



CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y
Cooperativa, nº 10, mayo 1991, pp. 57-90

La privatización mediante "management buy-outs" y "employee buy-outs"

M. Wright, R. S. Thompson, K. Robbie
Centre for Management Buy-out Research, Universidad de Nottingham
School of Management, UMIST, Manchester

CIRIEC-España, revista de economía pública, social y cooperativa
ISSN: 0213-8093. © 1991 CIRIEC-España
www.ciriec.es www.uv.es/reciriec

* Nota del traductor: Usaremos estos términos para referirnos a la compra de una empresa por parte de sus directivos o gerentes (management buy-out), o por parte de sus trabajadores (employee buy-out), usando las abreviaciones MBO y EBO. El término "buy-out" también puede referir a este proceso de venta o a una empresa que se ha vendido mediante tal proceso. Los autores explican este término y sus variantes en la sección 2 del artículo.

LA PRIVATIZACION MEDIANTE "MANAGEMENT BUY-OUTS" Y "EMPLOYEE BUY-OUTS" *

ANALISIS Y EVIDENCIA EMPIRICA EN EL REINO UNIDO

**M.WRIGHT y R.S.THOMPSON
K.ROBBIE**

** Los autores quisieran agradecer a David Heald por su ayuda, y a dos consejeros anónimos, por sus comentarios constructivos. El "Centre for Management Buy-Out Research" está subvencionado por Spicer y Oppenheim y por Barclays Development Capital. R.S.Thompson agradece al Leverhulme Trust su ayuda financiera. Todos los autores agradecen la colaboración de Angela Beaumont.

Centre for Management Buy-out Research, Universidad de Nottingham
School of Management, UMIST, Manchester(**)

«Este artículo está publicado con la autorización de la Revista "Annales de l'Economie Publique, Sociale et Coopérative" - CIRIEC»

INTRODUCCIÓN

En un artículo de esta revista, escrito cuando el programa de privatización en el Reino Unido empezaba, Heald y Steel (1981) consideraron que, al permanecer en el gobierno los Conservadores, las consecuencias para las empresas públicas serían de gran alcance. Difícilmente podrían haber imaginado entonces hasta dónde llegaría dicho proceso. A mediados de 1989, apenas una tercera parte de las empresas estatales que existían en el Reino Unido una década antes, permanecían como propiedad pública, y las que quedaban ya se preparaban para la privatización (1). El gobierno, cuyo programa de venta de empresas públicas estaba casi completo, dirigía su atención cada vez más hacia la privatización de los servicios municipales y de salud.

El alcance total de ventas de empresas del sector público es difícil de determinar porque el gobierno no edita ninguna estadística sintética ni tampoco todas las empresas estatales publican informes detallados sobre sus enajenaciones. (Chiplin, Wright y Robbie, 1988) Estudios académicos recientes del programa de privatización en el Reino Unido (2) han proporcionado listas de las mayores liquidaciones. Sin embargo, estas suelen cubrir la venta de las empresas públicas más grandes por emisión de acciones, sin tener en cuenta las enajenaciones, de empresas estatales y sus filiales, por partes - especialmente mediante "management buy-outs" (3). Esta es una omisión importante. Primero, porque las enajenaciones por partes constituyen un aspecto importante del proceso de privatización, y porque esta modalidad será cada vez más importante cuando las grandes empresas estén ya vendidas, ya que así se pueden vender entidades que no cumplen con los criterios de la bolsa para el lanzamiento de una emisión de acciones.

Segundo, porque, como en este artículo se demuestra, la venta de empresas públicas por "buy-out" parece ofrecer

(1) Ver Vickers y Yarrow (1988).

(2) Ver Meyer y Meadowcroft (1986), Buckland (1987), Vickers y Yarrow (1988).

(3) Bishop y Kay (1988) y Madsen Pirie (1988) no se limitan a proporcionar solamente información sobre la emisión de acciones, pero en su reportaje de "buy-outs" sólo cubren unas pocas zonas bien conocidas.

*La privatización mediante "management buy-outs"
y "employee buy-outs" (pp. 57 - 90)*

muchas más probabilidades que la emisión pública de acciones, para mejorar la eficiencia de estas empresas - lo que es el mayor motivo de la privatización. Más adelante, se proporciona una definición más completa, pero la compra de una empresa por una compañía llevada a cabo por la antigua dirección de dicha empresa, - la "buy-out" - puede tomar una gran variedad de formas, desde un pequeño grupo del personal directivo a quienes pertenecen todas las acciones, hasta la posesión extendida entre trabajadores de una minoría de las acciones.

El motivo de este artículo es destacar, a través de un examen de la experiencia en el Reino Unido y de las cuestiones conceptuales en juego, la "buy-out" como opción en el proceso de aplicación de una política de privatización. Se supone que la privatización abarca el traspaso de bienes de dominio público, así como de servicios públicos, al sector privado, a niveles de gobierno tanto estatales como locales. Se ha hablado ampliamente de la razón fundamental de este proceso en otros artículos, así que no se repetirá detalladamente aquí (ver por ejemplo Kay y Thompson, 1986; Vickers and Yarrow, 1988; Heald, 1988 para valoraciones críticas) (4).

La sección 1 del artículo examina los argumentos en pro y en contra del uso de "buy-outs" en la privatización de empresas estatales dentro del contexto de los incentivos y la eficiencia en una empresa. En la sección 2, presentamos un corto resumen de las características de "management buy-outs" y "buy-ins" (5) en el Reino Unido, junto con un análisis de la experiencia en el Reino Unido de "buy-outs" con el estado como vendedor. La sección 3 examina la cuestión de la propiedad por parte de empleados y la sección 4 sintetiza los datos sobre los resultados de "buy-outs" en el Reino Unido. Una evaluación y las conclusiones siguen en la sección 5.

(4) Ver por ejemplo Heald (1983) para un examen detallado.

(5) Nota del traductor: El "buy-in" es una variante de la "buy-out". Se explica con más detalle en la página 11.

1. INCENTIVOS Y EFICIENCIA DENTRO DE LA EMPRESA

Los atributos de eficiencia de la propiedad pública o privada dependen crucialmente de los incentivos y sistemas de control que cada uno ofrece. Consideremos, por ejemplo, la típica sociedad desde el ángulo del problema de las relaciones entre "elementos principales" y "agentes". Los accionistas, como propietarios de la empresa, se pueden considerar como los "elementos principales", dependientes de los directivos ("agentes") quienes toman decisiones y controlan a los subordinados en su nombre. Es muy posible que los directivos o tomen decisiones que creen conflictos con los intereses de los propietarios, o dediquen esfuerzos inadecuados a su deber de control: tales resultados se predijeron ya en los primeros libros que trataban de gestión de empresas - por ejemplo Baumol(1959), Williamson(1964), etc - bajo unas condiciones en las cuales el poder de voto estaba tan repartido que el control efectivo recaía en los directivos. Sin embargo algunos mecanismos se han identificado, y tienden a limitar estas dificultades:

1. Se puede remunerar a los mismos directivos según los resultados de la empresa, mediante primas sobre beneficios, opciones de compra de acciones etc.

2. La amenaza de quiebra (y así la pérdida del puesto de trabajo) sigue frenando cualquier tendencia a gastar desmesuradamente.

3. El mercado de la absorción económica permite la compra, por terceros, de empresas de baja rentabilidad para obtener beneficios mediante la sustitución de una administración ineficiente y la redistribución de los activos.

4. Debido al hecho de que el mercado de capital premia la información nueva, existe una industria extensiva de analistas profesionales que recoge datos sobre cada empresa cotizada preparando pronósticos de resultados y compa-

*La privatización mediante "management buy-outs"
y "employee buy-outs" (pp. 57 - 90)*

raciones intra-industriales. Esto significa que la empresa cotizada está sometida a un examen externo sistemático.

