

INTOSAI



INTOSAI Grupo de Trabajo sobre la Auditoría de la Privatización

*Normas para un mejor ejercicio de
la auditoría de las privatizaciones*

INTOSAI PROFESSIONAL STANDARDS COMMITTEE

PSC-SECRETARIAT:

THE NATIONAL AUDIT OFFICE OF DENMARK • LANDGREVEN 4 • P.O. Box 9009 • 1022 COPENHAGEN • DENMARK
TEL.:+45 3392 8400 • FAX:+45 3311 0415 • E-MAIL: RIGSREVISIONEN@RIGSREVISIONEN.DK

INTOSAI



INTOSAI General Secretariat - RECHNUNGSHOF
(Austrian Court of Audit)
DAMPFSCHIFFSTRASSE 2
A-1033 VIENNA
AUSTRIA

Tel.: ++43 (1) 711 71 • Fax: ++43 (1) 718 09 69

E-MAIL: intosai@rechnungshof.gv.at;
WORLD WIDE WEB: <http://www.intosai.org>

INDICE

Prólogo

Introducción

Normas

Sección 1: La capacidad de la EFS

- 1 Las necesidades de la EFS
- 2 Forma de adquirir la capacidad necesaria

Sección 2: Consideraciones generales

- 3 Participación de la EFS en la privatización
- 4 Acceso de los oferentes a la documentación de auditoría de la EFS
- 5 Planificación de la auditoría de la privatización
- 6 Reestructuración de la empresa en el período previo a la venta
- 7 Objetivos de la venta
- 8 Cronograma de la venta
- 9 Valoración de la empresa en el período previo a la venta
- 10 Métodos de venta
- 11 Integridad del vendedor en el proceso de venta
- 12 Gestión residual

Sección 3: Ventas directas

- 13 Asesoramiento externo requerido por el vendedor
- 14 Dirección de la empresa
- 15 Comercialización de la empresa
- 16 Información a oferentes potenciales

17 Evaluación de ofertas

18 Preselección de ofertas

19 Oferente preferencial

20 Negociaciones finales

Sección 4: Compra total por la dirección de la empresa

21 Garantías de competencia justa

22 Incentivos

23 Forma de asegurar el mejor precio posible

Sección 5: Privatizaciones masivas

24 Información a los inversores públicos

25 Intermediarios

26 Proceso de venta

Sección 6: Subastas públicas

27 Competencia

28 Proceso de venta

Sección 7: Emisión de acciones

29 El papel del vendedor

30 Papel del vendedor en la gestión de la emisión de acciones

31 Suscripción de acciones

32 Incentivos para la dirección y para los empleados

33 Forma de atraer inversores potenciales

34 Mercado minorista

35 Cotización de acciones

36 Asignación de acciones

37 Estabilización del mercado

Sección 8: Costos de venta

38 Designación de contratistas externos

39 Establecimiento y control de presupuestos para contratistas externos

40 Metodologías para la cuantificación de los costos globales

Glosario

Prólogo

de Sir John Bourn

Interventor y Auditor General del Reino Unido

Presidente del Grupo de Trabajo sobre la Auditoría de la Privatización

Cuando me pidieron en 1993 que presidiera el nuevo Grupo de Trabajo de la INTOSAI sobre la auditoría de la privatización, las EFS eran plenamente conscientes de los cambios radicales que se estaban produciendo en tantos de nuestros países por lo que se refiere a la función del gobierno y a la forma en que los gobiernos se relacionan con sus ciudadanos. Esos cambios fundamentales, que entrañaban trazar de nuevo las líneas entre el sector público y el privado, planteaban también un gran desafío a las EFS, que tenían que modernizar los métodos con los que trabajan para velar por que el Estado rinda cuentas a sus ciudadanos y a sus órganos de representación.

Transcurridos cinco años, esta adhesión de los miembros de la INTOSAI al desarrollo de sus métodos de auditoría y sus aptitudes profesionales se destaca por la aportación que tantas EFS han realizado, tanto en el seno del propio Grupo de Trabajo como en numerosos seminarios y reuniones de la INTOSAI, a las directrices sobre la auditoría de la privatización que se consignan en el presente documento.

Las directrices constituyen la quintaesencia de nuestras experiencias en distintas economías, en todas las fases de su desarrollo. Exponen las razones por las cuales el auditor estatal tiene que examinar esas ventas e informar al respecto y ofrecen consejos prácticos acerca de cómo proceder para ello. No tratan de dar respuesta a todas las preguntas que pueden plantearse, sobre todo porque la índole de la privatización está en permanente evolución. Ahora bien, opino que las recomendaciones que aquí figuran beneficiarán de forma duradera a todas las EFS, así como a los órganos estatales a los que tratamos de ayudar en sus esfuerzos por conseguir el trato más provechoso para los contribuyentes.

*John Bourn
Montevideo
Noviembre 1998*

Introducción

1. La privatización de empresas estatales ha constituido uno de los acontecimientos económicos más trascendentes durante la última década, e incluso en un período aún mayor. La privatización, adoptada por la mayoría de los países del mundo bajo diferentes formas, ha sido tipificada como una re-evaluación radical del papel desempeñado por el estado en la sociedad, que conduce al retiro del gobierno de su participación directa en varias áreas de la actividad económica, para pasar a desempeñar un papel más independiente, a menudo vinculado a una regulación económica. El proceso se ha extendido a áreas que anteriormente eran consideradas como actividades públicas esenciales, tales como el suministro de una amplia gama de servicios financiados por el estado: los gobiernos cada vez se consideran a sí mismos más como compradores o facilitadores, que como proveedores de dichos servicios.

2. Desde el comienzo de este proceso, los miembros de la Organización Internacional de Entidades Fiscalizadoras Superiores (INTOSAI) reconocieron que estas profundas modificaciones en el papel del estado tenían importantes repercusiones en las tareas de las EFS, las cuales, situadas en el medio de cambios que a menudo resultaban tumultuosos, tenían la necesidad de poder comprender estas complejas transacciones y llevar a cabo una evaluación independiente de las mismas en beneficio del interés público.

3. Teniendo en cuenta el considerable interés sobre este tema, así como el trabajo desarrollado en varias de sus regiones, en 1993 INTOSAI decidió establecer un Grupo de Trabajo sobre la Auditoría de la Privatización, en base a los siguientes términos de referencia:

- identificar y examinar los problemas que enfrentan las EFS en la auditoría de la privatización;
- intercambiar información sobre las experiencias de los miembros del Grupo de Trabajo en la solución de estos problemas, teniendo en cuenta las tareas ya desarrolladas en algunas regiones de INTOSAI, y
- facilitar a los miembros de INTOSAI el acceso a la información pertinente.

4. El Grupo cuenta actualmente con 23 miembros, es decir, con una participación mayor que cualquier otra Comisión o Grupo de Trabajo de INTOSAI, lo que refleja el profundo interés concitado por este tema. A junio de 1998, dichos miembros eran:

Albania	Hungría
Alemania	India
Arabia Saudita	Israel
Argentina	Lituania
Australia	Nueva Zelanda
Austria	Perú

Bahamas	Polonia
Belarus	Reino Unido - Presidente
Ecuador	Rusia
Egipto	Turquía
El Salvador	Yemen
Estonia	

5. En 1994, el Grupo de Trabajo invitó a 165 miembros de INTOSAI a participar en una encuesta sobre la privatización y su fiscalización en sus respectivos países; 117 EFS respondieron, lo que resultó en la encuesta más autorizada y amplia de este tipo que se haya realizado hasta el momento. Los resultados de esta encuesta, así como la documentación elaborada por los miembros del Grupo sobre varios aspectos fundamentales de la fiscalización, se presentaron al Simposio sobre la Auditoría de la Privatización organizado por el Organismo Contable Central de Egipto, celebrado en El Cairo en octubre de 1995, a continuación del XV INCOSAI.

6. El Simposio señaló que una de las principales tareas que debería enfrentar el Grupo de Trabajo en los dos años posteriores a la celebración del XV INCOSAI, sería la elaboración de normas para un mejor ejercicio de la auditoría de las privatizaciones. El Grupo de Trabajo ha finalizado esa tarea, en base a sus propias experiencias y a los muy valiosos antecedentes e informaciones aportadas por otros miembros de INTOSAI y en el transcurso de reuniones regionales.

7. El Grupo de Trabajo identificó ocho áreas de interés particular para los miembros de INTOSAI, que se refieren a la transferencia realizada por entidades públicos centrales o locales de empresas y sus activos de propietarios públicos a propietarios privados que en su opinión justifican la elaboración de 40 Normas de auditoría. Las mismas se incluyen a continuación, distribuidas en ocho secciones correspondientes a las ocho áreas mencionadas. Ellas son:

Sección 1: La capacidad que debe poseer la EFS para llevar a cabo auditorías de privatizaciones.

Sección 2: Diez Normas de carácter general que abarcan situaciones de importancia que probablemente surgirán en una privatización, sin importar el método utilizado, tales como el momento indicado para la participación de la EFS en la privatización, la comprensión de los objetivos perseguidos por el vendedor, y temas relativos a la valoración de la empresa.

Secciones 3 a 7: Estas cinco secciones están integradas por 25 Normas relativas a aspectos específicos que la EFS probablemente deba enfrentar, dependiendo del método de venta utilizado por el vendedor, y agrupadas en base a los cinco principales métodos de venta:

- Ventas directas

- Compra total por la Dirección de la empresa y por sus empleados
- Privatizaciones masivas
- Subastas públicas
- Emisión de acciones

Sección 8: La sección final está formada por tres Normas relativas a la auditoría de los costos en que incurre el vendedor.

8. Ninguno de los temas considerados en las Normas tiene una definición sencilla; todos ellos exigen que las EFS dispongan de información adecuada y de un criterio equilibrado para poder juzgar la forma en que el vendedor ha gestionado la venta, enfrentado la incertidumbre y, lo que resulta típico, la forma en que ha tratado de conciliar objetivos conflictivos. Por lo tanto, cada Norma ha sido trasladada a un formato diseñado en forma tal que refleje el razonamiento y las experiencias que llevaron a su elaboración. Es por ello que cada Norma está integrada por cuatro partes:

- el tema (es decir, el aspecto particular que deberá considerar la EFS);
- el motivo de la importancia de dicho tema (es decir, los riesgos que su no consideración implica para el vendedor y para la EFS);
- la Norma en sí misma;
- los fundamentos de la Norma (una nota sobre sus antecedentes, ampliando los puntos anteriores si es necesario).

9. Si bien estos temas son complejos, el Grupo de Trabajo considera que pueden ser resumidos en tres interrogantes básicas que las EFS deberían plantear para poder decidir si deben o no examinar e informar sobre una privatización en particular:

- ¿Se llevó a cabo la privatización de acuerdo con las normas legales vigentes?
- ¿Efectuó el vendedor una valoración adecuada de la empresa y sus activos?
- ¿Hubo más de una oferta?

10. Si la respuesta a cualquiera de estas preguntas es "no", la EFS posiblemente deberá denunciar la venta. Si dos de estas preguntas reciben una respuesta negativa, es muy probable que la EFS deba denunciar la venta. Si las tres respuestas son negativas, la EFS sin duda deberá hacerlo.

11. El Grupo de Trabajo solicitó a todos los miembros de la INTOSAI que pronunciaran sus comentarios acerca del presente proyecto de normas. Acerca de 40 miembros contestaron y todos juzgaron de forma positiva las normas y algunos pronunciaron algunas propuestas acerca de algunos aspectos. El Grupo de Trabajo agradece muy cordialmente esas propuestas que se tomaron en cuenta al finalizar las normas.

12. Al recomendar estas Normas a INTOSAI, el Grupo de Trabajo es consciente de que estas sugerencias se presentan en un entorno que cambia rápidamente, tanto dentro de cada país, en una transición de economías dirigidas a economías mixtas, como a nivel de las distintas regiones. Se deduce entonces que parte de lo propuesto deberá ser sujeto a una mayor elaboración y depuración a la luz de las nuevas experiencias adquiridas. Lo anterior destaca la naturaleza propia de estas Normas. No se trata de leyes o procedimientos grabados en piedra que todas las EFS deban aplicar plenamente en el estudio de cada venta. Son una lista de verificación, parte del proceso de estímulo y

formulación de un enfoque profesional sobre un área compleja de la auditoría. Entendemos que constituyen también una base valiosa para la capacitación de nuestro personal.

13. Si bien es cierto que las cesiones al sector privado mediante ventas, que constituyen el tema central concreto de estas Normas, revisten importancia, son tan sólo un aspecto más de la privatización, que sigue adoptando toda una serie de formas, como la contratación, la utilización de fuentes externas y la licitación entre proveedores de los sectores público y privado. Además, los principales servicios públicos se financian de forma creciente mediante una combinación de fondos privados y públicos, lo que entraña a menudo unas relaciones contractuales prolongadas. Muchas de las cuestiones de auditoría que se plantean en estas Normas son aplicables a esos arreglos, que a su vez también suscitan nuevas cuestiones. Al formular sus observaciones sobre el proyecto de Normas, muchas EFS han manifestado su interés por elaborar y compartir lecciones de auditoría también en estas esferas de la privatización en plena evolución, así como en la cuestión estrechamente vinculada de la función del Estado en la reglamentación de la economía. El Grupo de Trabajo estudiará más a fondo estas cuestiones tan importantes.

Sección 1: La capacidad de la EFS

Norma 1

Las necesidades de la EFS

Tema

¿Qué capacidad debe tener la EFS para llevar a cabo la auditoría de las privatizaciones?

Importancia del tema

En todo el mundo, las empresas estatales se venden al sector privado para poder desarrollar la economía de mercado y mejorar la eficiencia empresarial. En varios países, dichas ventas tienen lugar mientras la propia economía sufre cambios rápidos y radicales. Se utiliza una amplia gama de métodos de venta, a menudo combinando unos con otros, y los procesos resultantes son frecuentemente complejos, y dan lugar a dificultades legales, financieras y contables. Los parlamentos y el público recurren a las EFS para contar con la seguridad de que las ventas han sido gestionadas en forma eficiente y adecuada, particularmente en lo relativo a la obtención del valor real de la empresa y sus activos. Desean saber si se ha obtenido información útil para futuras ventas. Si la EFS no tiene acceso a la especialización necesaria, probablemente no podrá brindar la seguridad que se le requiere, ni identificar en su caso los elementos erróneos del proceso.

Norma

La EFS debe identificar sus responsabilidades de fiscalización en relación con las privatizaciones y decidir la forma de cumplirlas. La especialización necesaria para llevar a cabo la auditoría de la privatización probablemente tenga un alcance mayor que la especialización ya existente en el campo de la auditoría tradicional. La EFS deberá identificar esta nueva especialización.

Fundamentos de la Norma

En casi todos los países, las EFS son responsables por la auditoría de los organismos públicos encargados de las privatizaciones. También, en la mayoría de dichos países, las EFS tienen acceso, ya sea total o restringido, a la contabilidad de las empresas con anterioridad a la venta. En muchos de estos casos, la EFS es responsable de la auditoría financiera de estas empresas cuando se encuentran bajo propiedad del estado. En los casos en que la EFS tiene esta responsabilidad, debe tener en cuenta que la auditoría contable previa a la venta probablemente implica para el auditor un mayor nivel de riesgo que en aquellos casos en los que no se producirá un cambio de propiedad. Ello sucede porque las partes participantes en la venta se basarán en aquella información financiera sobre la empresa que ha sido fiscalizada por la EFS. La auditoría será más exigente cuando se produzca una reestructuración significativa de la empresa antes de la venta, modificándose sus prácticas contables para preparar a la empresa para su transferencia al sector privado. Por dichos motivos, la EFS debe contar tanto con conocimientos adecuados de contabilidad comercial, como con el necesario nivel de conocimiento del sector industrial y del mercado en que opera la empresa.

Cuando la EFS lleva a cabo auditorías de resultados del proceso de venta en sí mismo, la capacidad requerida puede dividirse en dos grupos. En primer lugar, los conocimientos sobre auditoría de resultados que son necesarios para poder emprender la auditoría eficaz de una función compleja o de alto riesgo. Ello incluye el conocimiento del entorno político y de la maquinaria gubernamental. Una característica particular de los países que atraviesan un período de transformación económica, es que su legislación relativa a la propiedad pública y privada probablemente se encuentre en vías de modificación y elaboración al mismo tiempo que tiene lugar la privatización, dando lugar a varias dudas que se mantienen a lo largo de todo el proceso de venta sobre, por ejemplo, la propiedad de la empresa y la titularidad de los pasivos estatales residuales. Por lo tanto, la EFS debe disponer de un adecuado asesoramiento legal y comercial. En el complejo extremo de esta gama de conocimientos, la auditoría de las privatizaciones exige la aplicación del juicio personal, y por ello la EFS deberá asignar a esta tarea a sus auditores de resultados más capaces, con la experiencia necesaria para efectuar evaluaciones difíciles contando con datos incompletos/ambiguos, y con buenos conocimientos en materia de análisis y negociación.

En segundo término, la EFS debe tener acceso a conocimientos específicos relativos a la empresa que se privatiza y al mercado. Además de los conocimientos contractuales y legales que correspondan, se deberá incluir el conocimiento de la banca de inversiones, con referencia particular a la valoración, el proceso de venta y la información exigida por las entidades financieras, conjuntamente con la capacidad contable, analítica y económica que abarque aspectos tales como los factores de descuento y la capacidad de comprender las bases de las ofertas por la empresa en venta.

Norma 2

Forma de adquirir la capacidad necesaria

Tema

¿Cómo puede la EFS adquirir en forma económica la gama de conocimientos necesarios para llevar a cabo la auditoría de las privatizaciones?

