

Matija Rojec*

BALANCE DE LAS POLÍTICAS PRIVATIZADORAS VINCULADAS A LA INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LOS PAÍSES DE LA TRANSICIÓN DE EUROPA CENTRAL Y ORIENTAL **

La privatización extranjera es una forma especial de adquisición que implica que los inversores extranjeros estratégicos asuman el control de parte o todo el patrimonio neto de una compañía de titularidad pública en el país huésped. Después de que los países de Europa central y oriental (PECO) se sometieran a la privatización masiva, una parte considerable de la inversión extranjera directa (IED) se realizó en forma de privatización extranjera. Las políticas de privatización en su fase inicial ofrecían, por regla general, un trato preferencial a los inversores nacionales, pero más tarde, cuando el precio más rentable de venta y la reestructuración de compañías se convirtieron en las metas principales de privatización, se situó a los inversores foráneos en igualdad de condiciones. Las experiencias de privatización en los PECO ponen en evidencia el positivo papel desempeñado por las compañías de los países del Este en la reestructuración post-privatización y en la promoción de las mismas.

Palabras clave: inversión extranjera directa, privatizaciones, transición económica, Europa central y Oriental, UE.

Clasificación JEL: F15, F21.

1. Introducción

Las adquisiciones (o fusiones) extranjeras (transfronterizas) e inversiones de nueva planta abarcan las

dos formas en las que una empresa puede acometer la inversión extranjera directa (IED) en el país huésped. La privatización extranjera es una forma especial de adquisición¹ que implica que los inversores extran-

* Facultad de Ciencias Sociales, Universidad de Liubliana (Eslovenia).

** «Balance of privatisation policies related to foreign direct investment in the Transition Countries of Central and Eastern Europe».

Traducción de Renata Kubus.

¹ En la literatura se emplea generalmente el término: fusiones y adquisiciones transfronterizas (*cross-border mergers and acquisitions*):

jeros estratégicos asuman el control de todo o parte del patrimonio neto de una compañía de titularidad estatal en el país huésped (para más información véase: UNCTAD, 2000, páginas 99-105). En concreto, la IED implica la privatización siempre y cuando, el proceso de adquisición o asociación involucre a una compañía estatal del país de acogida, lo que abarcaría: 1) adquisición parcial o total de la compañía de propiedad estatal, 2) inversión adicional en la compañía de titularidad pública y 3) empresa de capital mixto (Rojec *et al.*, 1995). Durante la mayor parte de la década pasada, los antiguos países socialistas de Europa Central y Oriental (PECO) han sido sometidos a un incontenible proceso de privatización que determinó en buena parte el tipo de implicación de los inversores extranjeros. La IED estaba estrechamente ligada a la privatización hasta llegar a transformar sustancialmente la estructura de propiedad en los países en transición.

El objetivo básico de la privatización en los PECO consiste en la eliminación de las ineficiencias inherentes a la propiedad y planificación estatales (Mihaly, 2001). La privatización extranjera adquiere, de esta forma, un cariz específico. La brecha en el *stock* de capital, el *gap* tecnológico y la falta de espíritu emprendedor se presentaba habitualmente como *raisons d'être* de privatizaciones extranjeras de mayor trascendencia para las economías de los PECO (véase, por ejemplo: Mihaly, 2001). Se puede incluir aquí, también, al gobierno corporativo. Por otro lado, las privatizaciones extranjeras en los PECO se encuentran muchas veces con una clara oposición política y pública, argumentada por la necesidad de prevenir la venta del patrimonio nacional a los extranjeros y de situar a los nacionales en una posición preferencial en el proceso de privatización.

M&As). En la práctica y especialmente en las privatizaciones extranjeras en los PECO prevalecen las adquisiciones. En adelante seguiremos empleando el término adquisición(es).