5. Se ha sugerido recientemente (Jensen, 1986) que el uso de niveles altos de deuda representa un freno adicional a la administración porque la fuerte influencia de la deuda hace que los directivos se vean obligados a cumplir con sus obligaciones. Los directivos así comprometidos disponen de poca libertad para entregarse a sus propios intereses no lucrativos para la empresa.

Por efectivos que sean los factores citados, no hacen que la sociedad anónima moderna llegue a elevar al máximo sus beneficios siguiendo su típica función según teoría económica neoclásica. En particular, el uso de mecanismos de control supone gastos, y hay pérdidas residuales cuando el mismo valor de estos gastos llega a impedir dicho control. Juntos, estos dos factores constituyen los "costes de agencia" de la forma de sociedad anónima. (Fama y Jensen, 1983)

En contraste, en una empresa estatal ni los incentivos ni las sanciones están tan estrechamente relacionados con los resultados de la empresa. Los contratos de la mayoría de los directivos ofrecen un trabajo seguro, las ganancias monetarias adicionales quedan limitadas a la posibilidad de ascenso dentro de una jerarquía de promoción. La ausencia de un mercado externo de acciones hace que la empresa pública evite tanto el examen de analistas de mercado, como la posibilidad de absorción por otra entidad. Mientras que la empresa estatal puede que dependa del mercado de capital para la financiación de su deuda, la ausencia de amenaza de quiebra, hace que los directivos no tengan tanta necesidad de cumplir con sus obligaciones a la hora de administrar dicha deuda. Por supuesto, algún nivel de control existe en el proceso político. Sin embargo, parece que esto tenga más importancia a la hora de revelar grandes abusos que a la hora de controlar los resultados comerciales, (Jackson, 1982, Chiplin and Wright, 1982) Además, es probable que entre

los objetivos de empresas estatales estén incluidas ciertas obligaciones sociales que puedan ser incompletamente definidas y seguramente difíciles de cuantificar. Esa imprecisión en cuanto a la función objetiva de una empresa estatal hace que sea más difícil controlar sus resultados. (Garner, 1982, Wright, 1984, Whynes, 1987)

En esencia, pues, el argumento en pro de privatización por razones de eficiencia se basa en dos proposiciones: primero, que la posesión privada de acciones en cualquier empresa estimulará el establecimiento de incentivos para los directivos superiores, y segundo, que el mercado de capital proporcionará un control de rendimiento (y por tanto, de costes) mejor que el que pueda proporcionar el control político. El lanzamiento público de una emisión de títulos de una empresa estatal introduce el segundo inmediatamente pero no cambia, de por sí, los incentivos de los directivos.

Además, si la empresa recién privatizada retiene poder en el mercado y si el reparto de acciones deja ampliamente dispersado el dominio del patrimonio, puede que haya poca presión para mejoras internas (6). (Una encuesta reciente de la evidencia empírica, por Vickers y Yarrow (1988), confirma que hay poca evidencia de la superioridad de las empresas privadas cuando la competencia en el mercado es inexistente).

En contraste, en una "management buy-out" se usa la deuda para permitir una concentración considerable del patrimonio en manos del equipo de directivos- ver la sección 2. Esto convierte a los altos cargos en demandantes residuales importantes. Además, esta participación toma la forma de un título que se pierde si la nueva empresa no cumple con sus obligaciones y quiebra. Así se frena severamente cualquier tendencia de parte de los directivos a buscar resultados ineficientes. Cabe, a la vez, puntualizar que esas participaciones no son negociables fuera de la empresa durante unos años después de una MBO - aunque puede haber un

(6) Ver el análisis en Littlechild (1983), Vickers e Yarrow (1985), y Wright (1987). Sin embargo, es importante notar que tanto Ofel como Ofgas en el Reino Unido han hecho esfuerzos explícitos e intensos para evitar este problema.

*La privatización mediante "management buy-outs"
y "employee buy-outs" (pp. 57 - 90)*

mercado interno de acciones para los directivos y trabajadores - y, entonces, puede que algunas de las sanciones del mercado de capital exterior no estén vigentes, especialmente la de adquisición hostil. Sin embargo, financieros independientes de la empresa - controlando la deuda, el patrimonio o instrumentos mixtos - adquieren generalmente un papel más activo en la supervisión de la nueva empresa, a través de requisitos detallados de información, como miembros de la junta directiva, o usando poderes inscritos en los Estatutos de la empresa que permiten un control más estricto si las metas principales no se realizan. Por consiguiente, los financieros pueden, en el caso de resultados inadecuados, sustituir la dirección, buscar un comprador para la empresa, o imponer la venta a un tercero que sea hostil a una dirección que obtiene bajos beneficios. (Chiplin, Wright, Robbie, 1989).

En las sucursales y filiales que han sido sujetas a una MBO, los niveles bajos de la jerarquía vertical generalmente se mantienen intactos, sin embargo los directivos propietarios ahora pasan a ser coordinadores de alto nivel. Sus decisiones afectarán de manera más directa su remuneración, y también su voluntad de controlar a los subordinados seguramente incrementará. Adicionalmente, un reparto más amplio del dominio del patrimonio entre los trabajadores puede proporcionar una mezcla de supervisión horizontal y vertical.

Esa retención de supervisión vertical distingue las EBOs -donde los trabajadores como grupo son propietarios de una mayoría de las acciones- de las empresas auto-dirigidas (de tipo "clan"), y hace que este tipo de empresas puede tener menos problemas de comunicación interna. Por lo tanto, esa modalidad podría ser más efectiva en entidades más grandes que las tradicionales entidades auto-dirigidas que hemos visto hasta ahora. Normalmente, la dirección superior mantiene un control mayor y distinto del de los trabajadores en general, más que nada para asegurar que se cumplen los

objetivos de servicio de la deuda.

2. "BUY-OUTS" Y "BUY-INS": DESARROLLO Y CARACTERÍSTICAS

Las "buy-outs" se tienen que definir en términos amplios debido a la gran gama de posibilidades existentes en sistemas económicos diferentes (Chiplin y otros, 1988). Para ponerlo de forma sencilla, una "buy-out" supone la transferencia de la propiedad de una entidad de sus propietarios actuales a un nuevo grupo de accionistas del que el equipo directivo existente formará una parte importante. El ejemplo más típico es el de un grupo de directivos constituido por los altos cargos de las funciones principales de la empresa que controla la mayor parte, sino la totalidad, de las acciones de la nueva empresa independiente, lo demás de la financiación necesaria siendo proporcionada por instituciones financieras mediante una mezcla de deuda y títulos. A cambio de una parte normalmente modesta del precio de la transacción, los directivos reciben un número desproporcionadamente grande de acciones con derecho de voto. En una encuesta reciente hecha por CMBOR, se descubrió que los directivos habían recibido una parte mayoritaria de las acciones en más de tres cuartas partes de los casos (Wright, Robbie, Thompson, 1989). Frecuentemente, la parte de las acciones que pertenece al equipo directivo depende de los resultados, mediante un mecanismo multiplicador, de esta forma se intensifican sus incentivos.

La parte desproporcionada de las acciones que pertenece a los ejecutivos se hace posible mediante el uso de "leveraging" (7): la transacción típica supone una variedad de instrumentos de deuda y cuasi-deuda. El "leverage" induce (o compromete de antemano) a los miembros del equipo directivo a cumplir con las obligaciones de la empresa, porque sino sus propias inversiones en capital humano

(7) NT: Del inglés "leverage" = apalancamiento.

y capital en acciones ordinarias se pueden ver amenazadas (Jensen, 1986).

La institución financiera principal - proporcionando títulos, deuda o algún tipo de crédito intermediario o una combinación de los tres - frecuentemente adquiere un papel en la empresa recién comprada. Esto puede suponer un puesto en la junta directiva e incluso la presidencia de la junta.

Con o sin representación en la junta, es probable que la institución financiera exija informes financieros por lo menos tan detallados y/o frecuentes como se proporcionarían normalmente.