La importancia del tema

Las privatizaciones varían en complejidad, escala y volumen. La EFS debe encontrarse en una posición que le permita realizar una evaluación autorizada. Pero resultaría muy costoso para la EFS reclutar y mantener dentro de su estructura las capacidades necesarias para examinar todos los aspectos de cualquier tipo de venta.

Norma

La EFS debe identificar y asegurar la disponibilidad de la capacidad interna necesaria para realizar estudios de privatización autorizados, teniendo en cuenta la naturaleza y el cronograma previstos en el programa gubernamental de privatización, y complementar dicha capacidad con apoyo especializado externo si es necesario.

Fundamentos de la Norma

En el caso de privatizaciones de gran magnitud o complejidad, es poco probable que la EFS disponga de la adecuada capacidad y conocimientos necesarios para el cumplimiento de sus responsabilidades. En tales situaciones, será necesario contratar especialistas, pues de otra forma la EFS no podrá llevar a cabo una auditoría en profundidad, y sus conclusiones estarán sujetas a sospecha. Por lo tanto, el costo de no contar con la capacidad adecuada puede resultar elevado en términos de la credibilidad pública de la EFS. La experiencia indica que, para terminar una auditoría de investigación con rapidez, puede resultar más económico obtener dicha capacidad de consultores externos en base a cada caso individual, que tratar de llevar a cabo la totalidad de la tarea con los recursos disponibles en la institución. Por supuesto, ello estará sujeto a que la EFS identifique claramente las áreas que requieren consultora externa, y que se realice una meticulosa selección de aquellos consultores que tengan los conocimientos necesarios para garantizar que no existe ninguna relación entre la empresa privatizada y los oferentes. Sin embargo, los consultores requerirán una dirección cuidadosa, y deberán contar con el respeto tanto de la institución auditada, como de la propia EFS.

También puede resultar conveniente que la EFS contrate a estos expertos por un plazo mayor, especialmente cuando el estado emprende un programa amplio de privatizaciones y la EFS necesita desarrollar sus propias capacidades institucionales para responder adecuadamente. En tales casos, el nuevo personal que se incorpora a la EFS con la capacidad requerida, puede contribuir al desarrollo y la capacitación de aquel personal ya existente que muestre la necesaria aptitud para llegar a ser auditores sumamente eficaces en estas áreas novedosas y desafiantes. Como parte de este proceso de capacitación las EFS también han comprobado que el intercambio mutuo de experiencias e información sobre auditorías realizadas resulta muy útil, así como el intercambio de personal en régimen de comisión. También puede ser de valor para la EFS que parte de su personal lleve a cabo una pasantía en firmas consultoras externas para obtener los conocimientos necesarios y participe en seminarios, simposios y conferencias especializados en temas de la privatización.

Una vez que la EFS haya capacitado a su personal, se encontrará en la posición adecuada para cumplir con su papel de auditoría en respuesta a otros cambios que puedan surgir en la participación del estado en la economía, tales como la regulación de

empresas privatizadas, la concesión de servicios públicos al sector privado, y otras combinaciones en las que los sectores público y privado trabajan en forma conjunta. De esa forma las EFS pueden formar y conservar equipos especializados en ese tipo de auditorías. En la mayoría de los casos respecto a la relación costo-eficacia será recomendable complementar los conocimientos internos por consultores externos en áreas especializadas ya que ese sector requiere un alto grado de pericia muy actualizada.

Sección 2: Consideraciones generales

Norma 3

Participación de la EFS en la privatización

Tema

¿En qué momento debe la EFS comenzar a participar en la privatización?

Importancia del tema

En varios países, la EFS es el auditor de la empresa cuando la misma todavía es propiedad del estado. También puede solicitarse a la EFS que brinde al vendedor su aprobación sobre ciertos temas antes de proseguir con la venta, o que lo asesore sobre la situación financiera de la empresa, y que emita certificados o declaraciones sobre dicha situación, que podrán luego ser citados en la documentación de venta. Sea o no la EFS el auditor de la empresa antes de la venta, existen buenas razones para que efectúe un examen de la misma. Ese tipo de examen es muy probable que caerá dentro de las responsabilidades de la EFS ya que lo que se está vendiendo constituye un activo público, y la ciudadanía necesita contar con una garantía independiente de que el proceso ha sido correctamente gestionado y que el contribuyente se ha visto beneficiado. Tanto el vendedor como el comprador deberían ser conscientes que puede haber una tasación por parte de la EFS del resultado de la venta y que podrían tener que asumir la responsabilidad por su participación en ello. Todos estos elementos tienen consecuencias sobre la determinación del momento en que la EFS debe comenzar a participar en la privatización.

Norma

La EFS debe comenzar a participar en el proceso de privatización tan pronto como sea constitucionalmente posible, en forma compatible con el mantenimiento de su independencia.

Fundamentos de la Norma

Es necesario que la EFS comience a participar tan pronto como sea posible para poder dominar los aspectos clave de la transacción, algunos de los cuales pueden exponerla a ciertos riesgos. Ello resulta de particular importancia cuando las partes involucradas en la venta se basan en la información financiera sobre la empresa que ha sido auditada por la EFS. Por supuesto, también es importante para la EFS establecer un estrecho vínculo con el vendedor antes de la venta, en aquellos casos en que la EFS ha desempeñado algún papel en la decisión que condujo a la misma.

La EFS es el auditor del gobierno. Sin embargo, las privatizaciones pueden ser llevadas a cabo por administraciones regionales o locales. Estas privatizaciones también pueden quedar incluidas en el mandato de la EFS y, si no fuera así, la EFS puede tratar de obtener una ampliación de su mandato, pues de lo contrario ello implicaría que las citadas ventas no estarían sujetas a un escrutinio independiente. En cualquier caso, la EFS debe tener plena certidumbre sobre quién es el responsable de cada actividad en el proceso de la venta.

En los casos en que la EFS no sea el auditor financiero de la empresa pero desee realizar una auditoría de resultados del proceso de venta, debería establecer un vínculo estrecho con el vendedor, con la finalidad de comenzar la auditoría tan pronto como termine la venta, ya que la experiencia indica que quienes participan en ella, incluyendo las partes clave en la negociación, se dedicarán luego a otras tareas una vez finalizado el proceso.

En los casos en que la EFS puede auditar la venta previa a su realización ella tendrá la oportunidad de tocar un papel corrector en la realización de la venta. Será necesario definir los aspectos claves para ese tipo de auditorías previas a la venta. Eso puede incluir el establecimiento de una clara distribución de las responsabilidades del vendedor y de la dirección de la empresa en venta, como una evaluación de los riesgos y de las futuras oportunidades de la empresa, de las consecuencias sobre su valor estimado, de la información ofrecida a los oferentes y de lo establecido en el contrato de venta. Tenga o no la EFS una participación formal previa a la venta, será importante asegurar que dicha participación no afecte negativamente su responsabilidad de asumir un punto de vista independiente sobre las transacciones. Por ejemplo, su independencia puede verse comprometida si, al aprobar cualquiera de los procedimientos de la venta, la EFS no toma la precaución de explicar que lo hace sin perjuicio de su posterior evaluación del resultado de la misma.

Norma 4

Acceso de los oferentes a la documentación de auditoría de la EFS

Tema

En los casos en que la EFS sea el auditor de la empresa antes de la venta, ¿cómo debe responder a la solicitud de un oferente potencial de tener acceso a su documentación de auditoría?

Importancia del tema

El acceso a la documentación de auditoría de la EFS, en los casos en que la misma sea el auditor de la empresa estatal a la venta, deja a la EFS expuesta al riesgo de reclamaciones civiles y pone en peligro su reputación, puesto el comprador puede entablar una acción posterior contra la EFS sobre la base de fallas detectadas en las auditorías actual o previa.

Norma

En los casos en que la EFS sea el auditor de la empresa antes de su venta, debe considerar la elaboración de Normas explícitas con relación al derecho de los oferentes de tener acceso a su documentación de auditoría.

Fundamentos de la Norma

Los oferentes potenciales frecuentemente buscan tener acceso - directamente a través del auditor o del vendedor - a los documentos de trabajo de la auditoría como parte del proceso de verificación. Lo hacen así para:

- confirmar la calidad de la auditoría realizada;
- obtener comentarios independientes sobre la calidad de los sistemas contables y financieros vigentes en la empresa, y
- confirmar las presunciones y valores sobre los que se basan los últimos estados contables auditados.

Muchas de estas preguntas son a menudo más adecuadas para la dirección de la propia empresa. Otras solamente pueden ser respondidas por el auditor.

En algunos países las EFS por ley no pueden impedir el acceso a ese tipo de documentos pero en otros países, sin embargo, si puede ser de esa forma. En el caso que lo impidan los oferentes deben recurrir a otras fuentes de información como la documentación de la venta o sus propias investigaciones. Al establecer su política y con arreglo a las leyes vigentes y los usos profesionales de su país sobre el acceso a sus documentos de trabajo, la EFS también debe tener en cuenta el interés del vendedor en lograr un resultado satisfactorio de la venta, y por ello puede llegar a cooperar con lo solicitado. Por lo tanto, las preguntas que los oferentes tienen derecho o se les permite pronunciar deberían ser respondidas en forma completa y directa, pero minimizando, e impidiendo en lo posible, todo posible riesgo de litigio o de menoscabo de la reputación de la EFS.

La EFS puede considerar prudente elaborar una guía a aplicarse en todas las situaciones de verificación en las que participen compradores potenciales. Dicha guía abarcaría puntos tales como:

- la inmediata información de los auditores a la EFS cuando un comprador potencial los contacte para fines de verificación;
 - la obtención de la autorización expresa de la empresa antes de iniciar diálogo alguno con los compradores potenciales;
 - la presencia en todos los casos de representantes de la EFS y de la empresa en cualquier discusión con compradores potenciales con fines de verificación;
 - la obtención, a través de la empresa, de una lista de preguntas del comprador potencial, antes de celebrar reunión alguna con el mismo;
 - durante la reunión con el comprador potencial, trasladar al representante de la empresa todas las preguntas relativas a la responsabilidad por la dirección de la misma, en forma compatible con la interpretación que tenga el auditor de la situación.
-

Norma 5

Planificación de la auditoría de la privatización

Tema

¿Cuáles son los factores que debe tomar en cuenta la EFS para planificar la auditoría de la privatización?

Importancia del tema

La planificación de la auditoría constituye una disciplina esencial en este campo. Una planificación minuciosa y adecuada de una auditoría de la privatización es de especial importancia. Entre ellos se encuentran la definición de los objetivos de la venta, incluyendo aquellos no declarados, así como la identificación de las partes clave en el proceso, los riesgos y probabilidades de venta así como el cumplimiento adecuada de la obligación de mantener informado al parlamento. La EFS debería tratar de obtener información que resulte pertinente para ventas futuras. Cuando existe una participación de la EFS previa a la venta, el objetivo debería ser prevenir al vendedor sobre los riesgos que pueden afectar la adecuada gestión de la transacción, de forma tal que el mismo pueda adoptar las medidas correctivas del caso. En los países donde las privatizaciones no se realizan a través de un organismo central, el equipo vendedor a menudo se diversifica en otras actividades luego del proceso de privatización. Es por ello que la EFS debería comenzar a planificar su auditoría en forma inmediatamente posterior a la venta, a fin de asegurar el adecuado acceso a la evidencia en poder de los vendedores y sus asesores, así como a las opiniones de terceros que sean partes clave con un firme interés en la venta.

Norma

Al planificar la auditoría de una privatización, las EFS deben cubrir todos los aspectos principales de la venta que tengan incidencia sobre la éticacomercial y su rendimiento económico, identificar las partes clave en la venta y obtener de ellas la necesaria evidencia, así como mantenerse alertas para obtener información de utilidad futura, incluyendo los procedimientos adoptados y los resultados de la venta junto con la pregunta hasta que punto se cumplieron los objetivos de la venta.

Fundamentos de la Norma

Si la EFS carece de una buena planificación, corre el riesgo de emprender una auditoría mal enfocada y sin la necesaria evidencia global como para garantizar un informe confiable. La EFS debe informarse sobre las actividades, la situación financiera y los activos de la empresa y debe averiguar cuales adicionales informaciones se requieren y a qué precio para poder realizar una auditoría del proceso de privatización. La EFS deberá tener acceso al vendedor tan pronto como sea posible, dado que el equipo encargado de la venta puede dispersarse en otras actividades, especialmente cuando dicha venta constituye para el vendedor un acontecimiento único, al contrario de lo que sucede cuando la venta forma parte de una serie gestionada, por ejemplo, por un organismo privatizador centralizado. Sin el mencionado acceso, la EFS no podrá identificar aspectos tales como los objetivos de la privatización, los criterios clave para su éxito, y las

opiniones del vendedor sobre aquellos datos que puedan ser de utilidad futura. Estos datos son esenciales para informar sobre el enfoque de auditoría aplicado, la metodología utilizada, el uso de recursos y los plazos de los informes correspondientes.

También es importante que la EFS intente obtener las opiniones de otras partes involucradas en la venta, tenga o no el derecho formal a su acceso. Típicamente, las privatizaciones incluyen la participación de una amplia gama de terceros además del vendedor. Entre ellos se pueden incluir los directores gerentes de la empresa que se privatiza, los oferentes, inversores institucionales, asesores, representantes del personal, expertos industriales y académicos, y grupos de consumidores. La EFS debe establecer rápidamente la identidad de dichas partes y planificar métodos eficaces para establecer cuál es su papel en la venta, y obtener de ellos la información que resulte pertinente. Las técnicas típicas para hacerlo incluyen entrevistas, cuestionarios estructurados y encuestas sobre las posiciones asumidas por cada parte. Existen ocasiones, como por ejemplo en ventas voluminosas de acciones, en las que quizás sea necesario que la EFS identifique estas posiciones en una escala global.

Si se produce una brecha entre el momento de la venta y el informe de la EFS, será necesario que ésta se mantenga alerta frente a los acontecimientos post-venta que puedan arrojar alguna luz sobre la medida en que se han alcanzado los objetivos del vendedor, por ejemplo, si el comprador ha cumplido con las condiciones de un posible acuerdo que permita el pago diferido a un determinado plazo, cuáles han sido las fluctuaciones en la cotización de las acciones luego de su venta, y si el comprador ha cumplido todos los compromisos contraídos con respecto al empleo o a los niveles de inversión en la empresa.

Norma 6

Reestructuración de la empresa en el período previo a la venta

Tema

¿Qué elementos debe examinar la EFS en relación con la reestructuración de la empresa en el período previo a la venta?

Importancia del tema

La reestructuración de una empresa estatal antes de su privatización abarca desde la adecuación de su marco legal vigente a uno que permita su venta, hasta la reorganización de sus aspectos fundamentales y sus finanzas para que se ajusten más apropiadamente a los objetivos a largo plazo de la privatización. Ya sea que la EFS lleve o no a cabo una evaluación del proceso de reestructuración, además de auditar su venta posterior, le resulta necesario entender cómo y por qué se ha reestructurado la empresa, para poder comprender el sentido de la venta.

Norma

La EFS debe asegurarse de comprender los objetivos del vendedor cuando lleva a cabo una reestructuración en el período previo a la venta, así como las acciones que emprende para lograr dichos objetivos.

Fundamentos de la Norma

Los vendedores han adoptado diferentes enfoques con respecto a si una empresa estatal debería ser reestructurada, cómo y en qué medida, antes de su venta. Estos distintos enfoques reflejan circunstancias económicas que difieren de un país a otro, así como distintos objetivos de privatización que pueden variar en un mismo país a través del tiempo. Por ejemplo, en los países que tratan de pasar de una economía dirigida a una de mercado tan rápidamente como sea posible, frecuentemente se enfatiza la urgencia de la privatización de un elevado número de empresas, en tanto que al mismo tiempo se trata de poner en vigencia los sistemas legales y comerciales necesarios para respaldar una economía de mercado. Las modificaciones en el marco legal implican un cambio en la forma en que la EFS audita las privatizaciones; por ejemplo, la EFS deberá prestar particular atención a toda incertidumbre existente sobre la propiedad legal de los activos que el estado trata de vender o que ya ha vendido.

A menudo la reestructuración previa a la venta ha sido de tipo rudimentario, y se ha dejado en manos de los nuevos propietarios llevar a cabo una reorganización en profundidad si así lo desean, la que en ocasiones implica una reducción significativa del número de empleados. En algunas economías avanzadas, la reducción también ha sido dejada en manos de los nuevos propietarios, en la creencia de que es el mercado el que mejor puede decidir al respecto. En tales casos, la privatización puede tener costos sociales (particularmente, el desempleo) que el estado deberá pagar más adelante. A efectos de evitar dichos costos sociales, algunos países han obligado a declarar como objetivos de la privatización el mantenimiento de niveles específicos de empleo e inversión. Sin embargo, en otros casos los gobiernos no han contado con recursos suficientes como para enfrentar una reestructuración significativa previa a la venta, que en ningún caso debería implicar una demora inaceptable de la misma. Una investigación de las medidas de reestructuración previa a la venta realizadas por el vendedor pueden aclarar las razones principales de la privatización y explicar la forma de que la venta cuadra dentro de la vista general del estado sobre privatizaciones.

La EFS debe comprender cabalmente los antecedentes de la venta, incluyendo los motivos por los que el estado encaró o no una reestructuración de importancia como preludio de una venta predeterminada, o si en ese momento mantenía una opción abierta de privatización. Esta cuidadosa investigación por parte de la EFS también contribuirá a identificar los factores clave que tuvieron influencia sobre la decisión de privatizar, que no necesariamente deben ser los mismos declarados como objetivos de la venta, por ejemplo, las consecuencias esperadas de la eliminación de las deudas sobre la situación financiera global del estado.