El objetivo del presente artículo consiste en hacer un balance de las políticas de privatización extranjera de los países, que se han visto sometidos al proceso de transición, y que, recientemente, han adquirido el estatus de Estados miembros de la UE. En el centro de atención están los países huéspedes y no los inversores extranjeros. Por tanto, de aquí en adelante, ofreceremos una perspectiva general de conocimiento sobre la situación existente. Nos centraremos en tres puntos. En la sección 2 se exponen las tendencias en la privatización extranjera en los PECO y su trascendencia para la IED y para la privatización. En la parte 3 intentaremos delimitar el papel de la privatización extranjera en función de distintos conceptos de privatización en los PECO, incluyendo también las políticas de privatización extranjera. En la sección 4, en cambio, se analizarán las experiencias de los PECO con relación a la privatización extranjera. Con la sección 5 se concluye el artículo.

2. Tendencias en la privatización extranjera: su trascendencia para la IED y para la privatización

Durante un tiempo considerable de la pasada década, los PECO se han visto implicados en un abrumador proceso de privatización que, en gran medida, determinó las formas de implicación de los inversores extranjeros. Las privatizaciones fueron un importante medio de captación de la IED, pero la mayoría de los activos privatizados fueron adquiridos o repartidos entre propietarios nacionales, según métodos de privatización prioritarios. Aunque en un gran número de países se vendieran compañías nacionales de titularidad pública a empresas extranjeras, la privatización extranjera, hablando en términos de su valor, se concentró solamente en un grupo reducido de países (UNCTAD, 2000) siendo el objetivo las empresas de tamaño grande y mediano. La IED estaba estrechamente vinculada a la privatización, hasta que las relaciones de propiedad en los países de transición hubieron transformado sustancialmente los procesos de privatización.

Privatizaciones extranjeras en el total de flujos de IED

En el Cuadro 1, el proceso de privatización se presenta como el conducto sustancial para la IED en los PECO durante los años noventa (Hunya y Kalotay, 2000). En términos de valor se pueden observar altibajos considerables en la privatización extranjera, así como en la participación de privatización extranjera de cada país en particular en el total de las entradas de la IED. Así se refleja la dinámica y la reorientación de las políticas de privatización, es decir, en la actitud hacia la privatización extranjera en cada uno de los países. En los países más pequeños las fluctuaciones pueden estar reflejando también la entrada en vigor de algún acuerdo de privatización durante unos años concretos. No se dispone de datos sobre la privatización extranjera en los PECO para el período anterior a 1999. Debido a que las entradas de la IED en los PECO estaban en alza constante entre 1998-2002² y a que las políticas de privatización, en la mayoría de los PECO, han empezado a favorecer más a la IED desde finales de los noventa, se puede asumir que parte de estos incrementos hayan sido absorbidos por la privatización extranjera.

Hungría, que desde el principio ha tratado a los inversores extranjeros y nacionales en igualdad de condiciones en lo que atañe a las privatizaciones, parece ser el primer país que, *grosso modo*, agotó su potencial de privatizaciones extranjeras a mediados de los noventa. El resto de los PECO empezó a reorientar sus políticas de privatización en la segunda mitad de los noventa. A finales de los noventa y comienzos de 2000 en varios PECO se concluye con la situación preferente de los residentes en los planes nacionales de privatización y comienza la transición hacia procesos de privatización más centrados en ventas directas de compañías estatales, con un trato

prácticamente igual a los inversores extranjeros. Hunya y Kalotay (2000, página 6) citan los casos de la República Checa, Eslovenia y Rumanía como países en los cuales «a la par del reconocimiento creciente de los beneficios de la IED relacionados con la privatización, esta última viene a ser el método más importante de privatización» en 1996 y 1997. De esta manera, se abre el camino para una mayor privatización extranjera. Polonia, la República Checa, Eslovaquia, Bulgaria, Croacia, Rumanía y Eslovenia están entre los PECO que desde 1998 registraron mayor afluencia de las IED. Estos incrementos pueden ser parcialmente explicados por la reorientación de las políticas de privatización, pero también por una mayor disposición para adquisiciones extranjeras de compañías ya privatizadas. Es durante el período de las privatizaciones del sector financiero (en particular: bancos) y de algunas empresas de servicios públicos (especialmente la industria de telecomunicaciones), cuando los inversores extranjeros desempeñan un papel predominante (Hunya y Kalotay, 2000).

