones que a nivel internacional se ha generado en las dos últimas décadas, especialmente en los años noventa y de manera sobresaliente en su segunda mitad, se ha producido en un contexto de liberalización y apertura de las economías, lo que junto al reconocimiento de estas de la relevancia que la inversión directa extranjera puede tener para el crecimiento y desarrollo económico, ha conducido a que se reduzca muy significativamente la probabilidad de expropiaciones.

El proceso de privatizaciones ligado a la venta de empresas domésticas a inversores extranjeros ha jugado un papel desigual según los países. Así, los países menos desarrollados explican la mayoría de las ventas de empresas privatizadas a empresas multinacionales. Algunos países han visto facilitado su proceso de desarrollo económico según la senda de inversión directa. Las privatizaciones de empresas de servicios públicos en los países menos avanzados demanda una atención especial a la gestión de micro riesgo país.

A finales de los años ochenta y especialmente en la década siguiente, es cuando de una manera significativa se privatizan en España las grandes empresas de: telecomunicaciones, energía eléctrica, hidrocarburos, gas, transporte aéreo y banca. Estas empresas, con ventajas competitivas y disponibilidad de recursos, optan estratégicamente por la realización de inversiones directas en Iberoamérica, en gran medida adquiriendo empresas también privatizadas. Adicionalmente a una diversificación geográfica en otras áreas (fundamentalmente en Europa a través de alianzas estratégicas y, en menor medida, de inversión directa), estas empresas no solo han internacionalizado su deuda, sino que también han multinacionalizado su accionariado, habiéndose convertido en canalizadoras internacionales de ahorro

procedente de diferentes sistemas financieros domésticos.

Referencias bibliográficas

- Bortolotti, Bernardo; Fantini, Marcella; Siniscalco, Domenico (2001). "Privatization: politics, institutions, and financial markets", *Emerging Markets Review*, 2, pp. 109-137.
- Bortolotti, Bernardo; Fantini, Marcella; Siniscalco, Domenico (2003). "Privatization around the world: evidence from panel data", *Journal of Public Economics*, 88, pp. 305-332.
- Boutchkova, Maria y William Megginson (2000). "Privatization and the rise of global capital markets", *Financial Management*.
- CEPAL (2001). *La inversión extranjera en América Latina y el Caribe*, Santiago de Chile, Naciones Unidas.
- Dewenter, K., Malatesta, P.H. (2001). "State-owned and privately-owned enterprises: an empirical analysis of profitability, leverage, and labor intensity", *American Economic Review*, 91, pp. 320-334.
- D'Souza, J., Megginson, William L. (2000). "The financial and operating performance of privatized firms during the 1990s", *Journal of Finance*, 54, pp. 1436.
- Durán, Juan José (1999). *Multinacionales españolas en Iberoamérica. Valor estratégico*, Madrid: Ediciones Pirámide.
- (2001). *Estrategia y Economía de la Empresa Multinacional*, Madrid: Ediciones Pirámide.
- (2002). "La expansión multinacional de la banca española. Santander Central Hispano S.A. (SCH) y Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A. (BBVA), en Myriam García Olalla y Camilo José Vázquez Ordas (directores), *Estrategias y Operaciones empresariales en los nuevos mercados. 20 casos a estudio*, Madrid: Civitas, págs. 91-141.
- Henry, Peter (2000). "Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices" en *Journal of Finance*, 55, pp. 529-564.
- International Centre for Settlement of Investment Disputes, "ICSID Cases" (www.worldbank.org/icsid/cases/main.htm).
- Jones, S.; Megginson, W.; Nash, R. y Netter, J. (1999). "Share issue privatizations as financial means to political and economic ends", *Journal of Financial Economics*, 53, pp. 217-253.
- Kennedy, Charles, R. (1993). "Relations between transnational corporation and governments of host countries. A look to the future", *Transnational Corporations*.
- Kobrin, Stephen D. (1982). *Managing political risk assessment*. Los Angeles: Uni-

- versity of California.
- López de Silanes, Florencio (1997). "Determinants of privatization process", *Quarterly Journal of Economics*, 112, pp. 965-1025.
- Mahboobi, Ladan (2000). "Recent privatization trends", *OECD Financial Market Trends*, pp. 43-64.76.
- Meggison, William, L.; Netter, J. (2001). "From the state to market: a survey of empirical studies on privatization", *Journal of Economic Literature*. XXXIX, pp 321-389.
- Minor, John (1994). "The demise of expropriation as an instrument of LDC policy, 1980/1992", *Journal of International Business Studies*, 25, 1, pp. 177-188.
- Myro, Rafael (1988). "Las empresas públicas" en García Delgado, J.L. (editor) *España, Economía*. Madrid: Espasa Calpe.
- Newbery, David M. (1997). "Privatization and liberalisation of network utilities", *European Economic Review*, 41, pp. 357-383.
- Narula, Rajnesh y Dunning, John H. (1998). "Globalization and new realities for multinational enterprise developing host country interaction", *Unpublished paper*.
- Nool, Roger (2000). "Telecommunications reform in developing countries" en Anne.O. Krueger (ed.), *Economic policy reform. The second stage*, EUA: University of Chicago Press.
- Ozawa, T. (1996). "Japan: the macro-IDP, meso-IDPs and the technology and the technology development path (TDP)" en J.H. Dunning y R. Narula (ed.) *Foreign direct investment and governments*. London and New York: Routledge.
- Perotti, Enrico C. y Pieter Van Oijen (2000). "Privatization political risk and stock market development in emerging economies", *Journal of International Money and Finance*, 20, pp. 43-69.
- Toninelli, P.A. (ed.) (2000). *The rise and fall of state-owned enterprise in the western world*, Cambridge: CUP.
- Treviño, Len; John O. Daniels, Harvey, A., Arbalaez, H.A. y Upadhyaya, Kamal, P. (2002). "Market reform and foreign direct investment in Latin America", *The International Trade Journal*, XVI, núm. 4, invierno. pp. 367-392.
- UNCTAD (1993). *World Investment Report. Transnational Corporations and Integrated International Production*, Nueva York: Naciones Unidas.
- (2000). *World Investment Report. Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, Nueva York: Naciones Unidas.
- (2002). *World Investment Report; Transnational Corporations and Export Competitiveness*. Nueva York: Naciones Unidas.
- Vickers, John. y Yarrow, G. (1991). "Economics perspectives on privatization", *Journal of Economic Perspectives*, núm. 5, pp. 111-132.