La mayoría de MBOs suele implicar negocios maduros cuyos movimientos de capital pueden predecirse con una seguridad razonable. Sin embargo, la gama de industrias en las que ocurren "buy-outs" es mucho más amplia en el Reino Unido que en los Estados Unidos, donde las LBOs solían concentrarse en la industria alimenticia y la venta al por menor. El término LBO ("Leveraged Buy-Out") se usa en los Estados Unidos para indicar una transacción utilizando altos niveles de deuda, que puede ser iniciada por una institución financiera especialista, y en la que los ejecutivos actuales pueden estar o no involucrados en la propiedad de acciones. Además, las MBO británicas raramente van seguidas de una desmembración completa de la empresa como pasa muchas veces en las LBO norte-americanas - de hecho una minoría substancial de transacciones en el Reino Unido precede a una expansión de la empresa comprada.

Hace falta ser consciente de algunas variaciones de la definición básica de la "buy-out".

En transferencias de propiedad en empresas grandes, o cuando los ejecutivos situados a nivel inferior al de los más altos cargos son el elemento clave a la hora de asegurar la realización de las metas necesarias para el servicio de una estructura financiera basada en un "leverage" importante, la

participación en la propiedad de acciones puede extenderse más allá del núcleo duro de los quizás cuatro o seis ejecutivos superiores. Ocasionalmente, se puede ofrecer la oportunidad de comprar acciones a todos los trabajadores, sin que haya obligación de invertir. Pocas "buy-out" hasta ahora han dado tal oportunidad a todos los trabajadores (Wright, Robbie, y Thompson, 1989).

En más o menos el 10% de las transacciones MBO (pero en casi la mitad de las privatizaciones en general y en la mayoría de las más grandes) existe algún tipo de plan de propiedad de acciones para los trabajadores (ESOP) (8) o una participación más amplia por parte de los trabajadores (produciendo una "buy-out" por los trabajadores - EBO) (Wright, Chiplin, Thompson y Robbie, 1990).

En vez de adquirir una entidad, la dirección y los trabajadores se pueden hacer cargo de la provisión de un servicio mediante un convenio contractual que puede implicar o no la compra de activos. Este tipo de "buy-out" viene a ser cada vez más importante en los municipios del Reino Unido.

Cuando la administración interna es deficiente, o el equipo directivo incompleto, pueden introducirse nuevos ejecutivos para poder llevar a cabo el proceso de transferencia. Puede decirse que una "management buy-in" ha ocurrido cuando un directivo o grupo de directivos que no trabajaban antes para la empresa, ni necesariamente juntos, logra el control de la dirección de una empresa existente. En algunos casos, la dirección que esté tomando la iniciativa puede haberse introducido en la empresa poco antes del intento de "buy-in" para efectuar programas de reestructuración. Tales ejemplos hacen bastante difusa la diferencia entre "buy-out" y "buy-in". Una "buy-in" normalmente supondrá la compra de acciones en la empresa no solamente por la nueva dirección sino también por el promotor financiero del equipo de "buy-in".

En otra variante, los vendedores pueden querer distan-

(8) Se tratará de los ESOP con más detalle en las siguientes secciones.

La privatización mediante "management buy-outs" y "employee buy-outs" (pp. 57 - 90)

ciarse del control ejecutivo de una entidad mientras mantienen un interés minoritario.

Cuadro 1

"Buy-outs" y "Buy-ins" en el Reino Unido y el mercado de control de empresas

Año	Total buy-outs + buy-ins		Proporción buy-outs + buy-ins en mercado de control de empresas (%)	
	Sec. público	Todo UK	Según número	Según valor
Antes 1982	8	208	no aplicable	no aplicable
1982	8	246	29'5	23'3
1983	9	241	35'9	13'7
1984	4	243	30'0	7'0
1985	8	290	38'0	14'3
1986	14	361	34'2	9'3
1987	41	427	27'5	18'5
1988	18	450	26'9	18'3
1989	8	239	33'4	25'8

FUENTE: Business Monitor y CMBOR

* Estas estadísticas se han recopilado de varias fuentes (informes financieros, informes anuales de empresas, prensa etc.) y representan la única recopilación de información disponible sobre el mercado de "buy-out" en el Reino Unido.

Las MBO, así definidos, son seguramente tan viejos como el propio capitalismo. Sin embargo, parece bastante claro que hasta finales de los años setenta hubieron relativamente pocas "buy-out", y la mayor parte de ellos se dieron en empresas privadas. Las razones son varias, pero se relacionan con una serie de restricciones legales, una falta de disponibilidades y técnicas financieras y la falta de voluntad de los ejecutivos de efectuar tales transacciones. (Wright, Coyne, y Mills, 1987). Durante la última década este cuadro ha cambiado. Las "buy-out" se suceden a un ritmo de más o menos 450 al año, con un valor anual de casi 5000 millones

de libras esterlinas. Este crecimiento se nota en las estadísticas recopiladas por el Centre for Management Buy-out Research (CMBOR) de la Universidad de Nottingham y se resume en el Cuadro 1. Además, las "buy-out", que constituían una parte sin importancia del "mercado" de empresas a finales de los setenta, representaron el 38% de todas las transacciones en 1985. El resurgimiento de adquisiciones de empresas independientes y ventas de filiales entre grupos de compañías, junto con la madurez del ciclo vital de las "buy-out" hizo que su parte del total de transacciones disminuyera en los años siguientes, subiendo marcadamente otra vez durante la primera mitad de 1989 cuando hubo un descenso de otras modalidades de adquisición. A principios de los ochenta, los equipos de "buy-out" se tenían que enfrentar a pocos ofertantes competitivos; en aquellos tiempos de recesión el mercado de adquisiciones estaba deprimido y muchas de las filiales en venta eran de rendimiento bajo. Desde entonces cambios de dirección estratégica por parte de las empresas, han hecho que se hayan vendido filiales más productivas, y el incremento del número de empresas que quieren hacer adquisiciones ha acusado una subida general de los precios pagados para adquirir activos. Como los directivos que realizan la "buy-out", tienen que depender de fondos generados por la empresa para servir los costes de la estructura financiera (pagos de intereses y dividendos) y no pueden recibir compensaciones de otras empresas de un grupo más grande, ni emitir acciones para comprar la empresa, es lógico que algunos grupos ofertantes puedan sobrepujarles (Chiplin, Wright, Robbie, 1988). Estos factores ayudan a explicar la moderación del ritmo de crecimiento de las "buy-out". No obstante, en menos de una década las "buy-out" se han establecido como una parte importante del mercado de control de empresas, y de hecho, en cuanto al valor, su contribución estaba en alza durante la primera mitad de 1989, el último periodo para el que se dispone de

La privatización mediante "management buy-outs" y "employee buy-outs" (pp. 57 - 90)

estadísticas. Mientras el crecimiento de las "buy-out" en la primera parte de la década fue debido a la recesión, -una minoría apreciable de las transacciones resultaron de la quiebra de una compañía o de su compañía matriz- la mayoría, ahora, son casos "normales". Las "buy-out" resultan, en su mayoría, de decisiones de racionalización por parte de empresas de producción múltiple (70'6%), de transferencias de propiedad en empresas privadas cerradas (18'3%), de nominación como síndico, y de transferencia que afectan a empresas ya cotizadas en bolsa (6%) (Chiplin, Robbie, Wright, 1988). Los 5'1% restantes corresponden a "buy-outs" que surgieron a raíz del proceso de privatización.

La proporción de "buy-outs" de privatización en el mercado del Reino Unido subió sustancialmente en 1986 y 1987 con la fragmentación de la National Bus Company (9) y algunas otras "buy-out" importantes del sector estatal. Mientras las "buy-out" de empresas estatales enteras necesitan una legislación especial, se puede llevar a cabo la venta de una filial con el visto bueno del ministerio interesado. Sin embargo, se advierte ahora un cambio de enfoque con el desarrollo de las "buy-out" de privatización en los municipios y en los sectores de servicios auxiliares de salud. Estos no se tratarán de forma detallada aquí, volveremos a ellos en la última sección.