Privatización extranjera en el conjunto de la privatización

La privatización extranjera representa una parte importante del total de los procesos de privatización en los PECO, pero, con excepción de Hungría, la IED no fue la forma predominante de privatización (Hunya y Kalotay, 2000). A finales de 1997, la participación de la privatización extranjera en el total de privatización varía desde 1 por 100 en Eslovenia hasta el 45 por 100 en Hungría (véase Cuadro 2). Indudablemente, la cuota de privatización extranjera en los años posteriores aumentó, ya que las políticas de privatización se decantaron por ventas directas de grandes compañías, donde los inversores extranjeros se encontraban en una posición claramente ventajosa.

A pesar de la implicación relativamente importante de la privatización extranjera en las privatizaciones a gran escala en los PECO, ésta obviamente no ha desempeñado un papel de gran trascendencia en las privatizacio-

² Las entradas de la IED en los PECO en 1998 suponían 22.500 millones de dólares, en 1999, 25.100 millones de dólares, en 2000, 26.400 millones de dólares, en 2001, 25.000 millones de dólares y en 2002, 28.700 millones de dólares (UNCTAD, 2003, página 252).

CUADRO 1
PRIVATIZACIONES RELACIONADAS CON LAS ENTRADAS DE IED
EN ALGUNOS PECO, 1993-1998
(En millones de dólares y en %)

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bulgaria | | | | | | |
| Total IED ¹ | 40 | 105 | 90 | 109 | 505 | .. |
| IED relacionadas con privatizaciones | 3 | 28 | 63 | 36 | 340 | .. |
| Privatizaciones IED, en % del total | 8 | 26 | 70 | 33 | 67 | .. |
| Croacia | | | | | | |
| Total IED ¹ | 105 | 113 | 101 | 540 | 342 | 576 |
| IED relacionadas con privatizaciones | 53 | 92 | 79 | 4 | 8 | 1 |
| Privatizaciones IED, en % del total | 51 | 81 | 78 | 1 | 2 | 0 |
| República Checa | | | | | | |
| Total IED ¹ | 653 | 868 | 2.561 | 1.429 | 1.038 | .. |
| IED relacionadas con privatizaciones | 568 | 862 | 2.559 | 1.317 | 1.038 | .. |
| Privatizaciones IED, en % del total | 87 | 99 | 100 | 92 | 100 | .. |
| Hungría | | | | | | |
| Total IED ¹ | 2.339 | 1.146 | 4.453 | 1.788 | 1.811 | 1.410 |
| IED relacionadas con privatizaciones | .. | .. | 3.025 | 578 | 272 | 178 |
| Privatizaciones IED, en % del total | .. | .. | 68 | 32 | 15 | 13 |
| Rumanía | | | | | | |
| Total IED ¹ | 37 | 188 | 207 | 151 | 669 | 1.378 |
| IED relacionadas con privatizaciones | 6 | 33 | 82 | 16 | 335 | 1.163 |
| Privatizaciones IED, en % del total | 17 | 17 | 40 | 11 | 50 | 84 |

NOTAS: Los datos mostrados en este cuadro no son estrictamente comparables, puesto que la definición de las entradas de las IED «relacionadas con la privatización» varía de un país al otro.

¹ Afluencia de IED en el patrimonio pagado únicamente en base al dinero en efectivo.

(..) Datos no disponibles.

FUENTE: HUNYA y KALOTAY, 2000; basado en UNCTAD, base de datos FDI/TNC (Transnational Corporations).

nes masivas de la zona. La relevancia de las adquisiciones extranjeras estratégicas de empresas de titularidad pública fue más que nada cualitativa, es decir, hubo una entrada inmediata cuyo fin era reestructurar y promover las compañías objetivo.

La privatización extranjera como método de privatización tuvo una mayor trascendencia en la privatización de medianas empresas, aún mayor en grandes compañías que necesitaban una reestructuración rápida y total. Aquí es donde el libre reparto y las compras de una parte de las compañías estatales, así como la compra

de las mismas por parte de sus empleados con descuentos para los nacionales, no fue capaz de compensar la falta de ahorro doméstico (Jašovič, 1993; Korže y Simoneti, 1992). No obstante, hasta en la privatización a gran escala, los inversores extranjeros restringieron sus adquisiciones a un grupo limitado de industrias, concretamente a las de bienes de consumo, sobre todo productos de la industria tabacalera y de las siguientes industrias: automovilística, de papel, de cemento y equipamientos de generación de electricidad y de telecomunicaciones (UN/ECE, 1993, página 9).