Probablemente existirían varios detalles de importancia a considerar con respecto a la decisión de reestructurar la empresa. Por ejemplo, si la empresa mantiene grandes deudas con el gobierno o con otras empresas estatales, en qué medida dichas deudas han sido completamente canceladas o recapitalizadas, y qué impacto ha tenido esto sobre el precio que el vendedor pudo obtener en la operación. En algunos casos, el vendedor puede llegar, por ejemplo, a la conclusión de que la empresa no puede ser vendida a menos que todas, o gran parte de sus deudas sea cancelada. Además, la estructura que se adopte para la empresa puede afectar sus posibilidades de venta en el mercado. Por ejemplo, a igualdad de condiciones, un monopolio podrá imponer un precio más elevado que una empresa que se vende en un mercado competitivo. Sin embargo, cuando los

vendedores tratan de fomentar la competencia, pueden dividir una gran empresa en unidades más pequeñas para incentivar así a un mayor número de oferentes potenciales. Ello puede incrementar la tensión competitiva durante el proceso licitatorio y alentar el surgimiento de un mercado más competitivo con posterioridad a la venta.

Al considerar el examen y posterior informe sobre la reestructuración, la EFS deberá tener en cuenta que, además del impacto sobre la venta, puede transcurrir algún tiempo antes de que sea posible llegar a tener una opinión formada sobre la medida en que la empresa privatizada contribuye a los objetivos globales establecidos por el gobierno en materia de privatización (por ejemplo, el desarrollo de la economía de mercado), e incluso entonces puede resultar difícil evaluar el impacto de la decisión de reestructurar.

Norma 7

Objetivos de la venta

Tema

¿Qué aspectos debe identificar la EFS en relación con los objetivos de la venta que ha propuesto el vendedor?

Importancia del tema

La identificación de los objetivos de la venta constituye el punto de partida crítico de una auditoría de resultados en una privatización. La EFS debe establecer cuáles fueron los objetivos inmediatos de la venta, teniendo en cuenta el pasivo de la empresa y la forma en que el mismo se vincula a los objetivos a mayor plazo, incluyendo el desarrollo de una economía de mercado, así como consideraciones de tipo social y ambiental. La privatización no es un proceso estático, y los objetivos de cada venta reflejarán la evolución de la economía, que puede variar radicalmente a través del tiempo. Tanto los objetivos a un plazo inmediato, como aquellos a un plazo más prolongado, pueden entrar en competencia entre sí, por lo menos en cierta medida. Asimismo, no siempre se declaran todos los objetivos. Solamente comprendiendo la complejidad e interacción de dichos objetivos, y la forma en que afectan el desarrollo de la venta, la EFS podrá identificar los aspectos que deberá tomar luego en consideración durante su auditoría de la venta.

Norma

Al comienzo de su auditoría, la EFS debe asegurarse de comprender cabalmente todos los objetivos del vendedor en la privatización, y la forma en que ellos se relacionan con objetivos de mayor incidencia en la economía general.

Fundamentos de la Norma

A menos que comprenda claramente y en toda su complejidad los objetivos del vendedor, incluyendo los que se relacionan con una política más general, la EFS corre el riesgo de emprender una auditoría de resultados que no logre identificar y examinar los fines que el vendedor trata de alcanzar.

Hay muchas privatizaciones en las que los vendedores son responsables por objetivos específicos de la venta, a menudo establecidos por el gobierno. Los objetivos de la venta varían entre un país y otro, dependiendo de los desafíos económicos particulares que éstos enfrentan en el momento de la venta, y la forma en que ella se considera como parte de la respuesta a dichos desafíos. Los objetivos pueden incluir una rápida venta de la empresa, demostrando a los mercados escépticos que la privatización es posible, y allanando así el camino a futuras privatizaciones, manteniendo los niveles de empleo, asegurando la inversión y estimulando una mayor diversificación en la propiedad de acciones. La EFS deberá informarse sobre el efecto sobre la venta de las medidas personales del vendedor, por ejemplo, si existía algún objetivo para mantener el nivel de empleados o de proteger los derechos de los empleados en el caso de despidos y el procedimiento el cual acordaron el vendedor y el comprador para manejar los pagos en el caso de despidos

Por su propia naturaleza, estos objetivos tienden a competir entre sí en cierta medida. Uno de los temas a analizar por la EFS es si el vendedor ha podido alcanzar un equilibrio razonable entre la venta de la empresa de acuerdo a un cronograma estricto por una parte, y la optimización del producto de dicha venta y la minimización de costos por la otra.

Por supuesto que será decisión del vendedor decidir como conciliar objetivos tan conflictivos, y la EFS debería cuidar de no usurpar la responsabilidad del vendedor en la determinación de tales prioridades. Por ejemplo, si el estado como vendedor decide asignar prioridad a la venta rápida de la empresa sobre la optimización del producto, con el propósito de lograr la confianza del inversor en el proceso de privatización, estaría fuera de la competencia de la EFS sostener que el vendedor debería haber retrasado la venta para obtener un mejor precio. Pero es tarea de la EFS examinar las consecuencias de la forma en que el estado dispuso la privatización, y llamar la atención sobre cualquier beneficio público que pueda perderse como consecuencia de ese tipo particular de venta. Por ejemplo, la experiencia demuestra que cuando el estado pierde beneficios en una privatización, y los nuevos propietarios hacen una fortuna a expensas del público, la credibilidad del gobierno puede verse seriamente perjudicada ya que el ciudadano no estima justos los procedimientos y condiciones de la venta.

Algunos objetivos pueden parecer conflictivos, pero no serlo en la práctica. Por ejemplo, la oferta de incentivos a inversores individuales mediante la venta de acciones puede estar en conflicto con la optimización del producto de la venta, pero no cuando dichos incentivos contribuyen a asegurar mayores beneficios globales en la venta mediante la creación de una tensión competitiva entre inversores individuales e institucionales. Sin embargo, demostrarlo puede ser difícil.

La identificación de todos los aspectos de los objetivos declarados por el vendedor también ayudará a la EFS a identificar cualquier otro objetivo importante no declarado, así como las metas útiles que el vendedor pudiera eventualmente haber establecido. Por ejemplo, la EFS debe examinar en qué medida el vendedor ha podido asegurar un buen precio para la empresa, se trate o no de un objetivo declarado. Ese tipo de aclaraciones ayudará a que el estado pueda formular los objetivos de futuras privatizaciones.

Tema

¿Qué elementos debe considerar la EFS en relación con el cronograma de la venta?

Importancia del tema

No es extraño que uno de los objetivos del vendedor sea llevar a cabo la privatización con la mayor rapidez posible. La EFS debe asegurar que el vendedor publicó debidamente los plazos principales para garantizar condiciones iguales entre los oferentes. La EFS debe permanecer alerta para evitar que el cumplimiento de un cronograma estricto actúe en perjuicio de otros objetivos de la venta.

Norma

La EFS debe establecer cuál es el objetivo del vendedor en relación al cronograma de la venta, así como determinar si el cumplimiento de dicho objetivo tiene algún tipo de impacto, ya sea positivo o negativo, sobre la misma.

Fundamentos de la Norma

A menudo los vendedores se encuentran sometidos a una considerable presión para llevar a cabo la venta de acuerdo a un cronograma estricto. Ello ha sucedido con frecuencia, por ejemplo, en aquellos países que tratan de pasar a una economía de mercado con la mayor rapidez posible. Pero también puede darse en economías relativamente desarrolladas, en las que los gobiernos pueden estar contando con que la venta contribuya a sus programas de gastos públicos o a reducir la deuda nacional, o cuando, en el caso de emisiones importantes de acciones, ello pueda dar origen a oportunidades especiales. Además, el desarrollo de determinadas etapas de la venta con la mayor rapidez posible constituye una práctica generalmente aceptada, teniendo como finalidad evitar pérdidas de la empresa como consecuencia de inseguridades sobre su futura viabilidad y mantener la tensión competitiva y concentrar la atención en asegurar un buen negocio partiendo de las ofertas iniciales en una venta comercial total, pasando por la selección final de los oferentes, hasta la finalización de la venta.

Al examinar estos aspectos, la EFS deberá demostrar su comprensión frente a estas presiones. Pero el cumplimiento de un cronograma estricto no constituye una excusa para hacer las cosas mal. Se debe examinar si la venta se efectuó en forma tan apresurada que llevó a omitir o a realizar en forma negligente e incompleta las etapas clave del proceso (por ejemplo, la selección de asesores externos, la adecuación de la empresa a un marco legal apropiado, la toma de decisiones sobre el método de venta, la elaboración de la información financiera, la identificación y valoración de los activos, la valoración de la empresa, la comercialización y negociación de la empresa), y en caso de ser así, si ello provocó algún efecto perjudicial notorio sobre la venta, como por ejemplo, pérdidas en su resultado económico final.

Norma 9

Valoración de la empresa en el período previo a la venta

Tema

¿Cuáles son los aspectos clave que debe considerar la EFS con respecto a la valoración realizada por el vendedor de la empresa que se privatiza?

Importancia del tema

Una valoración independiente de una empresa previa a su venta es uno de los elementos clave de una venta perfectamente realizada ya que suministra al vendedor una forma de verificar si las ofertas presentadas por los oferentes son razonables y pueden ser útiles para las negociaciones siguientes de los oferentes.

Norma

La EFS debe determinar si el vendedor ha logrado obtener una valoración de la empresa antes de su venta. Si no es así, la EFS debe analizar las razones de no hacerlo y en el caso que se realice cualquier tipo de estudio después de la venta debería considerar la posibilidad de ordenar su propia valoración. Si la valoración previa a la venta se ha efectuado por el vendedor, la EFS debe establecer si:

- **se basó en presunciones adecuadas;**
- **se logró en forma independiente del comprador y de la dirección de la empresa;**
- **se basó en principios aceptados de valoración comercial, y**
- **constituye una guía útil para el vendedor en la evaluación de las ofertas y en las negociaciones que conduzcan a la venta final.**

Fundamentos de la Norma

La valoración previa a la privatización constituye una práctica generalmente aceptada, particularmente orientada a determinar el valor de la misma en funcionamiento, así como para disponer de un punto de referencia con respecto al posible producto de su venta y poder así compararlo con las correspondientes ofertas. En tales casos, la valoración - que puede por supuesto referirse a toda una serie de valores dependiendo de la hipótesis que se aplique - puede utilizarse como una forma de verificación cruzada del propio proceso de venta, cuando se aplican procedimientos de licitación selectivos. Si las ofertas recibidas difieren significativamente de las cifras sugeridas por la valoración, ello puede hacer surgir dudas con respecto a la eficacia del proceso de comercialización o de la competitividad de la venta. También es una práctica muy usual que el vendedor valore la empresa para determinar su precio límite, es decir el precio mínimo de venta.

En algunos casos, los vendedores sostienen que existen características únicas o nuevas que dificultan el intento de lograr una valoración realmente útil, dificultad que se utiliza como argumento para no llevarla a cabo. Sin embargo, teniendo en cuenta que se solicita a los oferentes que valoren la empresa, y que ellos disponen, o deberían disponer, de información que no es mejor a la que obra en poder del vendedor, resultaría extraño que éste fuera literalmente incapaz de efectuar tal valoración. Los vendedores alegan además

en algunos casos que unos criterios de competencia óptima sean la mejor garantía para conseguir óptimos resultados de la venta. La competencia parece por supuesto de gran importancia, sin embargo es esencial para el vendedor disponer de puntos de referencia respecto a la evaluación de las ofertas; el fracaso de poder realizar una valoración puede ser con alta probabilidad un indicador que el vendedor está dispuesto a vender la empresa a un precio poco satisfactorio y que no quiere asumir la responsabilidad por ello. Por supuesto el grado de sofisticación y los gastos estimados de la valoración de referencia deben compararse con el volumen y la complejidad de la empresa que se debe vender.

Las presunciones utilizadas en la valoración deberían ser compatibles con la finalidad de la misma. Por ejemplo, si dicha finalidad es realizar una verificación cruzada sobre el resultado de un proceso licitatorio competitivo orientado a comprar la empresa en funcionamiento, la valoración debería llevarse a cabo respondiendo a tales características.

La valoración no debe ser realizada por personas que tengan algún conflicto de intereses con respecto al resultado de la privatización. Ello incluye a los gerentes de la empresa (aún cuando no sean oferentes). Pero en el proceso de valoración puede utilizarse adecuadamente información suministrada y verificada por dichos gerentes. Hay casos en que el vendedor puede necesitar que la valoración sea verificada en forma independiente, por ejemplo cuando ha sido realizada por sus asesores financieros, quienes tendrán derecho a percibir una remuneración al término de la venta, basada en la proporción en que el resultado de la misma exceda las cifras previstas en la valoración. En tal caso, los asesores tendrán interés en que la valoración tenga un nivel bajo.

La valoración de la empresa exige capacidad y buen criterio. Sin embargo, la base para la aplicación de tal criterio debe incluir información cuantitativa sobre la empresa y basarse en principios generalmente aceptados entre profesionales de la valoración.

La EFS también puede desear examinar si el vendedor ha considerado una reestructuración de la empresa previa a la venta para, entre otras cosas, mejorar la situación reflejada en la valoración (ver [Norma 6](#)).

Norma 10
Métodos de venta

Tema

¿Qué factores debe tomar en cuenta la EFS al considerar la elección del método de venta por parte del vendedor?

Importancia del tema

La elección del método de venta puede resultar crucial para el éxito de la privatización. En algunos casos, la elección puede ser bastante directa; por ejemplo, una subasta pública puede ser la forma más simple y económica de enajenar empresas pequeñas en forma individual. Pero en el caso de empresas de mayor magnitud, la elección puede ser más compleja, como lo sería, por ejemplo, entre una venta global con una comercialización

cuidadosamente planificada y una venta por acciones. Este último procedimiento es probablemente el más costoso en términos globales, pero si tiene éxito en crear una tensión competitiva entre una amplia gama de inversores, puede incrementar el resultado neto de la venta, y contribuir asimismo a alcanzar objetivos más generales, tales como el desarrollo de un mercado interno de capital. La EFS debe tomar en consideración qué forma de privatización podría haber elegido el vendedor y porqué el vendedor se decidió posiblemente para ese camino.

Norma

La EFS debe examinar las opciones que el vendedor ha considerado antes de decidir el método de venta a utilizar, así como los criterios que ha aplicado en su selección, incluyendo el logro de objetivos más generales mediante el programa de privatización.

Fundamentos de la Norma

Las precauciones que haya adoptado el vendedor al decidir el método de venta pueden arrojar una luz considerable sobre su comprensión de la naturaleza de la empresa a la venta, así como de su atractivo potencial para el mercado. En el caso de empresas de mayor magnitud, puede resultar útil para el vendedor mantener abiertas opciones alternativas de venta directa o venta por acciones durante el mayor tiempo posible. Por ejemplo, el vendedor puede emprender negociaciones con un comprador directo potencial, en parte para evaluar su mercado y en parte para presionar a los directores de la empresa (que pueden preferir la venta por acciones, considerando que la misma les ofrece mayores posibilidades de mantenerse en sus cargos) para que muestren una actitud más favorable al tipo de perspectiva comercial que es necesario ofrecer a los inversores en caso de una venta por acciones.

La incapacidad del vendedor de ponderar cuidadosamente la naturaleza de la empresa antes de decidir cuál será el método de venta, puede resultar en una pérdida de valor en el producto de la misma. Para citar un ejemplo, en cierta ocasión se solicitó a un vendedor que se hiciera cargo de los servicios de apoyo informático para un grupo de hospitales públicos. Se trataba de una atractiva oportunidad comercial, puesto que los hospitales estaban ansiosos de asegurarse un apoyo permanente para sus sistemas computerizados. Pero en lugar de llevar a cabo una vigorosa comercialización sobre la base de una venta integral, el vendedor trató el caso como un ejercicio de compra de servicios; posteriormente, la EFS estableció que el resultado obtenido fue así mucho menos ventajoso para el contribuyente. En reacción al informe de la EFS, el departamento de salud está planeando tomar en consideración en el futuro una venta comercial de tales dispositivos.

Norma 11

Integridad del vendedor en el proceso de venta.

Tema

¿El vendedor llevó a cabo la venta con integridad y prestando cuidadosa atención a los principios de una transacción de carácter público?

Importancia del tema

La privatización involucra la transferencia de activos públicos al sector privado, realizada por funcionarios públicos. La transacción debe ajustarse estrictamente a las exigencias legales relativas a un adecuado registro contable de los ingresos y egresos estatales. También debe desarrollarse con equidad, de acuerdo con los niveles que se esperan de quienes son responsables por la protección de los intereses de los contribuyentes incluyendo el hecho de tener que tomar medidas para asegurar conformidad de los nuevos propietarios con cualquier tipo de obligaciones que debe solicitarles que incurran. Pueden surgir conflictos de intereses, por ejemplo los vendedores y sus asesores pueden desear presentar una evaluación prudente del valor de la empresa para aumentar la probabilidad de una venta fructífera pero eso puede ser también en perjuicio del contribuyente si se pierde valor.

Los funcionarios públicos participantes no deben recibir beneficio alguno de la venta, ya sea directa o indirectamente, que no haya sido específicamente previsto. Por su parte, los propios funcionarios públicos pueden verse expuestos a críticas por su forma de gestionar la venta, y pueden recurrir a la EFS para defender su reputación. La EFS puede encontrar dificultades en la obtención de evidencia sólida y puede enfrentar objeciones basadas en la confidencialidad comercial, para la publicación de detalles esenciales, tales como la identidad de los oferentes y los montos ofertados o pagados.

Norma

La EFS debe examinar si se han adoptado las medidas de prevención adecuadas para garantizar que la venta se lleve a cabo en forma apropiada y honesta, así como investigar acusaciones de prácticas impropias y determinar si se produjeron desviaciones de los procedimientos establecidos.