Con más de cien "buy-out" y "buy-in" ya llevados a cabo, este tipo de privatización es mucho más frecuente (como demuestra el cuadro 1) que la emisión de acciones en bolsa, de las que se han visto catorce casos hasta ahora (excluidas, las ventas secundarias de acciones en empresas ya cotizadas en bolsa). Sin embargo, las empresas que recurren a una "buy-out" son, por regla general, mucho más pequeñas que las que eligen una emisión de acciones. Hasta las "buy-out" mediante emisión de acciones varían mucho en tamaño, desde los 47 empleados de Enterprise Oil hasta los 238'384 de British Telecom (10). Usando datos de los informes

(9) NT: National Bus Company
- Empresa Nacional de
Autobuses.

(10) "Cuentas anuales de las
empresas". Ver también
Bishop y Kay (1988) para un
examen más detallado de la
privatización mediante la
emisión de acciones.

anuales de las empresas estatales vendidas, se encontró un promedio de 44.100 trabajadores en la fecha de la privatización. Una lista de las principales "buy-out" de privatización aparece en el cuadro del apéndice junto con la información acerca del número de trabajadores cuando ésta estaba disponible. Incluso las "buy-out" más grandes están muy por debajo del tamaño medio para la emisión de acciones, y si se incluyeran los niveles de empleo para las "buy-out" más pequeños, el promedio sería mucho más bajo. Con las estadísticas utilizadas el promedio para las 79 "buy-out" con números de plantilla conocidos, es de 1.466, con un total de 115.784 trabajadores.

Las "buy-out" de privatización se pueden considerar como un medio de transferencia desde el sector público en las siguientes situaciones:

-La venta de una empresa o industria estatal entera como una sola entidad

El único caso hasta la fecha de una "buy-out" que ha tenido lugar de esta manera es el National Freight Consortium (NFC) (11) la empresa estatal de transporte por carretera (McLachlan, 1983). El NFC opera desde más de 700 terminales y a fecha de la "buy-out" en 1982 empleaba 24.305 personas. Esta cifra representaba un declive frente a los 34.549 trabajadores en 1979 y fue el resultado de un largo periodo de reestructuración después de que se encontrara el NFC en quiebra técnica a finales de los setenta, como demuestran los informes y cuentas anuales de la empresa durante este periodo. De ahí que la emisión de acciones se presentaba como una opción difícil de elegir. El NFC se enfrentaba a la competencia directa de otros operadores de transporte del sector privado en muchas de sus cuotas de mercado. Quizás habría sido posible vender la empresa, entera o por partes, a uno o más de los otros grupos del sector. Sin embargo, el personal directivo pudo argumentar con éxito en contra de tales opciones, mencionando la

(11) NT: National Freight Consortium - Consorcio Nacional de Transporte .

necesidad de asegurar la cooperación de los trabajadores en un sector que depende del esfuerzo individual, y logró disuadir tanto al gobierno como a otros ofertantes de seguir caminos alternativos de venta. En este caso, una participación amplia de los trabajadores en la compra de acciones fue importante para reducir los "costes de agencia" en un gran número de terminales geográficamente dispersas. (Wright, 1988)

Se ha hablado abiertamente de otras ventas de este tipo, oficial o informalmente, con respecto a British Steel, British Coal, la National Bus Company (NBC) y el Scottish Bus Group (SBG) (12). Se tratará de la NBC y el SBG más adelante. British Coal aún no se ha privatizado, pero en este caso hay una participación fuerte de trabajadores, aunque no está claro que existen economías de escala que justificarían su privatización como una sola entidad.

-La fragmentación y venta de una empresa estatal entera mediante varias "buy-out"

Este tipo de "buy-out" ha tenido lugar en dos casos en el Reino Unido y en estos momentos SBG (Scottish Bus Group- la empresa estatal de autobuses de Escocia) está siendo sometida a un proceso similar. El primer caso es el de la fragmentación de la empresa estatal National Enterprise Board (NEB), que fue establecido por el último gobierno socialista para promocionar la reestructuración de algunos sectores claves de la economía, tanto en lo que se refiere a alta tecnología como en los sectores estratégicamente importantes que se encontraban en dificultades. (Parr, 1979).

Bajo la administración Conservadora, el énfasis de la NEB (13) se ha enfocado en la promoción de sectores de alta tecnología y se ha cambiado su nombre por British Technology Group (BTG). Se han cedido por partes las inversiones anteriores de la NEB al mejor ofertante. En los casos reseñados en el cuadro del apéndice, las MBOs han tenido éxito, pero bastante más se han vendido mediante otras modalidades.

(12) NT: Respectivamente, Acero Británico, Carbon Británico, la Empresa Nacional de Autobuses y el Grupo Escocés de Autobuses.

(13) NT: NEB - Comisión Nacional de Empresas.

des. Hasta finales de Junio 1989, doce filiales se habían vendido mediante "buy-out".

Sin embargo, la fragmentación más importante ha sido la de la NBC, que tenía los servicios de autobús urbano y nacional. La ley de Transporte de 1985, a parte de estipular la desregulación, sentó que la NBC fuera fragmentada o privatizada y que las empresas locales de transportes públicos fueran transformadas en empresas separadas, que operarían a distancia en la zona de influencia de los municipios. Ahora, la venta de estos operadores locales se está realizando. Tres de estas ventas (hasta finales de Junio 1989 ver cuadro del apéndice) han sido a los directivos y trabajadores y hay muchas más en proceso de negociación (14).

Dada la naturaleza local de los servicios de autobús y el nivel bajo de economías de escala en este sector (Glaister y Mulley, 1983), la fragmentación, con una preferencia por las ofertas por parte de los directivos y trabajadores, parecía ofrecer las mejores posibilidades de cumplir con los objetivos gubernamentales de la privatización, el más importante de los cuales era el de mejorar la eficiencia (Mulley y Wright, 1986)(15).

La privatización de la NBC produjo un total de 73 ventas como demuestra el cuadro 2. Esto muestra que más de la mitad de las ventas tuvieron la forma MBO o EBO. El hecho de que las empresas de transportes públicos tengan un cash flow fuerte hizo que la mayoría de la financiación para las "buy-out" fuera en forma de deuda, lo que permitió a los equipos de "buy-out" retener la gran mayoría de las acciones, sino todas. Cuando la dirección recibió menos del 100% de las acciones, fue generalmente en un punto muy avanzado del proceso de venta cuando el precio fue pujado de tal forma que la empresa no podría aguantar una financiación basada enteramente en el endeudamiento. Otras once implicaron la compra por empresas que habían sido previamente sujetas a "buy-out".

(14) Ver varias ediciones de *Bus Business* para detalles del progreso.

(15) Se ofrece un descuento del 5% a los ofertantes de "buy-out" en el evento de una oferta de precio similar de parte de ofertantes de fuera de la empresa.

Las "buy-out" que realizaron compras solos son Eastern National, West Riding, Cheltenham y Gloucester, Yorkshire Traction, y Northumbria. Badgeline, Midland Red West y East Yorkshire participaron juntos en dos compras, en asociación con la dirección actual o con un grupo externo. Entre los compradores procedentes del sector privado, Stagecoach y Drawlane/Endless compraron cada uno cuatro filiales, mientras Carlton/ATL compró dos.)

Durante la primera parte del proceso de fragmentación la gran mayoría de las ventas fueron a los directivos. Esto cambió en la última fase del proceso, cuando los compradores del sector privado y las "buy-out" anteriores llegaron a ser más importantes. La competencia para la propiedad fue en algunos casos muy intensa. En el caso de Ribble Motor Services, aparte de ofertantes de fuera de la empresa, hubo interés por parte de equipos de la dirección superior y la dirección de nivel medio.

- "Buy-outs" de partes de empresas estatales donde el 'núcleo' se queda intacto.