CUADRO 2

**DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS DE EMPRESAS SEGÚN MÉTODOS DE PRIVATIZACIÓN
EN ALGUNOS PECO, HASTA FINALES DE 1997
(En %)**

| | Ventas a los inversores extranjeros ¹ | Ventas a los inversores nacionales ¹ | Cupones de acceso igual | Insiders ² | Resto ³ | Todavía propiedad estatal |
|--|--|---|-------------------------|-----------------------|--------------------|---------------------------|
| República Checa ⁴ | 10 | 10 | 40 | 5 | 5 | 30 |
| Hungría | 45 | 12 | — | 3 | 20 | 20 |
| Lituania ⁵ | 12 | 2 | 43 | 9 ⁶ | — | 43 |
| Polonia ⁵ | 10 ⁷ | — | 6 | — | 44 | 40 |
| Rumanía ⁴ | 5 | 5 | 20 | 10 | — | 60 |
| Eslovaquia ⁴ | 7 | 3 | 25 | 30 | 5 | 30 |
| Eslovenia ⁵ | 1 | 8 | 18 | 27 | 21 | 25 |

NOTAS: ¹ Incluye las ventas directas y de cartera; ² compras de compañía por parte de sus ejecutivos y programa de participación en propiedad de los empleados; ³ *leasing*, capitalización de la deuda, compensaciones, transferencias a fondos de seguridad social y organizaciones locales y liquidaciones; ⁴ estimaciones; ⁵ datos disponibles de las agencias de privatización hasta finales de 1998; ⁶ esta cuota de participación de los empleados está también incluida en los datos de los cupones, pues los empleados adquirían las participaciones de *voucher* en sus compañías; ⁷ incluye las ventas tanto a inversores extranjeros como a nacionales.

FUENTES: HUNYA y KALOTAY, 2000; basado en UNCTAD; DJANKOV, S. (1998) «Ownership structure and enterprise restructuring in six newly independent states», Washington, D.C.: Banco Mundial, mimeo, ajustado por datos extraídos de BERD (1998) *Transition Report 1998*. Londres, Banco Europeo para Reconstrucción y Desarrollo y las estimaciones adoptadas de HUNYA, G. (1999): «The relationship between FDI, privatization and structural change in Central and Eastern European countries», en E. ROSENBAUM; F. BOENKER y H. J. WAGENER (eds.): *Privatization, Corporate Governance and the Emergence of Markets*, Basingstoke y Londres, Macmillan.

El papel de la IED en las privatizaciones de los PECO varía de un país a otro, la razón principal subyace en los conceptos distintos de privatización. Partiendo del trato preferencial a los residentes durante las privatizaciones en países como Eslovenia, República Checa o Polonia, los inversores, como agentes de privatización, fueron mucho menos importantes que en los países sin estos patrones de privatización, siendo Hungría el ejemplo típico en este sentido. Adicionalmente, las variaciones pueden ser explicadas por las diferencias en las políticas de la IED y por el distinto atractivo de los países para los inversores extranjeros en general; en este caso se encuentran Hungría, República Checa, Polonia y más tarde también Eslovaquia. Con el cambio de concepto de privatización y la reorientación de las políticas (desde el reparto entre los ciudadanos de planes de emisión hasta las ventas directas una por una de compañías), aumentó la importancia de la privatización extranjera en los procesos de privatización de los PECO.

Se registró, además, un incremento en el número de adquisiciones extranjeras de las compañías privatizadas dentro del marco de privatización masiva.