Fundamentos de la Norma

Existe el riesgo de que los responsables por las privatizaciones procuren obtener una ventaja personal en lugar de optimizar el valor de la transacción en beneficio de los contribuyentes. Este riesgo puede adoptar formas diferentes, y puede encontrar un campo fértil en las ambigüedades e incertidumbres que rodean este tipo de transacciones. Por ejemplo, los vendedores pueden vender la empresa a sus asociados, o adquirirlas por sí mismos en condiciones ventajosas, contribuyendo así a la pérdida de valor para el contribuyente. Asimismo, los gerentes de la empresa a la venta pueden verse tentados a disfrazar su valor en una u otra forma de manera que, durante el proceso de la privatización, puedan beneficiarse ya sea directamente mediante la reducción de su valor (p.ej., eliminando activos superavitarios), o indirectamente obteniendo un buen producto de la venta y mejorando su posición gerencial.

La EFS debería evaluar la conveniencia de las normas del vendedor para descalificar un oferente y hasta que punto se protegieron los intereses públicos en la práctica.

La EFS deberá identificar los responsables para la autorización y realización de la venta y los criterios de acuerdo a los cuales se alocaron esas responsabilidades.

La EFS también deberá verificar si el estado recibió la totalidad de los fondos derivados de la privatización, o si parte de los mismos, o todos ellos, han desaparecido en bolsillos ajenos.

El descuido del vendedor también puede conducir a que la venta se lleve a cabo sin prestar la debida atención al interés público. Esta situación surge, por ejemplo, cuando el vendedor no brinda a todos los oferentes el mismo acceso a la información relativa a la empresa, dejando a unos en posición más ventajosa que otros y desvirtuando así la competitividad de la operación.

Pueden surgir conflictos de intereses en los casos en que gerentes y/o asesores que poseen un conocimiento interno de la empresa, reciban un tratamiento preferencial como oferentes.

Hay muchos casos en que una venta realizada en forma inadecuada adquiere estado público. Este tipo de denuncias puede ser de ayuda para la EFS, pero también puede resultar incompleto o incorrecto, y los funcionarios públicos y demás personas involucradas, como los oferentes, pueden recurrir a la EFS para que actúe en su descargo. A menos que se disponga de evidencia confiable, ello puede colocar a la EFS en una posición difícil. Incluso cuando se obtiene dicha evidencia, otras partes involucradas en la venta pueden objetar su publicación basándose en la confidencialidad comercial. La experiencia aconseja que, en beneficio de todos quienes desean que la venta se realice en forma apropiada, todas las partes involucradas en la transacción deberían saber que la misma puede encontrarse sujeta a un examen e investigación independiente por parte de la EFS, y que los detalles de sus resultados probablemente serán publicados por razones de interés público.

Norma 12
Gestión residual

Tema

¿Qué medidas debe adoptar la EFS para evaluar la gestión de las responsabilidades residuales del estado, luego de la venta de una empresa pública?

Importancia del tema

En la mayoría de los casos, luego de la venta de una empresa estatal, el estado continuará teniendo algunas responsabilidades residuales. La gestión eficaz de dichas responsabilidades tendrá sin duda un impacto sobre las finanzas de la nación, tanto a corto como a largo plazo, ya que puede conducir a la exigencia de liquidación de fondos públicos, o a requerir la administración eficaz de un recurso público. Por lo tanto, la EFS debe considerar la posible auditoría de la gestión residual de la empresa estatal con posterioridad a su venta.

Norma

La EFS debe evaluar la adecuación de las disposiciones estructurales adoptadas por el estado para su gestión residual, y determinar si los estados contables

públicos o nacionales reflejan adecuadamente (y cuantifican en lo posible) todos los activos y obligaciones residuales, reales o eventuales.

Fundamentos de la Norma

Los aspectos residuales pueden surgir por una variedad de razones con posterioridad a una privatización. En algunos casos surgen porque el estado decide no incluir todos los aspectos contables en la venta, o porque no puede desvincularse de todas las actividades u obligaciones de la empresa - por ejemplo, la gestión de las obligaciones con los accionistas, un marco legal incompleto o incierto, litigios pendientes, u obligaciones laborales o empresariales relativas a rubros no incluidos en la venta. Otros aspectos pueden surgir como consecuencia directa de las propias disposiciones adoptadas para la venta -por ejemplo, la gestión activa y responsable de indemnizaciones o garantías otorgadas en la venta y en el acuerdo de compra, o la continuación de la gestión de aspectos residuales.

Un ejemplo de tales compromisos lo constituyen las indemnizaciones a los agentes del vendedor (p.ej. bancos e instituciones inversoras) en la emisión de acciones de una empresa, la indemnización a directores de la empresa por lucro cesante, y los préstamos y obligaciones contraídos por la empresa privatizada, incluyendo su exposición por partidas no incluidas en el balance general. Un ejemplo de activo residual podría ser la gestión de un acuerdo de arriendo con el comprador estableciendo el acceso o el uso de terrenos públicos no incluidos en la venta, por ejemplo la tierra ocupada por una red ferroviaria privatizada.

Otros riesgos relacionados con este aspecto de la privatización pueden incluir la falta de toda función permanente de gestión residual, el extravío de registros, y el riesgo de pérdida de información institucional a medida que los empleados se dispersan en busca de otras oportunidades laborales.

La EFS debe examinar cuáles son los compromisos del vendedor con el comprador de la empresa, si los mismos fueron cuantificados, y la forma en que el vendedor ha tratado de proteger los intereses de los contribuyentes mediante, por ejemplo, el establecimiento de límites de tiempo, financieros, u otras disposiciones de rescisión contractual.

La EFS debe tener una idea clara sobre cuáles son los aspectos residuales que pueden surgir con posterioridad a una privatización, y determinar si existe una gestión estatal eficaz y permanente de dichos activos y obligaciones mientras ellos duren. Estos aspectos pueden extenderse más allá de las obligaciones que mantiene el estado. Por ejemplo, en el caso de la privatización masiva, puede suceder que un gran número de empresas se privaticen en un corto período de tiempo, y que durante dicho proceso no se tomen en consideración aspectos importantes relativos a las responsabilidades de los nuevos propietarios. Probablemente, la EFS tendrá que controlar permanentemente las obligaciones que permanecen bajo responsabilidad del estado, especialmente si las mismas no se han aclarado o decidido en el momento de la venta.

Sección 3: Ventas directas

Norma 13

Asesoramiento externo requerido por el vendedor

Tema

¿Qué medidas debe adoptar la EFS para asegurar que el vendedor ha tenido acceso durante el proceso de venta a un asesoramiento externo adecuado y a un costo razonable?

Importancia del tema

Los vendedores frecuentemente designan asesores en ventas para ayudarles en la gestión del proceso de venta, incluyendo aspectos relativos a las partes interesadas, así como para proporcionar asesoramiento especializado en la materia. La garantía de un sólido asesoramiento externo puede ser la clave del éxito de la venta.

Norma

La EFS debe examinar el proceso seguido por el vendedor para identificar a los especialistas y asesores externos imparciales que necesita para llevar a cabo la venta, y las medidas adoptadas para que dicho asesoramiento se efectúe en forma económica.

Fundamentos de la Norma

Rara vez el vendedor posee la gama completa de conocimientos requeridos para supervisar todos los aspectos de una venta directa. Los conocimientos necesarios para garantizar un resultado satisfactorio variarán de acuerdo a la naturaleza de la empresa que se vende. Normalmente, los vendedores invitan a asesores potenciales a expresar su interés en colaborar en el proceso. Los asesores potenciales no solamente deben ser competentes y contar con el necesario conocimiento industrial, sino que también deben estar libres de todo conflicto de intereses con respecto a la empresa en venta. Esta última consideración puede ser motivo de eliminación de asesores potenciales en las economías menos desarrolladas, donde la posibilidad de conflicto surge con mayor frecuencia.

La EFS deberá verificar que el proceso de designación de asesores contemple la importancia de garantizar la neutralidad del asesoramiento al vendedor, así como demostrar la necesaria competencia. La EFS debe examinar si las remuneraciones a los asesores son razonables, si se les ha otorgado los incentivos adecuados para optimizar su rendimiento frente al vendedor, y si han actuado en forma transparente. En los casos en que las remuneraciones sean un porcentaje del precio final de venta, la EFS debe asegurarse de que no se haya logrado un precio de venta superior a expensas de, por ejemplo, una liquidación en tiempo y forma, o debido a un exceso de garantías e indemnizaciones.

La forma de remuneración de los asesores varía significativamente entre una venta y otra. Algunos perciben un monto fijo, otros un porcentaje del precio de venta, y otros cobran en base horaria. Cada método tiene sus ventajas y desventajas. Sin embargo, las sumas involucradas muy rara vez son insignificantes, ya sea por su monto, o por su

trascendencia política y pública. Por lo tanto, la comunidad debe contar con la seguridad de que las remuneraciones pagadas a los asesores son razonables en las circunstancias dadas. Con respecto a los costos, ver también la [Norma 39](#) (establecimiento y control de presupuestos para contratistas externos).

Norma 14

Dirección de la empresa

Tema

¿Qué riesgos de auditoría debe tomar la EFS en consideración en relación con la dirección y los empleados de la empresa estatal que se privatiza?

Importancia del tema

A fin de preservar la integridad del proceso de venta y garantizar su mejor resultado, es importante asegurar que la dirección y los empleados de la empresa estatal a la venta no hagan nada que pueda afectar negativamente dicho proceso.

Norma

La EFS debe determinar si la dirección y los empleados de la empresa estatal a la venta actuaron en forma competente y de manera tal que constituyeron un eficaz apoyo a la integridad del proceso, sirviendo a los intereses superiores del vendedor.

Fundamentos de la Norma

La dirección de una empresa estatal a la venta se encuentra sujeta a numerosas presiones durante el proceso de venta. Se les requiere frecuentemente y se espera que brinden acceso a libros y registros relativos a la empresa, que respondan a preguntas del vendedor, de los asesores y oferentes potenciales en forma equitativa, mientras cumplen al mismo tiempo con sus deberes y obligaciones de rutina, incluyendo las derivadas de las incertidumbres planteadas por los empleados con respecto al impacto de la venta sobre su futuro. Es necesario que el personal directivo se encuentre disponible durante el proceso, aunque sus integrantes estén considerando el impacto de la venta sobre sus propios cargos y carreras futuras. Sería sumamente conveniente contar con su permanencia en esta oportunidad, por lo menos en los cargos clave, y se deberían adoptar las medidas (incentivos) necesarios para asegurar la continuidad de su empleo hasta la finalización del proceso de venta.

Estos funcionarios también estarán considerando sus propias posibilidades futuras y pueden sentirse tentados de favorecer a un oferente en perjuicio de otro para asegurarse un empleo, ya sea en el área estatal o con el nuevo propietario. Una vez que se llegue a un acuerdo, su lealtad puede pasar del vendedor al comprador.

La EFS debe tener conocimiento de estos impactos potenciales sobre el resultado de la venta y contar con la seguridad de que el vendedor ha reconocido y manejado adecuadamente los riesgos que pueden afectar el proceso y el resultado de la venta, por

ejemplo, mediante una precisa orientación a la dirección y a los empleados con respecto a la naturaleza y el alcance de cualquier comunicación con los oferentes.

La Sección 4 de estas Normas analizan los elementos adicionales que surgen cuando la dirección y/o los empleados de la empresa también presentan ofertas para su compra.

Norma 15

Comercialización de la empresa

Tema

¿Qué medidas debe adoptar la EFS para evaluar la comercialización de la empresa?

Importancia del tema

Una venta exitosa, que logra un buen resultado económico, es la que deriva de la competencia entre oferentes. Para que ello suceda, los vendedores deben considerar cuál es el método de venta que se adapta mejor a la naturaleza de la empresa y cómo informar sobre esta oportunidad a los oferentes potenciales. Es probable que existan consideraciones legales de importancia que afecten la naturaleza de su comercialización, tales como los requisitos y normas reglamentarias que regulan la publicidad que pueda darse a tales oportunidades. Existe el riesgo de que, por falta de experiencia o de visión comercial, los vendedores se resistan a efectuar un estudio de mercado en profundidad.

Norma

La EFS debe examinar en qué medida el vendedor ha tenido éxito en llamar la atención de compradores potenciales sobre las oportunidades comerciales que la venta de la empresa representa.

Fundamentos de la Norma

No puede esperarse que surja la competencia a menos que el vendedor adopte medidas positivas para alentar a los oferentes apropiados a presentarse. Hay casos en que las empresas se venden por adjudicación simple, en que el vendedor invita a los empleados a presentar sus ofertas, las que probablemente no tendrán competencia. La EFS debe examinar, por ejemplo, si la venta de la empresa fue publicitada en la prensa financiera y periódicos comerciales, y si el vendedor ha considerado la posibilidad de sondear el mercado en forma adecuada para identificar posibles compradores, y cuál ha sido el resultado. En el caso que la venta se ha efectuado sólo después de uno o varios intentos fracasados, la EFS debería investigar cuales eran las razones, qué gastos se incurrieron en el proceso y cuales podrían ser las conclusiones que se sacaron de ello para poder contribuir a evitar que estos errores se cometiesen en el futuro.

También será necesario que la EFS examine si el vendedor ha prestado una cuidadosa atención a las exigencias reglamentarias, tanto internas como internacionales, que pudieran tener incidencia sobre la comercialización de la empresa, y si ha cumplido con las obligaciones internacionales vigentes en lo que respecta a emitir invitaciones para la adjudicación de servicios públicos o la adquisición de activos públicos. Será necesario

que la EFS se mantenga alerta frente a los casos en que el vendedor pueda haberse escudado en supuestas limitaciones como excusa para no llevar a cabo una vigorosa promoción de la venta de la empresa, arriesgando así el logro del valor total de venta previsto.

Norma 16

Información a oferentes potenciales

Tema

¿Qué información debe suministrarse a los oferentes potenciales?

Importancia del tema

Debido a una variedad de razones legítimas, incluyendo la confidencialidad comercial, pero también para estimular la presentación de ofertas imaginativas y competitivas, el vendedor quizás no desee suministrar una información amplia sobre la empresa en venta a todos los oferentes potenciales en la etapa inicial de oferta. Por otra parte, el vendedor necesita incentivar las ofertas iniciales y minimizar el riesgo de que los oferentes preseleccionados reduzcan significativamente sus ofertas en una etapa posterior al disponer de mayor información. Sea cual sea el nivel de información suministrado, debe ser igual para todos los oferentes potenciales, o el vendedor correrá el riesgo de debilitar la confianza de dichos oferentes en la integridad del proceso de venta.

Norma

La EFS debe analizar si el vendedor ha evaluado la posibilidad de ocultar datos al suministrar información a oferentes potenciales, y si se ha asegurado de que los detalles proporcionados fueran iguales para todos ellos.

Fundamentos de la Norma

Si el vendedor no es capaz de proporcionar información adecuada y equitativa a todos los oferentes, existe el riesgo de que estos se retiren, reduzcan significativamente sus ofertas, o las reduzcan en una etapa posterior del proceso de venta en caso de que la información recibida en ese momento les proporcione elementos de juicio que afecten su evaluación sobre el valor de la empresa. Si el comprador recién recibe dicha información con posterioridad a la venta, ello puede ser motivo de litigio.

Norma 17

Evaluación de ofertas

Tema

¿Qué medidas debe adoptar la EFS para determinar la forma en que el vendedor ha evaluado las ofertas recibidas?

Importancia del tema

A menos que el vendedor haya establecido criterios para evaluar las ofertas recibidas, se corre el riesgo de no lograr el mejor resultado posible de la venta. Pero puede resultar difícil identificar cuáles son los criterios satisfactorios, especialmente cuando los objetivos de la venta se encuentran en competencia uno con otro, y cuando algunos de ellos tienen un carácter cualitativo como, por ejemplo, lograr producir una impresión de éxito. Aún así, si las ofertas no son evaluadas en forma consistente, el vendedor puede verse enfrentado a dificultades para demostrar en qué medida el acuerdo logrado cumple con los objetivos de la venta, y existe el riesgo de que pueda ser acusado de incorrección.

Norma

La EFS debe analizar los criterios aplicados por el vendedor para evaluar las ofertas en relación con los objetivos de la venta, y examinar el grado de éxito alcanzado en la aplicación de dichos criterios en la evaluación de las ofertas recibidas.

Fundamentos de la Norma

Si no cuenta con criterios sólidos para poder evaluar las ofertas recibidas, el vendedor no estará en posición de determinar en qué medida cada oferta cumple con los objetivos de la venta: en el caso que no existen reglas de evaluación de la adjudicación, que definen las prioridades que se atribuyen a cada criterio, puede ser difícil aclarar las razones y una conducta imparcial para la decisión de elegir a un oferente especial. Pero esto puede resultar difícil, porque en un caso típico dichos objetivos probablemente compitan uno con otro y no sea posible evaluarlos en su totalidad. En dichas circunstancias, los vendedores en ocasiones asignan un valor diferente a criterios distintos, pero la combinación de tales criterios a menudo resulta informal y subjetiva en la práctica, dificultando la posibilidad de determinar si en la evaluación de cada oferta se ha aplicado un enfoque consistente.

Aún cuando el vendedor tenga éxito en la aplicación de una serie de criterios adecuadamente ponderados, existe el riesgo de que esta evaluación sea excesivamente mecánica, asignando un valor demasiado elevado a aquellos aspectos que pueden medirse (p.ej. el precio) y uno inferior a aspectos más cualitativos pero que pueden sin embargo ser muy importantes (p.ej. el potencial comercial de los oferentes), dejando así un margen para la especulación y el abuso. Este riesgo de adoptar un sistema de evaluación excesivamente mecánico puede surgir cuando el vendedor desea reducir la posibilidad de corrupción por parte de quienes realizan la evaluación. Las mismas carencias potenciales surgen en cierta medida cuando el vendedor, en lugar de asignar un valor a cada criterio, selecciona un objetivo principal -cuantificable- y considera a todos los demás solamente como restricciones que deben cumplirse.