"Buy-outs" de este tipo han tenido lugar cuando algunas empresas estatales procuraban reestructurar sus actividades para reducir sus pérdidas o para prepararse para su propia privatización. Algunas de las actividades vendidas fueron las periféricas a las formas principales de la empresa estatal, ya que, en muchos casos, habían sido nacionalizadas "por casualidad" y no presentaban ningún elemento estratégico, monopolístico o de reestructuración de plantilla (ver por ejemplo algunas de las primeras "buy-out" de British Steel listados en el cuadro del apéndice). Hay también elementos que demuestran que la venta de actividades como "buy-out" se realizó cuando existía alguna relación comercial con la compañía estatal principal. Pueden obtenerse reducciones en los costes de control cuando algún tipo de relación mercantil se introduce y la compañía anteriormente filial es muy dependiente de la compañía estatal. También puede

introducirse algún tipo de competencia para los contratos de suministro de la empresa estatal, para que la posición de la "buy-out" no esté necesariamente segura si no cumple bien su compromiso. Cuando la relación mercantil implica algún grado de especialización, su continuación puede resultar mutuamente beneficiosa, pero bajo los nuevos arreglos, la "buy-out" tiene mayores incentivos que cumplir, y también existe la posibilidad de pérdida de contratos a favor de sus competidores y la imposibilidad de sufragar sus costes de financiación si no realiza sus funciones adecuadamente (Williamson, 1979). Los beneficios pueden permitir un mayor acceso a la financiación, la creación de estructuras de remuneración más apropiadas y mayores posibilidades de crecimiento. Hasta Junio 1989, las empresas estatales que más filiales cedieron mediante "buy-out" fueron BL/Austin Rover, 13 "buy-outs"; British Shipbuilders, 11; British Steel, 10; British Rail, 6; y British Aerospace, 1 (16).

Cuadro 2

Compradores de la NBC

MBO	39	(1)
Compras por empresas de MBO	11	(2)
"Buy-in" por la dirección (MBI)	8	(3)
Compras por empresas de MBI	2	
Compradores del sector privado	13	
TOTAL	73	

FUENTE: CMBOR

(1) Warwick Systems fue vendido antes del comienzo del programa principal de ventas.

(2) Incluye casos donde la dirección, fracasado su propio intento de "buy-out", participó en la adquisición.

(3) Refiere a la compra por Frontsource de los ocho talleres de la NBC, uno de los cuales (Carlyle Works) fue subsecuentemente sujeto de un MBO.

(16) NT: Astilleros Británicos, Altos Hornos Británicos, Ferrocarriles Británicos, y Aeroespacial Británica.

Algunas empresas estatales han introducido políticas para fomentar y apoyar intentos de "buy-out". No todos los intentos han tenido éxito, debido parcialmente a la debilidad de la dirección en algunos casos, a la ausencia de viabilidad independiente de algunas filiales, y al precio que se tendría que pagar que significa que la financiación necesaria no se podría servir a partir de los fondos generados. Como resultado, algunos intentos de "buy-out" han fracasado y algunas filiales han sido vendidas a otros grupos privados (17). En algunos casos se ha podido comprobar que ofertas conjuntas entre trabajadores y otros grupos pueden resolver estos problemas (por ejemplo, la compra de BREL a British Rail). Sin algún descuento, el precio que pueda pagar un equipo de "buy-out" puede ser menor que el de un ofertante de fuera, porque el equipo de "buy-out" tiene que financiar la compra mediante un préstamo, las costes del cual se tienen que cubrir con los ingresos. Cierta inquietud sobre los precios a los que se han vendido los activos estatales ha conducido a la introducción de métodos para limitar el alcance de los descuentos, de lo que se ha hablado en otro artículo (Wright, Chiplin, Robbie, 1989).

3. LA PROPIEDAD POR PARTE DE LOS TRABAJADORES

Un elemento de la política del gobierno del Reino Unido hacia la privatización ha sido la extensión de la propiedad por parte de los trabajadores, conectado con el punto de vista de que la propiedad individual de acciones está positivamente asociada con la mejora de eficiencia y rendimiento, por las razones resumidas en la sección 2. En el Reino Unido, es mucho más probable que las "buy-out" del sector público impliquen la propiedad de acciones por parte de trabajadores que en el caso del sector privado (Wright, Chiplin,

(17) Por ejemplo, British Rail vendió Sealink a Sea Containers Ltd. (Bruce, 1986) Entre los años fiscales 80/81 y 84/85 (el periodo para el que la información está disponible) British Steel informa de la venta de 25 empresas de propiedad parcial o total en el Reino Unido, de las cuales 7 fueron mediante "buy-out".

Thompson, y Robbie, 1990). Además, la propiedad por parte de los trabajadores en las "buy-out" es sustancialmente más alta, generalmente, que en empresas grandes, tanto en el Reino Unido como en los Estados Unidos, y eso a pesar de mecanismos como opciones de acciones para ejecutivos (Cosh y Hughes, 1987; Jensen, 1989; Bruce y otros, 1990). Sin embargo, es menor que en empresas de tipo "clan" (Ben-Ner, 1988; Estrin y otros, 1987). Del mismo modo los trabajadores implicados en "buy-outs" vinculadas a la privatización, tendrán una parte más grande del patrimonio que los de una empresa estatal que se vende por emisión de acciones en Bolsa (Bishop y Kay, 1988; Buckland, 1987). En el segundo caso, se han distribuido acciones gratuitas entre los trabajadores y se han usado descuentos para fomentar nuevas compras de acciones por parte de los trabajadores (Vickers y Yarrow, 1988). Sin embargo, también hay evidencia extensiva de la venta de acciones poco después de la privatización, que así reduce aún más la propiedad de acciones por parte de los trabajadores, como resultado de la fijación demasiado bajo del precio de las acciones (Buckland, 1987; Vickers y Yarrow, 1988) Durante el desarrollo del programa de privatización el gobierno ha intentado introducir proyectos para fomentar la propiedad de acciones a más largo plazo, con algún éxito. Existen varias maneras de lograr una participación mayor de los trabajadores en las "buy-out" por privatización. Se puede ofrecer, a todos o una parte importante de los trabajadores, la oportunidad de suscribir acciones a fecha de la "buy-out"; se puede introducir un plan de derechos de opción a acciones; se puede efectuar una participación simbólica mediante la distribución gratuita de acciones, o se puede usar un "trust" de propiedad de acciones por parte de los trabajadores (ESOT). La participación directa de los trabajadores desde el principio puede proporcionar una fuente no-institucional y útil de financiación o también ofrecer incentivos a los trabajadores para alcanzar

ganancias máximas en capital. Sin embargo, hasta la emisión de acciones y el establecimiento de un mercado público para las acciones, los inversores entre los trabajadores -de quienes no se puede suponer que tengan carteras de valores equilibrados- pueden quedarse "atrapados" con sus inversiones. Para facilitar la salida, cuando necesario, la empresa comprada puede organizar su propio mercado interno de acciones. Tal mercado puede sufrir las consecuencias de contar con pocas operaciones. Si la entrada se restringe para mantener la participación de los trabajadores, por ejemplo, por no admitir las instituciones financieras de la empresa - puede que el resultado sea la depreciación del valor de las acciones de los trabajadores.

Las ESOT proporcionan un medio alternativo para extender la participación a los trabajadores. En este caso se establece un "trust" en beneficio de los trabajadores. Entonces el "trust" compra acciones de la empresa sujeta a la "buy-out", normalmente con fondos precedentes de un préstamo externo, con la garantía de las propias acciones. Este préstamo se paga mediante contribuciones voluntarias al "trust" por parte de la empresa, y mientras el proceso continúa, se ponen acciones a la disposición del "trust" para distribuir las a trabajadores según criterios predeterminados.

Como los trabajadores no están obligados a pagar las acciones a fecha de su adquisición por el "trust", es posible, como grupo, adquirir más acciones que mediante la compra directa o un plan de derechos de opción (Brennan, 1988). Además tales "trusts" pueden evitar el nivel bajo de aceptantes que se encuentra en ofertas generales a los trabajadores, lo que se debe a la falta, para muchos trabajadores de suficientes fondos para invertir o a la voluntad de no vincular unos ahorros limitados para un periodo indefinido, cuando no existe un mercado interno de acciones. El mecanismo de un "trust" también reduce la complejidad de los preparativos porque no hay necesidad de negociar individualmente. Esto

puede ser especialmente importante cuando una oferta de "buy-out" tiene que competir con ofertas de fuera. Una ESOT puede tener la ventaja añadida de que el control del patrimonio queda en manos de los administradores y fuera del alcance de cualquier ofertante no deseado, aunque los administradores tienen un deber legal de actuar en el interés de los beneficiarios del trust, lo que puede significar la recomendación de tal venta.