3. Concepto y políticas de privatización

A la hora de tratar la cuestión de privatizaciones extranjeras dentro de los conceptos y políticas de privatización de los PECO hay que distinguir dos fases: la fase del plan de privatizaciones masivas y la fase de consolidación post-privatización de propiedad y de ventas centradas en la propiedad en poder del Estado, mayoritariamente en la industria manufacturera, sector financiero y empresas de servicios públicos. El aumento de la eficiencia económica suponía la *raison d'être* de la privatización. En la fase de transición temprana, sin embargo, las privatizaciones buscaron otros objetivos (creación de una clase capitalista nacional, justicia, trato especial a los residentes, etcétera), haciendo hincapié en la rapi-

dez y el trato preferencial a los residentes (véase, por ejemplo CEEP, varios números de los Informes Anuales de Privatización). Las demandas para que los residentes fueran tratados de forma preferencial eran lógicas y obvias y no hubo opción política capaz de ignorarlas. Un peso considerable tuvieron también las reivindicaciones de que las compañías más importantes permanecieran en manos locales. En lo relativo a los intereses de inversores extranjeros, éstos estaban centrados en un reducido círculo de países y empresas. En una segunda fase, la evidente mejora de la eficiencia económica siguió siendo el motor de las privatizaciones, pero el factor de premiosidad y justicia dio paso al establecimiento de gobiernos corporativos, a la reestructuración de compañías privatizadas y a las ventas de compañías al mejor precio posible. Si en una primera fase los inversores extranjeros ocuparon una posición muy específica (discriminatoria), en la segunda gozaron, en principio, de igualdad de condiciones con los inversores nacionales. De hecho, en la segunda fase, los inversores extranjeros no tenían ya nada que envidiar a sus homólogos, que llevaban a cabo privatizaciones/adquisiciones extranjeras en economías de mercado desarrolladas. A continuación, explicaremos el papel de la privatización extranjera en el marco de conceptos y políticas de privatización en la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovenia.

República Checa

Dentro de la privatización checa habría que distinguir entre la privatización a «pequeña» y a «gran escala». Esta privatización combina pues los métodos de privatización estándar con privatización por bonos (cupones). Cerca de la tercera parte de los activos nacionales se distribuyó mediante la privatización por cupones³. La

³ Cientos de fondos de inversión en privatizaciones se establecieron para la recolecta y posterior conversión de los puntos de inversión por cupones en pro de los particulares. 73 por 100 de los puntos de inversión fueron invertidos por los fondos.

participación extranjera en el proceso checo de privatización se ha limitado a las privatizaciones a gran escala, abarcando así la privatización de grandes compañías de propiedad estatal. Se emplearon aquí varios métodos para transferir la titularidad a los nuevos propietarios. Con frecuencia se hizo uso de concursos públicos, especialmente cuando el proyecto significaba una venta directa. En el proceso de aprobación (autorización), el gobierno mostró durante mucho tiempo su preferencia por la así llamada «vía checa de privatización». Los proyectos vinculados a participación extranjera se sometieron a un control especial, ya que, generalmente, se trataba de las mejores empresas. Del total de cinco mil empresas sometidas a la privatización checa a gran escala, solamente 144 han sido privatizadas parcialmente o en su totalidad por los inversores extranjeros. Aun así, los 4.600 millones de dólares de ventas directas al inversor extranjero representan más de la mitad de los ingresos procedentes de la privatización a gran escala⁴ (Zemplinerova, 2001; Zemplerova y Jarolim, 2001).

El resultado de tal política fue que el potencial de la IED en las privatizaciones checas fue infrutilizado durante mucho tiempo. Las privatizaciones por cupones condujeron a unas relaciones de propiedad dispersas, sin establecer gobiernos corporativos y con carencias en la inversión del capital necesario. Lo último se confirma, también, en la venta de compañías de titularidad pública a propietarios nacionales (Zemplerova y Jarolim, 2001). Junto con lo expuesto, la presión financiera de la deuda y el déficit presupuestario empujaron al gobierno checo a reorientar su política de privatización e incrementar los ingresos de las privatizaciones. De este modo, en la segunda mitad de los noventa, la actitud del gobierno checo hacia la privatización extranjera llegó a ser más favorable y crecieron con un nuevo ímpetu las entradas de la IED por medio de la privatización extranjera (Hunya y Kalotay, 2000). En este período se abrió otro campo para el inver-

⁴ El valor contable de las compañías involucradas en las privatizaciones a gran escala fue alrededor de 35 mil millones de dólares.

sor extranjero, a saber, la opción de adquirir compañías recién privatizadas y negociar con los nuevos propietarios en lugar del Fondo Nacional de Propiedad.