Cualquiera sea el método de evaluación de ofertas que decida adoptar el vendedor, si no es comunicado a los oferentes, probablemente sus ofertas no cumplirán con las exigencias del vendedor. Los criterios deben ser apropiados para la etapa particular de la venta y no tan rígidos como para desalentar la presentación de propuestas innovadoras. La EFS puede desear analizar el éxito logrado por el vendedor en la consideración de tan complejos aspectos. En algunos casos, será posible examinar el tema dentro del contexto de ventas individuales. En otros casos, en que se llevan a cabo numerosas ventas en

forma paralela, sería más conveniente que la EFS examine los sistemas utilizados por el vendedor en la aplicación de los criterios mencionados.

La auditoría de la evaluación de ofertas es probablemente uno de los aspectos más exigentes de la auditoría de la privatización desde un punto de vista técnico. Para esta tarea, la EFS deberá contar con la capacidad apropiada (ver Normas 1 y 2).

Norma 18

Preselección de ofertas

Tema

¿Cómo debe la EFS evaluar la forma en que el vendedor ha efectuado la preselección de ofertas?

Importancia del tema

Para que las negociaciones lleguen a una conclusión satisfactoria, el vendedor puede tener que reducir el número de oferentes a una cantidad razonable, en tanto que mantiene la tensión competitiva entre las ofertas más importantes.

Norma

La EFS debe examinar si los criterios y procesos aplicados por el vendedor en la preselección de ofertas fueron bien pensados y fundamentados dentro del contexto de los objetivos de la venta, así como la forma en que el vendedor logró un equilibrio entre negociar con pocos y con muchos oferentes.

Fundamentos de la Norma

Partiendo de la base de que el proceso de la venta haya dado lugar a un número de ofertas iniciales que se ajusten a los criterios establecidos, el vendedor debe decidir si reduce el número de oferentes que invitará a pasar a la próxima etapa. La experiencia demuestra que los vendedores a menudo lo hacen con la expectativa de que ello les permita finalizar la venta con mayor rapidez. Y existe un argumento para hacerlo -cuanto mayor sea el número de oferentes que pasen a la siguiente etapa, menos probable será que puedan evaluar sus posibilidades de éxito. De manera que reducir el número de oferentes puede incrementar la tensión competitiva. Pero si el vendedor no mantiene esa tensión y presiona para llegar a la etapa final de la venta, los oferentes invitados a pasar a la próxima etapa se verán alentados a reducir sus ofertas iniciales en perjuicio del producto de la venta, como ha sucedido en varios casos. El vendedor también debe ser lo suficientemente cuidadoso como para mantener la competencia entre los oferentes más serios durante tanto tiempo como sea posible. Puede suceder, por ejemplo, que el oferente que eventualmente resulte ganador, haya obtenido una baja calificación en la etapa inicial. Por esas razones algunos vendedores decidieron que dependiendo del volumen y la complejidad de la venta deberían tratar que siguieran en discusión por lo menos tres oferentes el máximo de tiempo. La EFS debe tomar en consideración esos factores y evaluar hasta que punto la decisión de reducir la lista de oferentes facilitó o impidió el resultado positivo de la venta.

Al informar sobre esta etapa crucial dentro del proceso de venta, es probable que el Parlamento y el público ejerzan presión sobre la EFS para que revele la identidad de los oferentes, así como los montos y términos de sus ofertas. Pero los oferentes frecuentemente buscan y logran de los vendedores un compromiso en el sentido de mantener la confidencialidad de su identidad y demás detalles, particularmente si no logran éxito en sus ofertas. En tal caso, la EFS deberá considerar si existen argumentos de interés público que exijan mantener la confidencialidad de dichos datos. Si la EFS llega a la conclusión de que tales argumentos tienen un carácter forzoso (por ejemplo, no desalentar las ofertas en ventas futuras), la EFS puede considerar la posibilidad de proporcionar estos detalles al Parlamento bajo la forma de un informe confidencial.

Norma 19
Oferente preferencial

Tema

¿Qué puntos debe examinar la EFS cuando el vendedor negocia con un único oferente preferencial en la última etapa de la venta?

Importancia del tema

Sucede con frecuencia que tanto las ofertas iniciales como las que se presentan en la segunda etapa tienen un carácter condicional debido, por ejemplo, a que el vendedor ha tenido dificultades en superar las dudas existentes en el mercado con respecto a la venta. En tales circunstancias, los vendedores pueden considerar que la única forma de modificar los términos de la oferta es concederle a un oferente una calidad preferencial y entablar con él negociaciones exclusivas para finalizar la venta.

Norma

La EFS debe examinar si el vendedor tenía criterios establecidos para seleccionar un oferente preferencial que fueran compatibles con los objetivos de la venta, y si tales criterios fueron aplicados.

Fundamentos de la Norma

El vendedor debe poder demostrar que el oferente preferencial es el que supuestamente podrá cumplir mejor con los objetivos de la venta, que será aceptable para todas las partes interesadas, y que no se retirará o ejercerá presión para obtener reducciones significativas de su oferta durante las etapas finales. La EFS verificará que, al seleccionar al oferente preferencial, el vendedor haya tomado en consideración cualquier dificultad que pudiera surgir durante las negociaciones, y que haya determinado su capacidad financiera para completar la transacción.

Tema

¿De qué forma debe la EFS examinar las negociaciones finales entre el vendedor y el oferente preferencial?

Importancia del tema

Aún si el hecho de otorgar a un oferente la condición de preferencial resulta en el retiro de sus reservas o condiciones formales, el vendedor se encuentra expuesto al riesgo de que, durante las etapas finales, este oferente explote la fuerte posición negociadora que le otorga dicha categoría preferencial.

Norma

La EFS debe examinar las medidas que ha adoptado el vendedor para prevenir el riesgo de que, en la crucial etapa final, el oferente preferencial trate de lograr reducciones significativas en el valor de su oferta, y que las condiciones finales de la transacción no sean peores que las que podría haber presentado cualquier otro oferente.

Fundamentos de la Norma

El oferente preferencial normalmente se encuentra en una posición de negociación exclusiva con el vendedor, y a menos que éste sea muy cuidadoso durante esta etapa, el oferente puede lograr presionar en busca de reducciones de último momento en el precio u otras concesiones, tales como indemnizaciones. La EFS deberá examinar las medidas adoptadas por el vendedor para reducir estos riesgos. Tales medidas podrían incluir: el establecimiento de un precio límite, basado en una meticulosa valoración de la empresa; (ver [Norma 9](#)); la divulgación anticipada de la información, que puede llevar al oferente a reducir su evaluación del valor de la empresa que se vende; la adopción de medidas para mantener la tensión negociadora con el oferente preferencial, con el propósito de cerrar la operación tan pronto como sea posible con un resultado satisfactorio, y mantener las puertas abiertas a los demás oferentes, de manera que puedan ser invitados a participar nuevamente en las negociaciones en caso de que el oferente preferencial tratara de obtener concesiones significativas.

Sección 4: Compra total por la dirección de la empresa

Norma 21

Garantías de competencia justa

Tema

¿Qué medidas de salvaguarda debe considerar la EFS en el caso de que se permita a la dirección y/o empleados de la empresa ofertar por la misma, de la misma forma que lo hacen los oferentes externos?

Importancia del tema

El vendedor quizás desee alentar a la dirección y/o empleados a ofertar por la empresa para demostrar a oferentes potenciales que su adquisición vale la pena, así como para mantener a la dirección y los empleados adecuadamente motivados durante el período que transcurra hasta la venta. Pero la dirección sabe más sobre la empresa que persona alguna, y a menos que el vendedor incorpore salvaguardas especiales existe el riesgo de desanimar a los oferentes externos, en perjuicio del resultado de la venta.

Norma

La EFS debería examinar la forma en que el vendedor garantiza una competencia justa entre el equipo de compra de la dirección y los oferentes externos, incluyendo un adecuado suministro de información.

Fundamentos de la Norma

La dirección actual de la empresa se encuentra en una posición negociadora potencialmente preferencial. Su estrecha participación y su familiaridad con las operaciones, fortalezas y debilidades de la empresa, sus clientes y perspectivas futuras, le proporcionan una visión desde dentro del propio proceso de adjudicación. Igualmente, la dirección puede intentar de desalentar a los oferentes externos al dar informaciones negativas sobre las perspectivas comerciales. Para poder contrarrestar dicho riesgo, el vendedor deberá excluir del proceso de decisión aquellos miembros de la dirección y empleados que se encuentran involucrados directa- o indirectamente en el equipo de compra de la dirección. Además sería recomendable que el vendedor establezca un código de conducta para los equipos de compra de la dirección, exigiéndoles manifestar su interés al vendedor y especificar el tipo de información sobre la empresa que la dirección puede proporcionar a sus potenciales colaboradores financieros. El vendedor también puede considerar conveniente disponer una revisión independiente de la información suministrada a todos los oferentes para verificar su exactitud.

La EFS también deberá examinar si el vendedor se ha asegurado de que, en la medida de lo posible, todos los oferentes tengan acceso a la misma información sobre la empresa sobre una base equitativa y que se hayan discutido debidamente unas regulaciones pertinentes acerca del abuso de informaciones confidenciales. Ello resulta de especial importancia cuando uno de los oferentes es un equipo formado por la dirección. En estas disposiciones se puede incluir la creación de un centro de información a ser utilizado bajo supervisión por todos los oferentes, la presencia del vendedor o su agente en todas las reuniones celebradas entre la dirección de la empresa y los oferentes para garantizar que todos reciban la misma información, el registro de toda la información que soliciten los oferentes y que se les proporcione, y la seguridad de que toda información solicitada por un oferente y proporcionada al mismo, le sea igualmente suministrada a todos los demás oferentes. En estos casos el vendedor debería tratar que tanto los oferentes externos como los oferentes internos reciban dentro de lo posible las mismas informaciones sobre el pasado y las perspectivas futuras de la empresa. En algunos casos los vendedores decidieron no permitir que la dirección o los empleados estén involucrados en la oferta para la empresa hasta que no se hubiera identificado un oferente externo al cual se le da preferencia y este es el punto en el cual la dirección o los empleados tienen derecho a participar en la negociaciones.

Norma 22
Incentivos

Tema

¿Qué factores debe tomar en cuenta la EFS al evaluar la eficacia de los incentivos que pueda ofrecer el vendedor para estimular la presentación de ofertas por parte de la dirección y/o empleados de la empresa?

Importancia del tema

Los incentivos excesivamente generosos para estimular ofertas de compra por parte de la dirección, especialmente si son poco claros y no se divulgan, pueden desalentar a los oferentes externos y arriesgar la pérdida de valor final de venta.

Norma

La EFS deberá examinar si los incentivos ofrecidos a los equipos de compra de la dirección fueron adecuadamente planificados, teniendo en cuenta los objetivos de la venta, y evaluados con respecto a su probable impacto sobre el resultado final de la venta, y si sus detalles principales fueron explicados a todos los oferentes.

Fundamentos de la Norma

Los vendedores pueden considerar conveniente estimular las ofertas de compra por parte de la dirección a efectos de crear tensión competitiva con los oferentes externos y/o proteger los intereses o mantener la moral de la dirección y de los empleados. Los incentivos pueden adoptar la forma de colaboración con los costos de preparación de la oferta, o el vendedor puede decidir otorgar la preferencia a una oferta de la dirección si la misma representa un cierto porcentaje de la oferta más alta y es satisfactoria en todos los demás aspectos. La naturaleza y valor de estos incentivos y las circunstancias en que se apliquen deben ser cuidadosamente sopesadas por el vendedor, y la correspondiente información debe proporcionarse a todos los oferentes por adelantado y en los casos que sea posible al público en general, pues lo contrario desalentaría la participación de oferentes externos. La EFS debería controlar si el vendedor tomó en consideración retirar cualquier tipo de apoyo financiero que concedió al equipo de compra de la dirección para la preparación de la oferta una vez que ese equipo haya encontrado que le presta apoyo financiero o comercial.

Existen algunas circunstancias en que los incentivos probablemente no representen una medida eficaz -por ejemplo, cuando el equipo de dirección carece de la capacidad necesaria para operar la empresa con éxito. Pero en otros casos, si se estimula una oferta de la dirección, ello puede producir un mejor resultado en la venta que lo que hubiera sido posible de otra forma. Para citar un ejemplo, durante la adjudicación de diez firmas subsidiarias en funcionamiento pertenecientes a una empresa pública, cuatro de ellas fueron vendidas a equipos de dirección con un beneficio global en el resultado de la venta, y se mejoraron las ofertas de los compradores comerciales como resultado de la competencia provocada por dichos equipos de dirección.

La EFS debe examinar si las condiciones de la venta prevén que cualquier ganancia se concentrara en manos de un grupo selecto de la dirección en perjuicio de los empleados ordinarios y del contribuyente.

Norma 23

Forma de asegurar el mejor precio posible

Tema

¿Qué elementos debe examinar la EFS para verificar que el vendedor ha obtenido un buen precio en la venta de la empresa a su dirección?

Importancia del tema

Se han producido ejemplos notorios en los que grupos directivos han adquirido empresas y las han revendido luego con un significativo beneficio para sí mismos y para sus asociados financieros dentro de un período de tiempo relativamente breve. Ello puede conducir al desprestigio del proceso de privatización, puesto que constituye evidencia prima facie de que la venta original de la empresa no alcanzó un resultado óptimo en beneficio del contribuyente.

Norma

La EFS debe examinar las medidas adoptadas por el vendedor, teniendo en cuenta los criterios de la venta, para evitar el riesgo de que la empresa pueda ser adquirida a bajo precio por el grupo directivo, por ejemplo por estorbar a oferentes rivales.

Fundamentos de la Norma

Como consecuencia de su conocimiento de la empresa, existe el riesgo de que la dirección pueda adquirirla al menor precio y bajo las mejores condiciones, lo que le permitirá recuperar su valor real en poco tiempo. La protección principal contra tal riesgo es un proceso de venta plenamente competitivo - respaldado por una evaluación de la empresa realizada pro el vendedor (véase [Norma 9](#)) - basado en la igualdad de información a todos los oferentes. Otras medidas de protección incluyen la designación de uno o más directores independientes que formen parte del directorio de la empresa, con la función de proporcionar al vendedor un panorama claro sobre la viabilidad y perspectivas de la misma, como elemento de referencia para evaluar las opiniones del grupo directivo y de los demás oferentes, y garantizar que se apliquen otras medidas tales como el suministro de la misma información a todos los oferentes, y la adopción de medidas para evitar posibles conflictos de intereses.

El vendedor puede considerar prudente excluir a los miembros del grupo directivo de ciertos procesos de toma de decisiones, tales como las etapas preparatorias de la privatización, incluyendo la reestructura de activos y recursos, cualquier enajenación parcial antes de la venta principal, reestructuración del pasivo, o cualquier otra decisión en materia de inversiones que pudiera afectar el valor de la empresa. La EFS también verificará si el vendedor ha tomado en consideración los informes de la auditoría de la reestructuración, especialmente los que mencionan deficiencias identificadas por la EFS.

Por ejemplo, cuando la venta es la primera de una nueva serie, y el mercado puede mostrarse dudoso al comienzo con respecto a las posibilidades de éxito de la privatización, el vendedor puede considerar conveniente negociar una parte de los beneficios que se produzcan dentro de un determinado período posterior a la venta. En ese caso, el vendedor evidentemente deberá tener en cuenta la posibilidad de que esta medida reduzca al precio de venta de la empresa al grupo directivo. En un caso particular, una empresa de alto valor con un reducido número de directivos y empleados fue adquirida por el grupo directivo, con apoyo financiero, por el equivalente de US\$ 750 millones y vendida siete meses después por US\$ 1.200 millones, de los cuales el grupo directivo recibió más de una cuarta parte y sus asociados financieros el resto. El estado no recibió participación alguna en estos beneficios.

Sección 5: Privatizaciones masivas

Norma 24

Información a los inversores públicos

Tema

¿Qué medidas debe adoptar la EFS para garantizar que el público cuente con información suficiente y comprenda el proceso de privatización masiva, de forma tal de poder asegurar una amplia participación de inversores públicos seleccionados?

Importancia del tema

El objetivo global de los programas de privatización masiva es distribuir tan rápidamente como sea posible entre el público, como potenciales inversores individuales, las acciones de la empresa que se vende. En la mayoría de los países en los que se han introducido medidas de privatización masiva, el público cuenta con poca o ninguna experiencia anterior como propietario. A efectos de animar al público de convertirse en inversores, se requiere proporcionarle información sustancial sobre el proceso, el tipo y calidad de patrimonio que se ofrece, y el significado de la propiedad por acciones y de los derechos de los accionistas.

Norma

La EFS debe examinar el proceso de información pública, incluyendo campañas de concienciación, así como los mecanismos utilizados para suministrar datos clave sobre la empresa que se vende a través del programa de privatización masiva. La EFS debe contar con la certeza de que tanto el proceso como la calidad de la información sean adecuadas para permitir a los inversores potenciales una toma de decisiones cabal.

Fundamentos de la Norma

La diversificación de la propiedad es un típico objetivo de la privatización masiva. Su propósito es solucionar las desigualdades de propiedad que se han detectado como resultado de otras formas de privatización, teniendo especialmente en cuenta que los trabajadores y el público en general se consideraban como parte de la estructura de propiedad colectiva existente en las economías dirigidas anteriormente vigentes. Con tal

objetivo, los programas de privatización masiva tratan de incluir la más amplia participación del público en calidad de inversor. Sin embargo, el público en general carece de experiencia significativa en el área de la propiedad privada, y puede tener escaso conocimiento sobre el significado y los derechos de la propiedad por acciones. Aún así, el éxito de los programas de privatización masiva a menudo se juzga en base al porcentaje de participación de los ciudadanos como inversores. Las campañas de información pública, así como el fácil acceso a datos objetivos sobre opciones de inversión, son elementos críticos para transformar al público en inversor. Sin embargo, incluso en economías de mercado desarrolladas la mayor parte de las acciones puede ser propiedad de inversores institucionales o corporativos. Por ejemplo, en los Estados Unidos, donde se tiene fácil acceso a la información, solamente el 22 por ciento de la población es titular de acciones.