Las pequeñas "buy-out" anteriores, que tuvieron lugar cuando grandes empresas estatales vendieron sus partes más periféricas, han sido generalmente MBO, con la propiedad concentrada en manos del equipo directivo. En las últimas "buy-out" más grandes, ha habido una participación más amplia de los trabajadores; especialmente cuando esto ha sido considerado importante para persuadir a los sindicatos a apoyar un intento de "buy-out", cuando la motivación y entrega de los trabajadores ha sido importante para efectuar una mejora, y cuando las capacidades individuales de los trabajadores son importantes para el éxito de la "buy-out". Viene a ser cada vez más normal que se tenga que ofrecer la oportunidad de propiedad de acciones a los trabajadores como condición de la privatización. La privatización de National Bus mediante más de setenta ventas separadas, de las cuales 39 fueron por "buy-out", muestra varias formas de participación de los trabajadores. Sólo de 5 se puede decir que tuvieron las características típicas de EBO. La mayoría de las "buy-out" implicaron sólo un equipo pequeño de los más altos cargos, pero, en doce casos hasta el 40% del patrimonio se apartaba para venderse posteriormente a todos los trabajadores. Un número similar introdujeron un plan de derechos de opción a acciones y/o el reparto de ganancias. Otras ocho "buy-out" implicaron directivos de nivel medio tanto como de nivel superior como propietarios iniciales del patrimonio. También se puso una parte del patrimonio a la disposición de la directivos y

La privatización mediante "management buy-outs" y "employee buy-outs" (pp. 57 - 90)

trabajadores de los ocho talleres de maquinaria que fueron sujetos a "management buy-in" - MBI. La "buy-out" de People's Provincial se efectuó mediante una ESOT con una parte igual del patrimonio para todos los implicados desde el director jefe hasta el último trabajador. A las filiales de National Bus que se vendieron a terceros no les fue tan bien, pocas obtuvieron una participación inicial en las acciones. Empiezan ahora las "buy-out" de operadores municipales de autobuses, los tres llevados a cabo a mediados de 1989 están usando proyectos ESOT.

Las recientes "buy-out" más grandes de BL/Austin Rover, como Unipart (Boley, 1989) y Istel han implicado una propiedad por parte de los trabajadores más amplia. En las "buy-out" de British Shipbuilders, VSEL ofreció acciones a sus trabajadores (y residentes locales) desde el principio, mientras los trabajadores de Vosper Thornycroft sólo pudieron obtener un interés en el patrimonio después de la "buy-out".

La frecuencia especialmente alta de participación en las acciones por parte de los trabajadores es debido a la necesidad de responder a la hostilidad de los sindicatos, y también a la preocupación sobre los beneficios realizados por los directivos en algunas "buy-out" anteriores.

En el Reino Unido los sindicatos han mostrado una oposición formal al programa de privatización del gobierno Conservador -aunque el alcance de esta oposición ha variado entre diferentes sindicatos y hasta entre niveles nacionales y locales del mismo sindicato. Esto se vio en el caso del NFC donde la oposición del TGWU (18) (19) fue particularmente fuerte. Sin embargo, la variedad de posiciones tomadas por los delegados sindicales en lugares diferentes hizo que la distribución inicial de acciones reflejara la fuerza relativa de los puntos de vista anti-privatización en los varios cientos de terminales de la empresa. Como la empresa prosperó después de la "buy-out", se tuvo que ampliar el mercado inicial de acciones para permitir la participación de aquellos que al

(18) NT: TGWU - Sindicato de Transportistas.

(19) Por ejemplo en Derby, una oferta dirigida por el sindicato de parte de los empleados en consorcio con una empresa de "buy-out" de la NBC tuvo éxito contra una oferta dirigida por la dirección que ofrecía una participación minoritaria para todos los trabajadores.

principio lo habían rechazado. De un 37'5% de trabajadores con acciones, hubo un incremento a más del 80% antes de la emisión pública de acciones en 1989.

Hay indicaciones, en intentos recientes de "buy-out" de operadores de autobuses municipales, de que "buy-outs" dirigidas por la dirección con proyectos ESOT de participación minoritaria para los trabajadores están encontrando alguna resistencia (Wright y otros, 1990). En algunos casos, ofertas dirigadas por sindicatos por parte de los trabajadores están en competencia. Donde esto ocurre, la intención es permitir a la dirección que tome decisiones operacionales siendo sin embargo sometida a un control por parte de los trabajadores accionistas. Estos intentos han sido claramente influidos por la "buy-out" pionero de People's Provincial de la NBC y por un deseo de evitar que un equipo de la dirección venda la empresa después de un periodo relativamente corto. Si estos tipos de oferta siguen teniendo éxito, puede que sea necesario un papel activo para los administradores de la ESOT para resolver tensiones entre los directivos y los trabajadores accionistas.

Parece que, por lo menos en parte, la participación de los trabajadores como inversores en el patrimonio está motivada por la creencia de que la participación directa de los trabajadores mejora el rendimiento, o que, por lo menos, crea una buena voluntad hacia la dirección cuando se están realizando cambios radicales. Además, la participación de los trabajadores parece especialmente concentrada en las "buy-out" del sector de servicios -como los de la NBC o el caso de la NFC- donde el control vertical en la fase de reparto seguramente va a ser especialmente costoso. Por ejemplo, es evidente que la satisfacción del cliente está influida por el esfuerzo que dedica un conductor de camión o autobús a su trabajo: pero su esfuerzo es en gran parte inobservable - y entonces no controlado por los directivos en la terminal. Sin embargo en otros casos donde el rendimiento y las capaci-

La privatización mediante "management buy-outs" y "employee buy-outs" (pp. 57 - 90)

dades específicas individuales son menos importantes, la necesidad de obtener una participación más amplia de parte de los trabajadores puede ser menos urgente. Mientras los "buy-out", a diferencia de las organizaciones tipo "clan", pueden obtener los beneficios de una mezcla de control vertical y horizontal, todavía hay muy poca evidencia empírica y sistemática para sostener este argumento. Cuando se hayan acumulado datos sobre las "buy-out" recientes de la privatización, será posible aclarar un poco más este asunto. Además, quizás sea posible extender los descubrimientos recientes del análisis de Estrin y otros (1987), que demuestran que la propiedad por parte de los trabajadores no es benéfico en todas las circunstancias, especialmente cuando la participación directa no existe.

4. EL IMPACTO SOBRE LOS RESULTADOS DE LAS "BUY-OUT"

Es inevitable que la evidencia empírica referente al impacto sobre los resultados de un fenómeno tan nuevo como el MBO es bastante fragmentaria. Es así particularmente en lo que refiere a las "buy-out" de la privatización, que hasta hace poco eran bastante poco numerosos. Además, la variedad de tipos de "buy-out" y la gama de sectores en los que se han llevado a cabo causan problemas considerables de control en cualquier estudio sistemático. No obstante, los datos disponibles suelen apoyar la opinión de que las "buy-out" mejoran el rendimiento.

La fuente mayor de estudios está relacionada con el movimiento hacia el sector privado en los Estado Unidos (De Angelo y otros, 1984; Smith, 1989 y otros analizados en Yago, 1989). La mayoría de estos examinan el efecto del anuncio de una oferta de LBO sobre el valor de las acciones de la empresa en cuestión. De por sí, este ejercicio es bastante trivial -porque como una prima de oferta es necesaria para

asegurar el capital de acciones, y como el ofertante no está cotizado, la respuesta positiva es inevitable. Sin embargo, el valor del promedio de primas de oferta es un impresionante 40%, y esto parece exceder sustancialmente cualquier beneficio hecho por asignar una clasificación inferior de la deuda principal (Marais y otros, 1989, Jensen, 1989) o procedentes de los beneficios fiscales de la "buy-out" (ver KKR, 1989).