Hungría

La privatización extranjera en Hungría fue respaldada por políticas de privatización que demostraron su preferencia por la venta de la propiedad estatal antes que por su libre reparto u otras formas de donación. Siempre y cuando estuvieran en juego grandes contratos, se seleccionaban las ofertas de mayor valor (en efectivo). Esta práctica, obviamente, favorecía al inversor extranjero (especialmente al más poderoso) (Szanyi, 2001). En Hungría nunca se llegó a intentar introducir en serio un plan de privatización masiva que ofreciese un trato favorable a los residentes e inversores locales. El precio ofertado de adquisición de una compañía era el factor determinante a la hora de decidir a quién va a ir dirigida la venta. Éstas fueron las razones fundamentales del hecho de que la inversión extranjera fuera tan importante en las privatizaciones húngaras⁵.

Las ventas al inversor extranjero han llegado a ser una vía de privatización especialmente importante desde 1995, año en el que los funcionarios húngaros se percataron de que de las 1.500 empresas que quedaban por privatizar, el interés del inversor extranjero se limitaba sólo a 30 ó 50 de ellas. La agencia de privatización decidió dedicar especial atención a este núcleo de empresas que podría atraer al inversor extranjero, generar significativos ingresos en moneda fuerte, pudiendo ser un importante productor de exportaciones y, por último, generar una serie de efectos positivos en la economía local. Como resultado, la afluencia de la IED por medio de privatización extranjera aumentó considera-

blemente. El prerrequisito, en este caso, fue el carácter centralizado del proceso húngaro de privatizaciones, «personificado» en la figura de la Agencia Estatal de Privatizaciones (Mihalyi, 2001).

Las razones de que el modelo de privatización húngaro se decantara por el inversor extranjero residen en el alto nivel de deuda exterior, el déficit presupuestario, la existencia de empresas de propiedad mixta y, principalmente, en el consenso para potenciar las exportaciones húngaras, prerrequisito estructural de desarrollo económico del país, lo que no es posible si éste no está plenamente integrado en las redes internacionales de las empresas multinacionales. Según Mihalyi (2001, página 62) «la venta a las empresas multinacionales de todas y cada una de las “joyas de la corona” de la economía húngara fue para ella una bendición disfrazada».

Polonia

A los inversores extranjeros en Polonia les autorizaron a participar en la privatización de capital y privatización por liquidación. La privatización de capital, también denominada privatización indirecta, comenzó con la transformación de empresas de titularidad pública en compañías de un único accionista perteneciente a la Hacienda Pública («comercialización») seguida por la venta de acciones de las compañías implicadas por medio de concursos públicos. La inmensa mayoría de las grandes compañías de propiedad estatal fueron privatizadas mediante este método, que ha sido el que mejor se ajustaba a los intereses de los inversores extranjeros y, por tanto, el que más emplearon (Jermakowicz, 1993). Entre 1990 y 1998, los inversores extranjeros eran responsables de alrededor del 45 por 100 de las recaudaciones por ventas y del 75 por 100 de los compromisos de inversión en privatización de capital (Uminski, 2001).

En la privatización por liquidación, una empresa perdía sus activos, que eran vendidos en subasta, se arrendaban o se aportaban en especie a otra compañía. La aportación en especie ha sido la única forma de privatización mediante el método de liquidación accesible para la IED. Los in-

⁵ La participación de la moneda extranjera en el total de los ingresos por privatizaciones húngaras entre 1990 y 1999 ha sido la siguiente: en 1990, 79,1 por 100; en 1991, 80,9 por 100; en 1992, 61,2 por 100; en 1993, 67,3 por 100; en 1994, 7,4 por 100; en 1995, 87,2 por 100; en 1996, 57 por 100; en 1997, 61,1 por 100; en 1998, 37,0 por 100 y en 1999, 71,5 por 100 (datos de la Agencia Estatal de Privatizaciones, citado de MIHALYI, 2001).