La EFS debe examinar las distintas formas, la duración, los métodos de divulgación, y las características adecuadas de los mensajes que se transmiten mediante las campañas de concienciación pública/información pública utilizadas para fomentar la inversión por parte del público. Además, debe examinar si se ha incluido en el programa un nivel básico de información sobre cada empresa, incluyendo datos confiables sobre sus resultados financieros, empleo, estructura directiva, y una descripción de sus principales productos y mercados. La EFS deberá mantenerse alerta frente al riesgo de sobrestimar las posibles ganancias y beneficios, así como la posición financiera de la empresa, y de no suministrar una clara definición de las obligaciones de la dirección frente a los accionistas.

Norma 25
Intermediarios

Tema

¿Qué medidas debe adoptar la EFS para determinar si las regulaciones para los intermediarios sean efectivas?

Importancia del tema

Debido a la falta de experiencia de los inversores individuales como propietarios privados, los intermediarios a menudo llegan a representar el grueso de la propiedad de acciones, mediante la creación de fondos de inversión y fideicomisos. Estos intermediarios desempeñan un papel esencial en el desarrollo de un nuevo mercado que apoya la comercialización de acciones y donde existe cierto grado de liquidez. Sin embargo, al mismo tiempo existe el riesgo de que los intermediarios puedan no prestar atención o ignorar las importantes obligaciones propias de la dirección corporativa y utilizar su conocimiento del mercado para obtener ventajas de los inversores mal informados.

Norma

La EFS debe examinar el marco legal y reglamentario en el que actúan los intermediarios de la privatización masiva, y asegurarse de que dicho marco funcione de acuerdo a lo previsto.

Fundamentos de la Norma

Una consecuencia de la privatización masiva es la aparición de intermediarios de mercado que incluyen fondos de inversión, fideicomisos y una red de agentes y representantes. Estos grupos están integrados tanto por personas con conocimiento real de los mecanismos del mercado, como por aquellos que simplemente se presentan como tales. De la misma forma que los inversores pueden tener escaso conocimiento sobre sus derechos como accionistas directos, también pueden carecer de información relativa a sus derechos en la negociación con intermediarios. Así lo ha demostrado la amplia diseminación de los esquemas piramidales en varios países. El resultado de tales esquemas ha tenido como consecuencia graves pérdidas económicas, así como disturbios políticos y sociales, algunos de los cuales han culminado en violencia pública. Por lo tanto, con el objeto de proteger al público, el estado normalmente establece un marco normativo que regula la creación y operación de estos intermediarios.

Para prevenir el riesgo de que los intermediarios exploten a sus accionistas, los gobiernos probablemente deban imponerles determinadas obligaciones frente a sus clientes y/o accionistas, con respecto a políticas de inversión/enajenación, divulgación de resultados financieros (tanto de inversiones directas como de las realizadas en un fondo o fideicomiso) y participación en la conducción corporativa. La EFS debe examinar de qué forma el órgano regulador desempeñe sus actividades de supervisión y aplicación al respecto.

Norma 26

Proceso de venta

Tema

¿De qué forma debe la EFS evaluar la transparencia, la eficiencia y la equidad del proceso de venta?

Importancia del tema

El éxito de la ejecución de un programa de privatización masiva depende de que haya una oferta y una demanda suficientes de acciones que merezca la pena comprar. Si el proceso de venta no es transparente, eficiente e imparcial, puede que los administradores de las empresas estatales en venta o los ofertantes públicos que controlan grupos de tales empresas retiren las más interesantes de la venta o entorpezcan considerablemente el proceso o lo retrasen. Asimismo, si los inversionistas individuales creen que el proceso no está a la altura de sus exigencias, serán reacios a invertir y el proceso correrá el riesgo de fracasar.

Norma

La EFS debería examinar las fases críticas del proceso de venta, comprendida la divulgación de información, los procedimientos de licitación, inclusive la presentación de ofertas, la recepción y la selección, el registro de la propiedad con posterioridad a la venta, el cumplimiento de los requisitos de administración de la empresa y los trámites de cotización de las acciones en el mercado bursátil.

Fundamentos de la Norma

Para que el gobierno se granjee la confianza del público en su programa de privatización y consiga que participen en él las empresas que se han de vender y del público inversionista, todos los interesados deben percibir que el proceso de venta es transparente, eficiente e imparcial. Si no se juzga favorablemente el proceso con arreglo a esos criterios, los inversionistas extranjeros y los organismos multinacionales se verán disuadidos de participar.

Entre los problemas concretos con que han tropezado los vendedores figuran la incertidumbre acerca de la propiedad de los activos, en particular terrenos y edificios, una infraestructura jurídica insuficiente o en desarrollo y las interrogantes sobre la solvencia de la empresa y la calidad de sus cuadros directivos.

El proceso de venta incluye también el registro de la propiedad después de la venta. Puede que la EFS tenga que examinar la integridad de los registros de acciones y las operaciones del marco regulador. También reviste una importancia crítica que los accionistas puedan comprar y vender acciones sin injerencias de la dirección y sin su aprobación (mercado libre). El proceso de venta debe ocuparse también de facilitar suficiente información a los nuevos inversionistas acerca de sus derechos como accionistas y a la dirección de las compañías recientemente privatizadas sobre sus obligaciones en lo que respecta a la correcta administración empresarial. Cabe también la posibilidad de que la EFS tenga que examinar la diligencia con que los vendedores públicos terminan el proceso.

Sección 6: Subastas públicas

Norma 27

Competencia

Tema

¿Cómo puede la EFS asegurarse de que la competencia entre ofertas se desarrolle en forma equitativa?

Importancia del tema

Deberían existir lineamientos claros para garantizar que el grupo adecuado de oferentes tiene conocimiento de toda la información pertinente relativa al proceso de subasta, que participa en ella de buena fe, y que la competencia es transparente y justa.

Norma

La EFS debe revisar los métodos de preparación de la empresa para su privatización, así como los utilizados en la compilación y publicación de la correspondiente información. Ello incluirá el anuncio de la subasta, la calificación y registro de los oferentes, el cálculo del precio base y del precio límite si se aplica, comprobando que el proceso sea claramente definido y legalmente correcto, y asegurando igualmente una competencia justa (incluyendo la atención que debe prestarse al riesgo de colusión entre oferentes), seleccionando la mejor oferta y completando rápidamente el proceso.

Fundamentos de la Norma

La realización de una subasta competitiva comienza por la aplicación de un método claro de valoración por parte de sus organizadores. El valor de la empresa o activo de que se trate habitualmente se basa en su balance, y a menudo se aplica un coeficiente multiplicador en caso de que la tasa de inflación así lo exija. Los precios base excesivos pueden desalentar a los oferentes potenciales e incrementar la posibilidad de colusión entre ellos.

Es importante que el proceso de subasta tenga conocimiento y apoyo público. La EFS puede considerar conveniente verificar si las normas que regulan el proceso han tomado estado público antes de la fecha de la subasta. También debería existir un proceso claro para garantizar la disponibilidad de información apropiada sobre la empresa o activo que se vende, a fin de permitir a los oferentes potenciales realizar una adecuada verificación con anterioridad a la subasta. Los oferentes potenciales a menudo reciben información esencial mediante un contacto directo con las autoridades privatizadoras, pero su promoción diversificada y la realización de campañas informativas probablemente amplíen la base de participación. Los organizadores de la subasta también deben definir claramente quién puede participar en la misma. Por ejemplo, deberían divulgarse las definiciones de persona física y jurídica, así como las normas en materia de participación extranjera.

La competencia entre oferentes debe ser transparente. A menudo los oferentes se presentan a la subasta con distintos objetivos; por ejemplo, un inversor extranjero y sus empleados locales pueden tener intereses diferentes en la compra de un determinado activo. Existe un elemento potencial de disputa entre las partes oferentes. Los organizadores de la subasta deben ser y parecer objetivos. Una forma de hacerlo es designar una comisión de subasta. Esta comisión interviene cuando se detectan irregularidades en el curso del proceso. Cuando tal comisión exista, la EFS debe asegurarse de que la misma presencie la firma de los documentos de negociación y el depósito correspondiente al monto acordado. Cuando se utilizan bonos de subasta, su destrucción debe ser supervisada.

La EFS deberá verificar que la comisión u otras entidades responsables por llevar a cabo la subasta pública tomaron todas las medidas para garantizar que todos los oferentes cumplieren todas las reglas introducidas para evitar fraude en la subasta pública, por ejemplo reglas que la identidad de todos los oferentes debe constar.

La EFS deberá verificar si todas las partes recibieron información idéntica, si la metodología y normas de oferta estuvieron claramente definidas, si el proceso estuvo administrado por un organismo que no tuviera conflictos de intereses en el resultado del mismo, y si la propia subasta estuvo abierta al público en general. Si no se cumplen estos requisitos, los oferentes y el público perderán confianza en la equidad con que se desarrolla la subasta, y probablemente se pierda la dinámica competitiva que es esencial para su éxito.

Tema

¿Qué medidas debe adoptar la EFS para garantizar que una venta por subasta resulte en una transacción completa en base al precio de compra realmente acordado?

Importancia del tema

El proceso de venta comienza con el registro inicial y culmina con la garantía de que los derechos de propiedad serán respetados. El proceso de registro es importante porque permite al vendedor restringir el grupo de oferentes solamente a aquellos que eventualmente puedan asumir la propiedad legal del bien subastado. En esta etapa también se puede solicitar a los oferentes que firmen un acuerdo que les obligue a cumplir con los reglamentos de la subasta, y que establezca multas en caso de no hacerlo. Es necesario contar con Normas relativas a la transferencia de la propiedad que resulten claras, tanto para el comprador como para la institución vendedora, y concuerden con el marco legal. Existen diversos aspectos que deben ser considerados al transferir un bien del estado al comprador con posterioridad a la subasta, incluyendo la creación de un fondo (o una cuenta bancaria específica) para el cobro del producto de la subasta, y la determinación sobre cómo y a qué institución se asignarán los fondos correspondientes.

Norma

La EFS debe examinar los procedimientos de registro y venta en una subasta desde el principio al fin, incluyendo la existencia de incentivos adecuados para que los adjudicatarios cumplan con sus obligaciones, la adecuación de la transferencia de la propiedad a las disposiciones legales y reglamentarias, y la existencia de procedimientos para la solución de controversias entre vendedores y compradores.

Fundamentos de la Norma

El resultado que se espera obtener de una subasta resulta claro: el oferente asume la propiedad de una empresa o activo que pertenecía al estado contra el pago de su valor total al vendedor. Sin embargo, un proceso completo de subasta no es igual a una venta, y la experiencia indica que si no se establecen incentivos adecuados desde la etapa inicial de registro, el oferente puede elevar el precio de venta por encima del valor de mercado, sin la intención de llegar a la etapa de pago. La EFS puede considerar conveniente examinar las disposiciones que se han adoptado para prever dicho riesgo. Por ejemplo, en algunos países cada oferente debe depositar una cierta suma como garantía. Pero por otro lado, el pedir ese tipo de depósitos puede limitar la competencia en el caso que varias empresas se subasten al mismo tiempo. Las normas de la subasta pueden establecer que si un oferente se retira, pierde el importe de su depósito y la siguiente oferta más elevada tendrá el derecho de adquirir la empresa o activo a ese precio. Tanto esta como otras normas y procedimientos conexos deberán ser anunciadas antes de la subasta. Si el mecanismo de la venta y la documentación final no se ajusta a las exigencias legales, la venta puede considerarse nula. Ello también hará surgir dudas sobre la capacidad de los auspiciantes de la subasta para facilitar la transferencia de la propiedad y socavará la confianza de los inversores.

La EFS debe examinar la forma en que se establece y controla el fondo de la subasta. Debe realizarse una evaluación sobre la asignación del producto de la subasta para determinar los intereses de los distintos beneficiarios. La EFS deberá examinar también hasta que punto el método de la subasta (sea una licitación pública abierta o una licitación en pliego cerrado) puede optimar los beneficios.

Es importante brindar apoyo a los compradores con posterioridad a la subasta, dado que la transferencia no estará completa hasta que el nuevo propietario haya adquirido todos los derechos legales sobre la empresa o el activo. El establecimiento de procedimientos para la solución de conflictos potenciales como los que puedan surgir entre los nuevos propietarios y la anterior dirección, contribuirá a culminar la transferencia e incrementará la confianza pública en el proceso de subasta. Más aún, los derechos de reventa de los nuevos propietarios deben ser definidos con claridad para aumentar la confianza de los inversores.

Sección 7: Emisión de acciones

Norma 29

El papel del vendedor

Tema

¿Qué aspectos debe tener en cuenta la EFS al evaluar el papel del vendedor en un proceso de emisión de acciones?

Importancia del tema

Aún en una economía de mercado altamente desarrollada, con mercados financieros avanzados y acceso a inversores externos, una emisión de acciones puede constituir una empresa sumamente exigente. Las emisiones públicas frecuentemente empañan las ventas privadas de acciones y, en los casos en que la emisión crea un nuevo sector de mercado, el mismo puede verse plagado de incertidumbres, especialmente si la empresa no inspiraba la confianza del público cuando era aún propiedad del estado. En tales circunstancias, el vendedor enfrenta riesgos contradictorios. Por una parte, puede cotizar las acciones a un precio demasiado bajo, provocando así niveles de demanda que no se podrán satisfacer, lo que resultará en una situación de descrédito frente al público que verá a una minoría de personas enriqueciéndose a sus expensas. El riesgo opuesto es el de obtener un precio tan bueno que los inversores se sientan engañados, reduciendo así su tendencia a participar en futuras emisiones. Es responsabilidad del vendedor establecer una estrategia de ventas que contemple ambos riesgos y garantice un resultado que el público perciba como positivo, allanando así el camino para futuras emisiones.

Norma

La EFS deberá examinar si el vendedor ha desarrollado una cuidadosa estrategia para la emisión de acciones que tome en consideración los objetivos de la privatización a mediano y largo plazo.

Fundamentos de la Norma

Llevar a cabo una venta de acciones, particularmente en las primeras etapas de un programa de privatización, puede implicar un gran desafío. Puede producirse incertidumbre sobre la reacción que tendrá el mercado a la oferta, y pueden surgir verdaderas dificultades con respecto a la cotización de las acciones, especialmente en los casos en que la nueva emisión da lugar a la creación de un nuevo sector de mercado. La experiencia indica que en las primeras etapas de la privatización puede resultar difícil para el vendedor obtener un buen precio por las acciones, dado que los inversores pueden tratar de lograr una prima sustancial. Pero la experiencia igualmente señala que el estado, una vez que ha demostrado que las empresas públicas pueden cotizarse en el mercado de acciones, logra confianza y conocimiento y puede cerrar tratos más ventajosos para el contribuyente, al tiempo que crea una buena oportunidad comercial para los inversores. La EFS debería examinar el grado de éxito con que los vendedores aplican estas experiencias en el desarrollo de estrategias para sucesivas emisiones.

Norma 30

Papel del vendedor en la gestión de la emisión de acciones

Tema

¿De qué forma debe la EFS evaluar la gestión de la emisión que realiza el vendedor?

Importancia del tema

Una estrategia cuidadosamente diseñada constituye el primer paso esencial para garantizar una emisión exitosa. El segundo paso es poner en efecto dicha estrategia mediante una gestión efectiva de la venta. De ello dependerá, en particular, que el estado pueda optimizar sus ingresos netos por la venta, sujetos al logro de otros objetivos tales como, por ejemplo, la diversificación de la propiedad de acciones, la emisión de acciones a plazo, y la creación de una impresión general de éxito. Existen varios métodos para llevar a cabo este proceso y no existe una norma única que pueda aplicarse a todos los casos. Por ello, en algunas ocasiones la venta de acciones en varios tramos probablemente resulte beneficiosa, por ejemplo, cuando existe incertidumbre con respecto a la valoración que el mercado de capital haga de la empresa. La experiencia obtenida en la venta del primer tramo de acciones permitirá al vendedor cotizar la segunda emisión con mayor exactitud.

Norma

La EFS deberá examinar el grado de eficiencia con que el vendedor ha llevado a cabo la emisión teniendo en cuenta los objetivos de la venta, así como los motivos de cualquier discrepancia que surja entre el precio inicial al que se vendieron las acciones, incluyendo la prima establecida como meta, y el precio al que las acciones se cotizaron en el mercado posterior.

Fundamentos de la Norma

Una gestión competente de la venta por parte del vendedor puede incrementar sustancialmente el ingreso neto percibido por concepto de emisión. Existe un gran número de factores a ser considerado por el vendedor, cuyos efectos pueden variar entre

una emisión y otra. Será necesario que la EFS identifique todos los aspectos clave de la gestión realizada por el vendedor y los incluya en su examen. ¿ Por ejemplo, fue el valor asignado a las acciones aceptado por todas las partes interesadas, tales como suscriptores y distribuidores, o existió una diversidad de opiniones? (Véase [Normas 31 y 35](#))

Un enfoque de la venta en múltiples tramos puede reducir el riesgo de aplicar una cotización inicial errónea, puesto que la experiencia señala que, teniendo en cuenta la propensión del estado a cotizar sus acciones a la baja, la venta de acciones en tramos puede producir resultados económicos superiores en el curso del tiempo. Hubo un caso en que todas las acciones se vendieron de una sola vez. Dichas acciones estaban seriamente subvaloradas y la institución pública responsable experimentó una fuerte pérdida. Esta institución percibió que recibiría las críticas de la EFS y del Parlamento. En consecuencia, en dos importantes emisiones consecutivas, decidió vender en una primera fase solamente el 60% de las acciones previstas inicialmente para la venta.