Un apoyo más claro a la opinión de que el mercado bursátil en los Estados Unidos considera como importantes la organización interna y los incentivos, se encuentra en los estudios sobre ventas y transferencias de activo. Tanto la venta voluntaria de divisiones (por ejemplo, Linn y Rozeff, 1984 y los artículos analizados en Black y Grundfest, 1989) como las transferencias de activos hacia estas, como empresas separadas (Hite y Owers, 1983; Schipper y Smith, 1983) son asociadas con beneficios netos importantes en los valores de mercado.

Además de los estudios de mercado, existen ahora algunos estudios de LBOs que usan el rendimiento operacional. Estos parecen confirmar el efecto benéfico del LBO sobre la rentabilidad (De Angelo y De Angelo, 1987), los dividendos (Lowenstein, 1985), y la productividad (Yago, 1989). Scherer (1986) emprendió una serie de estudios de casos reales de "buy-out". Encontró pruebas de mejoras importantes, incluida una reducción de retrasos y distorsiones en la toma de decisiones y la utilización de recursos. Sin embargo, expresó su preocupación frente a un control financiero demasiado estricto que podría perjudicar los presupuestos de publicidad y investigación y desarrollo. Es difícil encontrar pruebas directas sobre este punto. Lichtenberg y Siegel (1989) no encuentran pruebas de que empresas de producción que han cambiado de propietario reduzcan sus gastos de investigación y desarrollo. Sin embargo, un pequeño estudio-sondeo hecho por la National Science Foundation y analizado por

Yago (1989) demostró ritmos de crecimiento más bajos en investigación y desarrollo en empresas de LBO. Más generalmente, es improbable que alguna reducción en gastos de investigación y desarrollo sea sustancial porque la actividad Americana de LBO está concentrada de modo fundamentalmente en industrias de baja intensidad en investigación y desarrollo.

En el Reino Unido un estudio de las consecuencias iniciales de "buy-out" para 111 casos en el sector privado hasta finales de 1983 -un periodo caracterizado en gran medida por la recesión- mostró mejoras en la rentabilidad, las relaciones comerciales, los sistemas de control de liquidez y crédito, y en el desarrollo de nuevos productos. La muestra también indicó cambios considerables en la estructura de empleo y de dirección. (Wright y Coyne, 1985) Estos descubrimientos están respaldados por una segunda encuesta de 57 "buy-outs" durante el mismo periodo hecho por Hanney (1987).

Una encuesta subsecuente por CMBOR de 182 "buy-outs" en el Reino Unido, llevada a cabo entre mediados de 1983 y principios de 1986, un periodo de recuperación industrial, reforzó estos estudios anteriores, pero también encontró ciertas diferencias. Para la mayoría de los encuestados, los resultados de la explotación y la facturación habían sido "mejores" o "sustancialmente mejores" que antes de la "buy-out" y superaban las expectativas contenidas en la planificación anual (Wright, Thompson y Robbie, 1989; este resultado fue corroborado por Jones, 1988). Casi la mitad de las "buy-out" (el 49%) habían efectuado cambios en su dirección después de la transferencia de la propiedad (Wright, Robbie y Coyne, 1988) para alcanzar una gama de capacidades y una estructura de organización considerada como más apropiada a las circunstancias individuales que la anteriormente impuesta por una oficina central del grupo. Este descubrimiento está reforzado por un estudio más

detallado de casos reales de cambios en sistemas de control de contabilidad realizado por Jones (1988). Encontró una perpetuación de los informes standards de resultados, requeridos en gran medida por los promotores financieros que querían asegurarse de que las "buy-outs" estaban controladas efectivamente, para hacer frente al servicio de la deuda. Hay pruebas claras en este estudio que mientras los directivos se libraban de las limitaciones impuestos por el grupo, y tenían el incentivo de la propiedad para hacer mejoras, la necesidad de cumplir con los objetivos financieros también influía de forma determinante en sus decisiones.

A pesar de la severidad de las limitaciones impuestas por el servicio de la deuda -una tercera parte de los encuestados informó de dificultades con respecto a esto- la descentralización del control en los MBO parecía fomentar el desarrollo de productos. El 62% de las "buy-out" en la encuesta del CMBOR consideraba que había podido introducir productos nuevos que no habrían sido posibles bajo el propietario anterior. Entre aquellos casos que retienen una relación comercial con su casa matriz, la encuesta indica que tanto el desarrollo de productos y la base de clientes se han visto mejorados por la ruptura de la conexión con el propietario anterior (Wright, 1986).

Un aspecto más controvertido en cuanto a los resultados se refiere al impacto de las "buy-out" sobre el empleo. En los Estados Unidos, no se ha comprobado que las empresas con un "leverage" creen desempleo. Jensen (1989) informó que el empleo subió un 4'9% en una muestra de LBOs, pero cayó un 6'2% después de ajustar las estadísticas con factores industriales. (Aunque tales ajustes son problemáticos cuando muchas LBOs son conglomerados y la mayoría de pérdidas de puestos de trabajo, frecuentemente, se encuentra en las sedes centrales). KKR y Forstmann Little, dos especialistas eminentes en LBO, sugieren que el empleo global ha aumentado entre sus clientes. Yago (1989) examinó los perfiles

de las numerosas "buy-out" que se crearon en cada uno de los años 1984, 1985, y 1986. En los dos primeros casos, hubo una mejora global en la creación de empleo y en el último un empeoramiento. Yago sugiere que hay un impacto inicial, asociada a la reorganización, seguido por un reposicionamiento subsecuente de la empresa, y por nuevas contrataciones. Kaplan (1989) no encontró casi cambios en el empleo, mientras Muscarella y Vetsuypens (1989) encontraron un leve declive. Después de los ajustes estadísticos apropiados para factores industriales, Kaplan descubrió que el empleo relativo sufrió un declive marcado. Smith (1989) proporciona un cuadro más claro, después de tomar en consideración el declive que puede resultar de la venta de bienes descubrió que aunque las empresas estudiadas no solían reducir el número de empleados después de una "buy-out", solían contratar menos empleados nuevos que otras empresas del mismo sector.

Una afirmación común es que los LBOs van seguidos por cierres despiadados de fábricas. Tampoco hay evidencia que pruebe esta afirmación. Yago (1989) informa que las empresas de LBO recurren menos a estos cierres que los otros tipos de empresas. Este resultado refuerza a los descubrimientos de importantes mejoras de productividad después de un LBO.

Parece que en el Reino Unido ha habido una reducción marcada en la proporción de "buy-outs" que reducen su plantilla, lo cual se debe a un menor número de ventas de "urgencia" a los directivos, y a la recuperación general de rentabilidad entre mediados y finales de los ochenta. (Mientras el empleo en National Freight cayó en un 30% entre 1979 y su privatización en 1982, subsecuentemente ha incrementado en un 167%. El promedio de empleo en aquellas empresas estatales privatizadas mediante la emisión de acciones en la bolsa ha subido en un 39%, entre la transferencia de propiedad y 1988 (Bishop y Kay, 1988) En la

encuesta anterior de Wright y Coyne (1985) el 44% de las empresas redujeron su plantilla, mientras en el estudio posterior del CMBOR esta cifra había bajado al 25%. (Wright, Thompson y Robbie, 1990). Con respecto a la cantidad de pérdidas de puestos de trabajo, la encuesta del CMBOR muestra una mejora. En la encuesta anterior, resultó que el 18% de los puestos de trabajadores anteriores a la "buy-out" se habían perdido con la transferencia de propiedad, mientras en la encuesta posterior sólo habían desaparecido el 6%. Sin embargo, la encuesta de Wright y Coyne también desveló que después de la "buy-out" había alguna recuperación en los niveles de empleo, pero que no había llegado a los niveles anteriores a la transferencia de propiedad. A fecha de la encuesta del CMBOR, el empleo global estaba un 4,5% por debajo de los niveles anteriores a la "buy-out", y un 2% por encima del nivel inmediatamente posterior a la "buy-out". Las empresas del Reino Unido, que son por regla general más pequeñas que sus equivalentes en los Estados Unidos, se ven menos afectadas por la venta de activos. Sin embargo cuando se considera comparativamente el empleo, es importante ser consciente de lo que podría haber pasado en ausencia de "buy-out". Hay algunas indicaciones, según lo que examinábamos anteriormente, de que las "buy-out" suelen crearse en los sectores relativamente débiles. Si esto es verdad, puede que los efectos de las "buy-out" pueden ser los de prevenir cambios más adversos en el empleo.