versores extranjeros estaban autorizados a participar únicamente si no había compradores locales. Se formaba una nueva compañía, que pertenecía conjuntamente a la Hacienda Pública y al inversor (extranjero) privado; los activos de las empresas liquidadas se transferían al mismo como bonos del estado (Jermakowicz, 2001). La privatización por liquidación se aplicaba fundamentalmente en la pequeña y mediana empresa. En la práctica, esta forma de privatización fue la elegida por los empleados para la compra de una compañía. A finales de 1999 había 1.572 casos de privatización completa por liquidación, de los cuales solamente alrededor de 80 lo eran con participación extranjera (Uminski, 2001).

Los inversores extranjeros también tuvieron un importante papel en el Programa de Privatizaciones Masivas. El gobierno polaco distribuyó certificados de privatizaciones generalizadas entre sus ciudadanos. Los certificados se convirtieron en participaciones del Fondo Nacional de Inversiones, que gestionaba las participaciones de 512 empresas incluidas en el Programa. El Ministerio de Privatizaciones contrató a grupos de gestión para administrar los Fondos. De este modo, la participación extranjera en el Programa se realizaba, en primer lugar, en forma de grupos extranjeros de gestión encargados de administrar los Fondos, y, en segundo lugar, como compradores de compañías incluidas en las carteras de los Fondos (Jermakowicz, 1993). Hasta mediados de 1999, 47 inversores extranjeros estaban involucrados en la adquisición de las empresas de estas carteras. Los datos pormenorizados que disponemos del período que va de junio de 1996 a junio de 1998, muestran que los inversores extranjeros son responsables del 69 por 100 (587 millones de dólares) de todas las transacciones de los Fondos. Los inversores extranjeros compraron las grandes compañías de élite de las industrias más atractivas (industria del cemento, automovilística y química (Uminski, 2001)⁶.

⁶ El Ministerio de Privatizaciones no incluía en el Programa de Privatizaciones Masivas a las empresas, por las que el inversor extranjero había demostrado un interés continuado. SOMMER y CHOROSZUCHA (1993) informan que, debido a las razones legales y a

Eslovenia

El modelo esloveno de privatización generalizada se inició en 1992 mediante la adopción del Acta de Transformación de Propiedad (ATP). Las empresas de servicios públicos y las instituciones financieras no formaron parte del plan y la mayoría de ellas todavía están a la expectativa de privatización. El concepto esloveno de privatización se caracterizó por una mezcla de libre distribución con adquisición interna de empresas por parte de sus trabajadores y/o gerentes, incluidos descuentos especiales para éstos, una privatización comercial con la consiguiente preparación autónoma en programas de privatización por parte de las empresas. A cada ciudadano se le concedió un certificado de propiedad, que podía ser intercambiado por las participaciones en la compañía o en un fondo de inversiones (de privatización) autorizado. El ATP ofrecía a los *insiders* de las compañías la posibilidad de elegir libremente la combinación de los métodos de privatización disponibles. El favoritismo en las adquisiciones de empresas por parte de los empleados fue la característica principal de la privatización eslovena. Al inversor extranjero no se le limitó su participación en programas de privatización. El contacto inicial del inversor extranjero se establecía directamente con la compañía objetivo, después ésta tenía que preparar un programa de privatización de forma que incluyese al inversor extranjero.

El hecho de que el concepto esloveno de privatización masiva favoreciera las compras de empresas por parte de sus empleados, que se distribuyeran libremente las participaciones y que el proceso de privatización lo condujera la empresa, en la práctica dejó al inversor extranjero fuera del proceso de privatización generalizada en Eslovenia. Durante este mismo período, las inversiones relativas a una parte considerable del *stock* exis-

la dispersión de las cuotas de participación en las empresas, fue muy difícil adquirir una participación que permitiera el control sobre las empresas incluidas en el Programa de Privatizaciones Masivas.

tente de la IED en Eslovenia, se llevó a cabo en forma de adquisiciones extranjeras, en la mayoría de los casos de las compañías que no estaban sujetas directamente al ATP. Este proceso se efectuó en distintas modalidades: 1) privatización extranjera de compañías antes de la adopción del ATP; 2) venta al inversor extranjero de compañías filiales de la empresa matriz no privatizadas; 3) adquisición extranjera de compañías en proceso de rehabilitación o liquidación dirigido por tribunales; 4) *joint ventures*, cuando el inversor estratégico foráneo formaba, junto con la empresa que estaba sin privatizar, una compañía mixta (Rojec *et al.*, 2001).