Cuando las acciones se vendan en tramos, la EFS deberá examinar si el vendedor tomó en consideración toda la información disponible sobre las perspectivas que tendría la empresa a partir de la primera emisión de acciones, y si aplicó dicha información al cronograma, la cotización y la cantidad de emisiones posteriores. En el caso de las dos emisiones señaladas anteriormente, en que solamente se vendió el 60% en un tramo inicial, el vendedor luego comercializó el restante 40% en una serie de ventas bien organizadas que en su conjunto produjeron para el contribuyente un beneficio adicional de 3.500 millones de dólares.

Norma 31
Suscripción de acciones

Tema

¿Cómo debe la EFS evaluar el uso de la suscripción en una emisión de acciones?

Importancia del tema

Tradicionalmente, la suscripción de acciones ha desempeñado un papel fundamental en la venta de las mismas, ya sea que se trate de ofertas públicas o privadas. Los principales asesores financieros del vendedor formarán un grupo de suscriptores, habitualmente integrado por bancos de inversión, que, pago mediante (comisión de suscripción), aceptarán suscribir la oferta, es decir, se comprometerán a adquirir las acciones no absorbidas por el mercado. De hecho, los suscriptores a menudo han determinado el propio precio de oferta, dado que no aceptarán suscribirla a menos que consideren que dicho precio es satisfactorio. Tradicionalmente, los suscriptores no están dispuestos a correr riesgos, de manera que el vendedor debe pagar un doble precio: la comisión, que debe ser considerada como una prima de seguro, más gastos inevitables por el rechazo del suscriptor a asumir cualquier riesgo real.

Sin embargo, hay casos en los que el estado, en su capacidad de vendedor, puede asumir dicho riesgo y reducir así los costos. Es cada vez más usual precendir de suscripciones. La experiencia demuestra que la no utilización del servicio del suscriptor no

afecta negativamente la comercialización de las acciones y que las emisiones consiguieron un rendimiento económico neto más elevado de esa cuenta.

Norma

Por lo general, los gobiernos se encuentran en una mejor posición para asumir riesgos. Sin embargo, en caso de suscripción de la emisión, la EFS debe examinar sus motivos y su efecto sobre el resultado neto de la venta.

Fundamentos de la Norma

A medida que los vendedores logran una mayor experiencia en la emisión de acciones, han encontrado métodos alternativos a la suscripción que les son útiles para cotizar dichas acciones a un nivel que haga posible su venta total y la optimización del resultado neto. Tales métodos alternativos incluyen la persuasión de los inversores institucionales y de la banca para que indiquen, antes de establecer el precio de oferta, cuántas acciones podrían comprar a diferentes precios (integración de cartera). La EFS debería examinar si el vendedor ha tratado de encontrar todos los métodos posibles para evitar o por lo menos reducir el costo de suscripción, en forma coherente con la obtención de un resultado positivo de la venta, teniendo en cuenta sus objetivos.

Norma 32

Incentivos para la dirección y para los empleados

Tema

¿De qué forma debe la EFS evaluar la asignación de acciones u opciones de compra a la dirección y a los empleados como parte del proceso de emisión?

Importancia del tema

En toda privatización resulta útil obtener la cooperación de la dirección de la empresa, de sus empleados y de sus representantes gremiales. Es probable que de su buena voluntad y esfuerzo dependa en gran medida el éxito de la empresa en manos privadas. Muchos empleados sentirán temor de perder sus empleos. La asignación de una parte de las acciones, ya sea en forma gratuita o a un precio preferencial, podría constituir un incentivo para lograr dicha cooperación. Es necesario que el vendedor logre un equilibrio entre este incentivo a los empleados y la optimización del resultado de la venta para el estado, tomando en cuenta asimismo que cualquier decisión adoptada en una emisión específica podría transformarse en un precedente. Es especialmente importante asegurar que la dirección actual de la empresa no ejerza una influencia indebida sobre las decisiones relativas a las opciones de compra de acciones a asignarse al personal ejecutivo.

Norma

La EFS debe examinar qué incentivos, como la asignación de acciones en condiciones preferenciales, se han previsto para la dirección y los empleados, cómo se han equilibrado sus intereses con relación a los de otros inversores en la empresa privatizada y a los del estado, y si las condiciones de tales asignaciones

preferenciales, especialmente aquellas de las cuales se benefician los directores de la empresa, fueron anunciadas públicamente por adelantado.

Fundamentos de la Norma

Para lograr los mejores resultados de la oferta de acciones u opciones de compra, el vendedor debería equilibrar las exigencias de este aspecto en particular con la necesidad de mantener principios básicos tales como la equidad (entre los distintos grupos de empleados), la economía y la compatibilidad (entre las diferentes emisiones).

El otorgamiento de acciones o la opción de compra puede ser un tema crítico y provocar el interés y la controversia pública. Por lo tanto, es de práctica que el vendedor anuncie públicamente, antes de la oferta, cuáles serán los grupos directivos y de empleados que tendrán derecho a determinados incentivos, incluyendo la asignación de acciones (monto, valor, precio u otro incentivo). Asimismo, si bien el otorgamiento de tales opciones puede reducir la resistencia de los empleados a la privatización, un programa incorrectamente planificado puede provocar el efecto opuesto, como sucedería en caso de que fuera demasiado favorable para los cuadros directivos actuales. Por ejemplo, la dirección de la empresa debe tratar de que se apliquen estos incentivos debido a sus probables efectos positivos sobre la motivación de los empleados en el período posterior a la venta, en cuyo caso se debería considerar si el costo respectivo sería absorbido por el vendedor. La divulgación de informaciones es un factor importante para garantizar la confianza pública en el proceso. Por ello, la EFS debe controlar la ejecución de tales programas y verificar si se ha mantenido la compatibilidad entre todos sus aspectos, si se cumplieron los requisitos de conceder incentivos y si se ha preservado en términos generales el equilibrio entre los intereses de la dirección y los empleados y los de los inversores y contribuyentes.

Norma 33

Forma de atraer inversores potenciales

Tema

¿Qué elementos debe tomar la EFS en consideración al examinar la forma en que el vendedor ha atraído el interés de inversores potenciales en la compra de acciones?

Importancia del tema

El éxito de la emisión depende de que el vendedor identifique y estimule el interés por la misma entre los grupos más apropiados de inversores, teniendo en cuenta los objetivos particulares de dicha emisión. Entre los inversores potenciales se incluyen personas físicas e inversores institucionales, tanto locales como extranjeros. Sería importante identificar aquellos segmentos del mercado interno o externo que tengan el mayor interés en la emisión. Si el vendedor puede crear una tensión competitiva entre los distintos grupos de inversores potenciales, probablemente podrá vender las acciones a buen precio. En el largo plazo, el éxito dependerá de identificar correctamente aquel tipo de inversor que posiblemente mantenga la propiedad de las acciones, así como de garantizar su amplia distribución y comercialización ordenada en el mercado posterior. Asimismo,

cuanto más diversificada sea la propiedad de las acciones, mayor será probablemente el apoyo público al programa de privatización.

Norma

La EFS debe examinar el éxito alcanzado por el vendedor en la identificación del mercado para sus acciones y en la estimulación de la competencia entre los distintos grupos de inversores.

Fundamentos de la Norma

Quizás sea necesario que el vendedor considere la posibilidad de que el mercado de capital local pueda absorber la totalidad de la emisión. Si no es así, por lo menos una parte de la oferta deberá ser comercializada en el mercado internacional. Si uno de los objetivos de la emisión es ampliar, directa o indirectamente, la propiedad individual de las acciones, el vendedor deberá considerar el porcentaje a asignar de esta forma, por ejemplo mediante la utilización de acciones de libre participación o el establecimiento de condiciones especiales (como pagos por etapas) creadas para atraer inversores individuales.

En el caso de ofrecer incentivos especiales a inversores individuales, puede resultar útil prever otros posteriores (tales como la reducción en los costos del servicio suministrado por la empresa) para persuadir a los compradores de mantener la propiedad de las acciones. Pero el hecho de persuadir a personas físicas de que compren acciones puede tener el efecto opuesto en el caso de una baja en su cotización.

Ya sea que el vendedor desee o no ampliar la propiedad individual de acciones, las emisiones que han tenido éxito demuestran que para obtener el mejor precio posible es conveniente crear tensión competitiva entre los inversores institucionales e individuales. A los inversores institucionales se les puede decir, por ejemplo, que si no indican una demanda lo suficientemente agresiva durante la integración de la cartera, se asignará un número mayor de acciones a inversores individuales.

La identificación de grandes inversores corporativos puede lograrse mediante el método de venta directa, pero también es posible atraerlos a participar en la venta por acciones. La identificación de los inversores adecuados, y una amplia diseminación de las acciones, puede afectar el éxito de una emisión específica y de las subsiguientes. Es necesario que la EFS examine cuidadosamente la utilización de incentivos especiales destinados a atraer a grupos particulares de inversores.

Norma 34

Mercado minorista

Tema

¿Cómo debe la EFS evaluar la efectividad de la comercialización al por menor en una emisión de acciones?

Importancia del tema

En una emisión dirigida a inversores individuales (o mercado minorista) la eficacia de la comercialización constituye la clave para asegurar un buen precio, siendo igualmente necesaria en caso de que el vendedor haya establecido objetivos relativos a la diversificación y fortalecimiento de la propiedad accionaria.

Norma

La EFS deberá examinar si el vendedor desarrolló una estrategia para la venta de acciones a inversores individuales, si la misma fue compatible con los objetivos de la venta, y el grado de eficacia de su implementación.

Fundamentos de la Norma

Pueden existir varias razones para que los vendedores fomenten el interés entre los inversores minoristas en una venta por acciones. Entre ellas se incluyen la promoción de la propiedad individual de acciones como instrumento de reforma económica, la aceptación pública de la privatización como proceso, la explotación de una fuente de financiamiento además del proveniente de las instituciones financieras, y la creación de un factor de tensión competitiva para la cotización de las acciones.

La formulación y registro de una estrategia constituye una buena práctica de comercialización, y la EFS debería poder determinar en qué medida dicha estrategia se ha aplicado en la práctica. El análisis de la estrategia de comercialización aplicada por el vendedor debería tomar en consideración los motivos por los que se ha orientado a la búsqueda de inversores minoristas.

Puede ser que surja un conflicto entre los objetivos del vendedor y los de la comercialización. Por ejemplo, el objetivo de fomentar la propiedad accionaria podría estar dirigido al establecimiento de un precio bajo por acción, de manera que los nuevos accionistas minoristas obtuvieran un resultado satisfactorio inmediato de su inversión. Ello estaría en conflicto con el objetivo de optimización del precio de venta. Pero la participación de inversores minoristas no significa necesariamente que el precio se vea comprometido. La demanda minorista puede fomentarse como un medio eficaz de presionar a los inversores institucionales y lograr así un precio por acción más elevado del que se obtendría en ausencia de dicha demanda. La comercialización también puede implicar el otorgamiento de incentivos a los inversores minoristas que no se encuentran disponibles para los inversores a gran escala. La EFS deberá verificar si el costo de tales incentivos se encuentra bajo control y si es razonable en relación con los objetivos de la comercialización. Por ejemplo, no sería razonable otorgar incentivos de importancia cuando el único objetivo de la promoción del interés minorista es buscar inversores privados sofisticados que se encuentren dispuestos a adquirir un gran número de acciones.

Existen normalmente limitaciones reglamentarias sobre los argumentos que pueden utilizarse frente a inversores potenciales en un proceso de venta por acciones. Es necesario que la EFS determine si el vendedor ha verificado el cumplimiento de tales disposiciones durante su campaña de comercialización.

Tema

¿Cuáles son los elementos clave que debe tomar en cuenta la EFS al analizar la forma en que se cotizaron las acciones en un proceso de emisión?

Importancia del tema

Existe el riesgo de que la incertidumbre del mercado, combinada con la necesidad de garantizar el éxito de la venta, a menudo sujeta a un cronograma exigente, resulte en una subvaloración de las acciones que conduzca a una suscripción excesiva y consecuentemente a la decepción de los inversores, así como a la pérdida de resultados para el vendedor.

Norma

La EFS deberá examinar los pasos dados por el vendedor para determinar cuál será la demanda a distintos precios, y en qué medida se han aplicado los principios más adecuados al decidir el volumen de la emisión y la cotización de las acciones.

Fundamentos de la Norma

Un incremento significativo en el precio de las acciones con posterioridad a la venta, por encima de cualquier movimiento en alza general, puede reflejar la ausencia de ofertas competitivas o un elemento de subvaloración introducido por el vendedor, o ambos. En un proceso de emisión, el vendedor probablemente trate de alcanzar varios objetivos que compiten entre sí y que ejercerán influencia sobre la cotización que se decida. Por ejemplo, el vendedor puede desear optimizar los resultados económicos, pero también concluir la venta de acuerdo a un cronograma ya publicado, o tratar de ampliar y fortalecer la propiedad accionaria de inversores individuales. Sin embargo, la existencia de objetivos en conflicto no constituye una excusa para que el vendedor no trate de asegurar el mejor valor de venta de la empresa.

La experiencia ha contribuido a incrementar el éxito de los vendedores en el diseño de métodos cada vez más sofisticados para crear tensión competitiva entre inversores individuales, institucionales y extranjeros, así como en la determinación de la probable solidez de la demanda a distintos precios, conduciendo así al establecimiento de precios que permitan optimizar los resultados. Entre dichos métodos se incluye la integración de cartera, en la que las acciones se cotizan al término de su colocación en el mercado en base a las ofertas competitivas realizadas por inversores a quienes se solicita que indiquen el número de acciones que estarían dispuestos a adquirir a distintos precios. Al final del proceso, se puede determinar un precio que tome en cuenta tanto la demanda de los inversores como los movimientos generales en el mercado de valores al cierre de la emisión. Ello contrasta con la situación en que las acciones se venden a intermediarios para su ulterior venta a inversores a un precio garantizado, y en la que no existe indicación firme alguna de los inversores sobre su posible demanda a distintos precios. Bajo tales circunstancias, existe un riesgo significativo de que no sea posible optimizar el resultado económico de la venta (vea [Norma 31](#)).

Aún cuando el vendedor utilice el mejor asesoramiento y técnicas para asignar un precio a las acciones que permita optimizar el resultado, en forma compatible con los demás objetivos, puede no ser posible hacerlo con total confianza - en los casos en que, por ejemplo, no existe un mercado para tales acciones. Ese factor ha tenido una seria incidencia en la subvaloración en varias emisiones de gran volumen. En condiciones de incertidumbre, puede resultar más prudente para el vendedor vender las acciones en tramos (ver [Norma 30](#)).

Norma 36

Asignación de acciones

Tema

¿Qué elementos debe considerar la EFS al analizar la asignación de acciones a inversores por parte del vendedor?

Importancia del tema

A fin de asegurar el mejor precio posible por las acciones, el vendedor puede desear generar tensión competitiva entre los distintos grupos de inversores potenciales. Una forma en que puede hacerlo, es anunciar antes de la venta el establecimiento de políticas de asignación que impliquen una limitación de su emisión. Asimismo, el anuncio de una política de asignación de acciones a posibles inversores a largo plazo puede contribuir a crear tensión competitiva, puesto que puede reducir la percepción del riesgo de que las acciones se revendan en forma inmediata para lograr un rápido beneficio.

Si el proceso de asignación no se gestiona en forma prudente, y si la propia asignación no es considerada equitativa por los inversores en general, se corre el riesgo de deterioro de la credibilidad del vendedor, causando un impacto negativo en ventas futuras.

Norma

La EFS deberá determinar si el vendedor ha retenido su control sobre la asignación de acciones, cuáles fueron los criterios de dicha asignación, cómo los aplicó el vendedor, y si esa aplicación tuvo una base imparcial y sistemática de acuerdo con los criterios establecidos.

Fundamentos de la Norma

El vendedor debe establecer una distinción entre los tres grupos principales en un proceso de emisión: el institucional, el individual y el extranjero. La política de asignación dependerá de los objetivos de la venta. Por ejemplo, la venta a inversores individuales de una parte significativa de las acciones correspondientes a privatizaciones de gran magnitud puede constituir un aspecto clave de la política gubernamental orientada a la diversificación de la propiedad accionaria. La atracción de inversores individuales puede ser una característica esencial de una emisión de gran volumen, destinada a estimular ofertas realistas por parte de inversores institucionales (tensión competitiva). Los vendedores tratarán de lograr que se produzca un exceso de suscripción de la oferta para asegurar el mejor precio posible.

Bajo tales circunstancias, algunos inversores no podrán adquirir la totalidad, o quizás ninguna, de las acciones por las que han ofertado, y será necesario que los vendedores establezcan claramente su política de asignación antes de la venta para garantizar que los inversores comprendan sobre qué bases se asignan las acciones.

Norma 37

Estabilización del mercado

Tema

¿Qué elementos debe considerar la EFS si decide examinar las disposiciones que se han adoptado para estabilizar el precio de mercado de las nuevas acciones con posterioridad a su emisión o a una venta secundaria?

Importancia del tema

A menos que el vendedor pueda convencer al mercado de que no es probable que los precios caigan luego de una emisión o una venta secundaria de acciones, resultará difícil optimizar el precio de venta.

Norma

La EFS debe establecer el resultado de las actividades de estabilización del mercado y la atención prestada por el vendedor a las distintas posibilidades disponibles de estabilización del mercado compatibles con las normas que regulan dicho mercado, y de qué forma se financió el comercio con fines de estabilización y de qué forma se repartieron los riesgos y las ganancias/pérdidas del comercio.