Mientras que hay éxitos claramente espectaculares - el más evidente es el NFC - hay una falta importante de información sistemática sobre los efectos del rendimiento de las "buy-out" de privatización. Sin embargo el subconjunto más homogéneo es probablemente el grupo de 39 "buy-outs" de la fragmentada NBC. Entrevistas, hechas un año después de la fragmentación, como parte del estudio de casos reales, con 20 de estos, (Wright y Mulley, 1989) indicaron que la propiedad descentralizada permitía una mayor flexibilidad

local. Por ejemplo las nuevas empresas podían enmendar la estructura organizacional, comprar vehículos más apropiados y obtener combustible en su zona a precios más bajos. La privatización también proporcionó la posibilidad de un crecimiento orgánico mediante la diversificación hacia los sectores relacionados con los viajes y el ocio. Además la fragmentación de la NBC parecía permitir una estructura más localizada y flexible de remuneración, que se vio como necesario para enfrentarse con el incremento de la competencia después de la desregulación. La consecuencia negativa principal se percibía como cierta pérdida de la posibilidad centralizada de formación empresarial.

5. CONCLUSIONES

Este artículo ha examinado el papel que los MBO y EBO pueden tener en la privatización de empresas estatales. El artículo ha enfatizado los aspectos de eficiencia a nivel "micro" de la financiación de la deuda en casos apropiados de "buy-out". Desde luego, el uso extensivo del endeudamiento puede tener consecuencias adversas a un nivel más macroeconómico, pero estas han quedado fuera del alcance de este artículo. Se ha intentado cubrir cuatro campos principales.

Primero, desde la perspectiva de los "costes de agencia", el artículo ha mostrado como, conceptualmente, las "buy-out" pueden mejorar los resultados más que la propiedad estatal y la emisión de acciones en la bolsa.

Segundo, hemos descrito las varias formas que pueden tomar las "buy-out" y analizado la experiencia en el Reino Unido de este tipo de privatización.

Tercero, se ha examinado el alcance y la importancia de la propiedad por parte de los empleados.

Cuarto, las pruebas existentes sobre los resultados de las "buy-out" han sido analizados. La evidencia de la experien-

cia en el Reino Unido indica claramente que las "buy-out" son una opción factible para la privatización. La investigación existente, aunque limitada, sobre la toma de decisiones cuando la propiedad es por parte de los empleados sugiere que hay una mejora en el rendimiento después de la privatización, pero puede que estos aspectos de las "buy-out" sean más apropiados cuando las capacidades específicas de los individuos son importantes.

Los resultados de las "buy-out" también son mejores después de que se haya hecho la transacción, pero la investigación específicamente enfocada en el rendimiento de las "buy-out" de privatización sigue siendo limitada. Hacen falta más estudios para establecer la naturaleza y la dimensión de los cambios en la toma de decisiones y los resultados en las "buy-out" de privatización, antes de poder sacar conclusiones más substanciales.

BIBLIOGRAFIA

ABROMEIT H., 1986, "Privatisation in Gran Britain", in *Annals of Public and Cooperative Economics*, 153-179.

BAUMOL W.J., 1959, *Business Behaviour, Value and Growth*, London Macmillan.

BEN-NER A., 1988, "The Life-Cycle of Worker-Owned Firms in Market Economics", in *Journal of Economic Behaviour and Organisation*, 10, 287-313.

BISHOP M. and KAY J.A., 1988, *Does Privatisation Work?: Lessons from the UK*, London Centre for Business Strategy, London Business School.

BINZ C., et al, 1985, *Deux Ans De LMBO à la Française*, Fondation Pour l'Enseignement de la gestion des Entreprises, Paris.

BLACKB.S. and GRUNDFEST J., 1988, "Shareholder gains from Takeovers and Restructurings", in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, nº 1, 5-15.

BOLEY J., 1989, "Helping Employees to a Share of the Action", in *The Director*, Feb, 89-90.

*La privatización mediante "management buy-outs"
y "employee buy-outs" (pp. 57 - 90)*

- BRENNAN L., 1988, *Sharing the family Silver with the Staff*, London, New Bridge Street Consultants.
- BRUCE A., 1986, "State to Private Sector Divestment – The Case of Sealink", in Coyne and Wright (Eds).
- BRUCE A., et al, 1990, "A Comparative of PRP, ESOPs Employee Stock Options and Management Buy-outs", in M. Poole and G. Jenkins (Eds), *New patterns of Employee Ownership*, Routledge.
- BUCK T. and CHIPLIN B., 1983, "Risk-bearing and Self-Management", in *Kyklos* 36, nº 2.
- BUCKLAND R., 1987, "The Costs and Returns of the Privatisation of the national Industries", in *Public Administration*, 65, 241-58.
- BULL I., 1988, "Management Performance in Leveraged Buy-outs: An Empirical Analysis", in *Journal of Business Venturing*.
- CHEN A. and KENSINGER J., 1988, "Beyond the Tax Benefits of ESOPs", in *Journal of Applied Corporate Finance*, 1, nº 1, 67-75.
- CHIPLIN B. and WRIGHT M., 1982, "Competition Policy and State Enterprises in the UK", in *Antitrust Bulletin*, Winter, 27, 921-956.
- CHIPLIN B., COYNE J. and WRIGHT M., 1988, *Management Buy-outs: Prospects in Europe*, Investors in Industry, London.
- CHIPLIN B., WRIGHT M. and ROBBIE K., 1988, *Management Buy-outs in 1988*, Nottingham, The Annual Review from CMBOR.
- CHIPLIN B., WRIGHT M. and ROBBIE K., 1989, *Realisations from Management Buy-outs: Issues and Prospects*, Nottingham, CMBOR.
- COLLINS B. and WHARTON B., 1984, "Investigating Public Industries: How Has the MMC Performed", in *Public Money*, Set.
- COSH A. and HUGHES A., 1987, "Anatomy of Corporate Control", in *Cambridge Journal of economics*, Dec.
- COYNE J. and WRIGHT M., 1986, *Divestment and Strategic Change*, Deddington, Philip Allan.
- CUBBIN J., 1987, "Competitive Tendering and Refuse Collection: Identifying the Sources of the Efficiency Gains", in *Fiscal Studies*, 8, 9-58.
- DE ANGELO H., DE ANGELO L., RICE E., 1984 "Shareholder Wealth and Going Private", in *Journal of Law and Economics*, 27, 367-402.
- DE ANGELO H., DE ANGELO L., RICE E., 1987, "management Buyouts of Publicly Traded Corporations", in T. Copeland (Ed), *Modern Finance and Industrial Economics*, basil Blackwell.

ESTRIN S., GROUT P., WADHWANI S., 1987, "Profit-sharing and Employee Share Ownership", in *Economics Policy*, April, 13-62.

FAMA E. and JENSEN M., 1983 "Agency Problems and Residual Claims", in *Journal of Law and Economics*, 26, 327-52.

GARNER M., 1982, "Auditing the Efficiency of nationalised Industries: Enter the Monopolies Commission", in *Public Administration*, 60, Winter.

GLAISTER S. and MULLEY C., 1983, *The Public Control of the British Bus Industry*, Aldershot, Gower.