Fundamentos de la Norma

Las medidas para la estabilización del mercado han sido adoptadas en ventas considerables de acciones, incluyendo ofertas públicas globales en conjunto con instrumentos tales como la integración de cartera (veáse [Norma 33](#)). Ya que los inversores en empresas - muchas de ellas de gran importancia para la economía - en pago por su oferta de un precio más alto por las acciones de lo que hubieran ofrecido en otro caso, desean contar con algún tipo de garantía de que no se producirá una baja en el mercado posterior inmediato.

Aunque el riesgo de que la diversificación de la venta conduzca a una caída en el precio de las acciones luego de una privatización puede reducirse colocando acciones entre inversores a largo plazo, se puede proporcionar a los inversores una garantía adicional de estabilidad en el mercado posterior mediante medidas que permitan al vendedor o su agente adquirir en el mercado de valores una parte de las nuevas acciones al precio cotizado por el vendedor durante un período de tiempo específico con posterioridad a la venta. Por supuesto, dichas medidas deben cumplir con las exigencias del mercado de valores local y de tipo legal, a fin de asegurar que el vendedor pueda evitar el riesgo de ser acusado de manipulación del mercado. Estas medidas han tenido un resultado razonablemente positivo en varias ventas importantes de acciones, y han contribuido a asegurar la obtención de un buen precio por las mismas. Sin embargo, en un caso los

vendedores se quedaron con alguno de las acciones previstas para la venta lo que redujo los beneficios inmediatos de la venta pero posteriormente lograron vender las acciones con un beneficio considerable.

Los mecanismos de estabilización ofrecen toda una serie de opciones. Por ejemplo, la institución que maneja la venta en nombre del vendedor (conocido como coordinador global) en algunas ocasiones en coordinación con el consorcio de intermediarios financieros que dirige, puede tratar de apoyar el precio de la emisión en el mercado posterior en contraprestación de un porcentaje de la oferta. Otro ejemplo podría ser el caso en el cual el coordinador global tiene el derecho pero no la obligación de comprar acciones del vendedor al precio de la oferta durante aproximadamente 30 días posteriores a la asignación de las acciones.

Sección 8: Costos de venta

Norma 38

Designación de contratistas externos

Tema

¿Qué factores costo/beneficio debe tomar en cuenta la EFS al evaluar la designación de asesores/contratistas externos por parte del vendedor?

Importancia del tema

Al llevar a cabo la venta, los vendedores probablemente requerirán asesoramiento externo especializado. Es posible que este asesoramiento resulte costoso, tanto en términos absolutos como en porcentaje del producto de la venta. La lista de asesores puede ser extensa e incluir asesores financieros de primera línea, asesores legales, banqueros, contadores, coordinadores globales para ofertas de acciones de gran volumen, editores y especialistas en comercialización. Por lo tanto, los vendedores deben especificar claramente el tipo de asesoramiento externo que necesitan e incluir dicha especificación en el correspondiente contrato. A los efectos de obtener el mejor rendimiento posible y poder demostrar que el contratista fue seleccionado en una forma correcta, será conveniente que el vendedor realice dicha selección mediante un proceso competitivo.

Norma

La EFS debe evaluar el grado de exactitud con que el vendedor ha determinado su necesidad de asesoramiento externo por parte de contratistas especializados, y si ha seleccionado a los mismos en un proceso competitivo, tomando en cuenta tanto el precio como la calidad.

En los casos en que no se haya producido competencia alguna, o en que la misma haya sido restringida, la EFS debe determinar si el vendedor ha establecido bases excepcionales de rendimiento que justifiquen no haber realizado las designaciones en forma competitiva.

Fundamentos de la Norma

Por lo general, es de buena práctica seleccionar los contratistas externos en base a un proceso competitivo. Una competencia eficaz ejercerá presión sobre los expertos externos para que presenten un costo mínimo. También es probable que ello conduzca a los asesores externos potenciales a concentrarse en identificar la mejor forma de cumplir con los objetivos de la venta, permitiendo así a los vendedores analizar en profundidad su comprensión de tales necesidades y depurar sus decisiones en materia de designación. Un proceso competitivo puede proteger a los vendedores contra acusaciones de favoritismo en las designaciones. Hubo un caso en que se otorgaron sin competencia previa contratos por consultoría por un monto equivalente a US\$ 6 millones a una firma de la que había sido socio principal uno de los directores de la empresa vendedora. Sin embargo, en caso de que las designaciones sin competencia sean inevitables, los vendedores deberían estar en condiciones de demostrar como han tratado de mitigar las desventajas, particularmente en lo relativo a las negociaciones de precios.

En general, resultará beneficioso para los vendedores investigar sus necesidades en profundidad conjuntamente con una amplia gama de asesores potenciales, antes de llegar a la designación. Las principales ventajas surgen frecuentemente en aquellas ventas en las que la capacidad financiera, legal y comercial de alto nivel de calidad ha causado un impacto positivo en el resultado económico, o donde existen aspectos técnicos complejos que deben resolverse al colocar la empresa en el mercado.

Al evaluar la calidad del asesoramiento ofrecido, los vendedores examinarán los antecedentes de los contratistas potenciales, incluyendo su conocimiento sobre los procesos de venta que correspondan, y si han desarrollado con éxito técnicas apropiadas de venta con resultados positivos para los vendedores. Ello puede ser de particular importancia en lo que se refiere a la selección de asesores financieros de primera línea; por ejemplo, ¿han vendido con éxito empresas a inversores potenciales a buen precio, y han minimizado los incentivos y otros costos, tales como comisiones, impresión y publicidad?

Norma 39

Establecimiento y control de presupuestos para contratistas externos

Tema

¿Cómo evaluarán las EFS si un vendedor ha elaborado un presupuesto adecuado y controlado los costos de los contratistas externos?

Importancia del tema

Las privatizaciones, y en particular las emisiones de acciones de gran volumen y las ventas directas complejas, probablemente exigirán una planificación coordinada y una gestión de proyecto disciplinada por parte de los vendedores y sus asesores externos. Pueden surgir problemas imprevistos que requieran modificar los planes, conduciendo a un incremento en los costos. Luego de haber seleccionado a los contratistas externos y acordado una estrategia de ventas, será necesario que los vendedores administren los costos de implementación de dicha estrategia en base a sólidos procedimientos de control presupuestal.

Norma

La EFS deberá evaluar si el vendedor ha establecido presupuestos contractuales adecuados basados en una cuidadosa planificación, si ha comparado los resultados con los presupuestos de acuerdo al progreso alcanzado en procura de los objetivos de la venta, si ha negociado con éxito con los asesores externos con respecto a cualquier modificación introducida en los presupuestos como consecuencia de hechos imprevistos, y si se ha asegurado de que cualquier aspecto especial, como los pagos por resultados a asesores financieros, reflejen el rendimiento esperado.

Fundamentos de la Norma

Los costos de asesoría pueden ser sustanciales, exigiendo una administración y control eficaces por parte de los vendedores para garantizar que responden al rendimiento previsto.

Por lo tanto, los respectivos presupuestos deberían establecer bases que hagan clara referencia a los acuerdos celebrados con los contratistas y a los planes de trabajo. Hubo un caso en que el vendedor incurrió en costos sustancialmente superiores a los presupuestados debido a que la información suministrada a los contadores adolecía de serias deficiencias, y estos debieron trabajar mucho más de lo previsto. Los pagos a los contratistas deberían estar de acuerdo con los compromisos contractuales y basarse en tarifas aprobadas en el momento de la designación. Los pagos deberían tomar en cuenta cualquier tipo de acuerdo especial, como los relativos a las variaciones contractuales producidas por acontecimientos imprevistos. Los resultados deberían ser periódicamente comparados con el presupuesto por una persona designada a tales efectos.

Los vendedores no siempre asignan una prioridad suficiente al control de los costos contractuales. Ello sucede frecuentemente cuando al contratista se le paga por hora, o por día, sin prever limitación alguna sobre la remuneración total. Ello incrementa el riesgo de gastos no previstos, que frecuentemente se originan en la falta de una cuidadosa revisión de los presupuestos. La EFS deberá verificar si en el resultado final los pagos al contratista exceden las expectativas iniciales. Ello puede poner en tela de juicio la eficiencia del presupuesto y la solidez de las medidas adoptadas por el vendedor para controlar los costos del contratista. Cuando el contratista solicita pagos más elevados de lo previsto, la EFS deberá verificar si el vendedor ha intentado minimizar los pagos adicionales, mediante, por ejemplo, la negociación de tarifas más bajas o de un límite de remuneración durante el período contractual.

En ocasiones los contratos celebrados con asesores financieros establecen pagos por resultados al momento de finalizarse la venta. Debe prestarse particular atención a aquellos casos en que el pago por resultados se basa en el monto en el que los resultados de la privatización superan la valoración de referencia, especialmente cuando esta última fue establecida por los mismos asesores financieros. En tal caso, la EFS deberá verificar si el vendedor ha hecho validar dicha valoración de referencia en forma independiente por un experto reconocido.

Norma 40

Metodologías para la cuantificación de los costos globales

¿De qué forma la EFS podrá cuantificar e informar sobre los costos en que ha incurrido el vendedor al llevar a cabo la privatización?

Importancia del tema

Los costos en que incurre el vendedor al emprender una privatización pueden equivaler a una proporción considerable de los resultados económicos brutos de la venta, y deben ser controlados por él en su calidad de responsable. Si los métodos empleados por la EFS para evaluar los costos de una privatización no son confiables y comparables, no se podrá estimar la incidencia financiera de los distintos cursos de acción con una exactitud razonable. La EFS debe proporcionar información confiable y transparente sobre los costos en que ha incurrido el vendedor en la privatización, lo cual es importante para:

- la contabilidad corriente, dado que habrá tantos posibles beneficiarios interesados en la evaluación que la EFS pueda realizar sobre la gestión del vendedor en la venta de activos que frecuentemente poseen un alto perfil e importancia económica;
- la formulación de la futura política pública, por ejemplo, para determinar si puede esperarse que privatizaciones futuras produzcan el resultado financiero esperado de acuerdo a los costos de venta generados;
- la futura gestión de procesos de venta, por ejemplo, mediante la revisión del volumen de las comisiones de venta internacionales sobre las ofertas públicas iniciales;
- la seguridad de que los costos de venta fueron razonables en comparación con el nivel de resultados económicos y
- la posibilidad de evaluar los resultados de la venta por lo que se refiera a los beneficios cuantificables y no-cuantificables.

Norma

La EFS debe tratar de identificar, analizar e informar sobre aquellos costos que son directamente imputables al proceso real de venta.

Fundamentos de la Norma

Normalmente se espera que la EFS informe sobre los recursos públicos utilizados para facilitar la venta y que sugiera mejoras en los procesos administrativos para optimizar el beneficio total neto de futuras ventas. Un elemento esencial es la aplicación por la EFS de una metodología de costos apropiada. Sin embargo, la identificación de los costos directamente imputables a la venta rara vez es una tarea sencilla. Frecuentemente se exige a la EFS que emita juicios cualitativos, teniendo en cuenta los problemas derivados de la distinción entre los costos reales de venta y otras formas de egresos vinculados, por ejemplo, a la reestructuración de la empresa. Pero si los costos de la privatización no pueden ser identificados con exactitud, ello puede limitar la capacidad de la EFS para determinar si se han alcanzado los principales objetivos de la venta.

Al realizar su análisis, la EFS debe considerar: la relación entre los distintos tipos de costos implicados en la venta, incluyendo cualquier costo vinculado a la reestructuración; el establecimiento de criterios para determinar si los costos son directamente imputables a una venta determinada, por ejemplo, el pago por resultados a los asesores del vendedor; la evaluación de todos los costos conexos vinculados con el proceso de venta para determinar si los que no pueden ser imputados a una actividad específica pueden ser asignados al proceso en su conjunto; el cálculo y la comparación de los costos de venta con los resultados económicos de la venta, y la consideración de si el nivel de costos refleja el rendimiento previsto, comparándolo con el costo de otras opciones, por ejemplo, no emprender acción alguna o cerrar la empresa.

Glosario

Activos	Cualquier propiedad, física o de otro tipo, incluso intelectual, perteneciente a una empresa.
Apertura comercial	Proceso por el que se da a una empresa estatal una mayor orientación al mercado, aunque permanezca total o parcialmente en el sector público.
Asignación	Método por el que las acciones se distribuyen entre inversores de una emisión o venta secundaria de acciones
Auditoría de resultados	Examen independiente de la economía, eficiencia y eficacia que ha demostrado la institución auditada en sus actividades.
Capital social	Parte del capital de la empresa que pertenece a sus accionistas.
Comercialización	Proceso por el que el vendedor atrae el interés del oferente/inversor en la venta.
Compra por la dirección	Venta de la empresa a su dirección y/o empleados, dándoles el control de la futura administración.
Conducción corporativa	Sistema de operación de las empresas, incluyendo la responsabilidad de sus directivos de garantizar su administración apropiada y honesta.
Contribuyente	El ciudadano de un país cuyas contribuciones se invirtieron en una empresa en propiedad estatal
Coordinadores globales	Instituciones financieras que coordinan la comercialización de una oferta accionaria a nivel internacional.
Cupón	Documento que puede ser permutado por las acciones de una empresa privatizada, ya sea en transacción directa con la empresa o con el fondo depositario de tales acciones.
Economía de mercado	Economía en la que las corporaciones privadas tienen la propiedad de un mayor número que el estado de elementos clave en los sectores financiero e industrial.
Economía dirigida	Economía en la que los intereses financieros e industriales más importantes se encuentran controlados por el estado.
Emisión de acciones	Venta a personas físicas, instituciones financieras o empresas del sector privado de acciones que pueden ser luego comercializadas en el mercado.

Empresa	Empresa, compañía privada, sociedad o persona física que desarrolla actividades comerciales o industriales.
Estabilización del mercado	Proceso en el cual durante un periodo fijo y posterior a la emisión de acciones o venta secundaria de acciones el gobierno respalda el precio de la emisión.
Factor de descuento	Medio de calcular el valor actual de costos e ingresos futuros.
Garantías	Disposiciones en un acuerdo de venta por las que el vendedor ofrece al comprador determinadas garantías con respecto a la empresa que se vende.
Gestión residual	Gestión de todas las obligaciones y responsabilidades del estado que queden pendientes luego de la venta de la empresa.
Indemnizaciones	Condiciones de venta por las que un vendedor acuerda pagar los costos en que incurra el comprador en caso de producirse determinadas circunstancias.
Integración de cartera	Indicación de los inversores del número de acciones que están dispuestos a adquirir a distintos precios.
Intermediarios	Agentes, tanto corporativos como individuales, que representan los intereses y actúan por cuenta de inversores individuales en empresas privatizadas
Mercado de capital	Un mercado a través del cual se obtiene financiación para inversiones, por ejemplo, en la bolsa de valores. Un oferente potencial a menudo necesitará respaldo financiero en un mercado de capital antes de presentar una oferta importante en una privatización.
Mercado minorista	Mercado para inversores individuales en una nueva emisión.
Mercado posterior	Período que sigue al comienzo de la negociación de las nuevas acciones en el mercado de valores.
Obligaciones	Costos en los que puede incurrirse luego de la venta, transferibles al comprador o asumidos por el estado.
Oferente preferencial	Oferente seleccionado por el vendedor como comprador potencial de la empresa, sujeto a la conclusión de las negociaciones y acuerdos legales.
Pagos por resultados	Honorarios cobrados por asesores, cuyo nivel depende del buen término de la transacción.
Prima	Valor de las nuevas acciones en el mercado de valores, por encima de su precio de emisión.
Privatización	Transferencia por el gobierno central o local de la propiedad de una empresa y sus activos, del estado al

sector privado.

Privatización masiva	Las disposiciones difieren entre los distintos países, de manera que no existe una definición única. Sin embargo, en términos generales, el término se refiere a un programa de privatización amplia, que puede incluir la participación generalizada del público como inversor, y a menudo forma parte de una rápida transición de una economía dirigida a una economía más orientada al mercado.
Reducción	Reducción en las necesidades de personal de una empresa que puede resultar de una privatización por varios motivos, por ejemplo, en respuesta a presiones competitivas o para incrementar la rentabilidad de la empresa para sus nuevos propietarios mediante la reducción de costos.
Reestructuración	Proceso por el que el vendedor prepara la empresa para su venta.
Regulación	Sistema por el que el estado ejerce algún tipo de control o influencia, por ejemplo, el poder de operar en monopolio, ya sea en forma directa o a través de un organismo público muy cercano al gobierno.
Reintegro	Disposiciones contenidas en las condiciones de la venta, habitualmente de duración limitada, que permiten al vendedor recibir bajo ciertas circunstancias un porcentaje de cualquier beneficio posterior logrado por el comprador a partir de la venta -por ejemplo, como resultado de la enajenación o supuesta enajenación de terrenos ociosos u otros activos, o en caso de que el comprador venda la empresa.
Subasta	Venta pública en que las empresas se venden al mejor postor.
Suscriptores	Instituciones financieras que, por el pago de una comisión, aceptan por adelantado comprar las acciones que no se vendan en una nueva emisión.
Tensión competitiva	Proceso en el que la existencia de dos o más ofertas competitivas puede conducir al vendedor a lograr resultados económicos más elevados.
Tercerización	Proceso, que ocurra generalmente después de un concurso, y por el cual en lugar de continuar suministrando un servicio por sí mismo, una institución pública paga a un proveedor privado para hacerlo.
Valoración de referencia	Valoración previa a la venta de una empresa,

	elaborada por, o por cuenta del vendedor.
Vendedor	La persona jurídica que representa al estado, propietario de la empresa cuya privatización está sujeta a auditoría.
Venta directa	Venta directa de una empresa estatal a otra empresa. Incluye joint ventures y ventas parciales.
Venta por tramos	Venta parcial de una empresa por emisión de acciones.
Verificación	Proceso por el que los oferentes verifican si los hechos y presunciones al momento de sus ofertas resultan exactos al momento de completarse la venta.