En la fase temprana de privatización la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovenia emplearon conceptos y políticas diferentes en lo relativo a la privatización extranjera. Por un lado, Hungría tuvo una política más liberal en materia de privatización extranjera, obviando el trato preferente a los residentes; la privatización de sus más importantes empresas, de hecho, se basó en la privatización extranjera. Después Polonia, que tuvo ciertas restricciones para la privatización extranjera, permitió que sus mayores compañías fueran privatizadas mediante la IED, teniendo, por otro lado, un programa de privatización masiva bastante moderado. En tercer lugar, la República Checa, con un plan global de privatización por cupones y con preferencia hacia la «vía checa» de privatización, en lugar de la venta directa, aunque con un cierto número de privatización extranjera durante su primera fase de privatización. Y en lo que se refiere a Eslovenia, en su programa de privatización masiva se permitió la presencia de privatización extranjera, pero en la práctica se excluyó al inversor extranjero, gracias a la libre distribución global de participaciones, incluyendo el trato preferencial hacia compras de empresa por parte de sus empleados y dejando la iniciativa de privatización en manos de las empresas susceptibles de ser privatizadas.

Las reorientaciones de las políticas de privatización que hicieron de la privatización extranjera un importante método de privatización, tuvieron lugar en Hungría entre 1995 y 1996, en Rumanía en 1996 y en la República

Checa y Eslovaquia en 1997. El gobierno checo introdujo una política favorecedora de la IED en 1998, relanzando, de este modo, la privatización de compañías y bancos e invitando a inversores extranjeros (Hunya y Kalotay, 2000). En Eslovenia, los nuevos propietarios, después de finalizar la privatización bajo un plan de privatizaciones masivas, comenzaron a vender empresas privatizadas, mientras que el Estado inició la privatización de algunos bancos de propiedad estatal y de empresas de servicios públicos. El resultado se materializó con algunas importantes adquisiciones extranjeras a mediados de 2000. Con todo, Eslovenia no cambió básicamente su actitud hacia la privatización extranjera. Como resultado, amplias parcelas de las instituciones financieras y de empresas de servicios públicos permanecen sin privatizar, mientras que el papel de los fondos paraestatales en el sector industrial sigue siendo todavía importante.

4. Las experiencias con la inversión extranjera

En definitiva, es el impacto de la privatización sobre la reestructuración, eficiencia y progreso de la compañía lo que realmente cuenta a la hora de evaluar los distintos métodos de privatización. Es evidente que las empresas participadas o controladas por capital extranjero (EE), en principio, tienen un mejor rendimiento que las empresas locales (ED) de los PECO; en las compañías adquiridas, las nuevas inversiones tienen una productividad significativamente mayor que las de las empresas locales, ya que tienen una conexión más fuerte con el comercio exterior, teniendo una participación desproporcionadamente alta en exportaciones e importaciones, las EE son los mayores generadores de beneficios en los PECO, con una cuota relativamente más elevada en inversiones e I+D que las empresas locales, etcétera (Hunya, 2000; Resmini, 2000; Rojec, 2000; Konings, 2001; Meyer, 1998; Damijan *et al.*, 2003). Las razones del mejor rendimiento de las EE en comparación con las ED se desprenden de las ventajas específicas de propiedad implantadas por los inversores extranjeros (tec-

nología, programas de producción, canales de *marketing*, conocimientos de gestión y organizativos, etcétera), economías de escala y ventajas de integración de subsidiarias en sus empresas matriz extranjeras.

Además, existen también argumentos específicos de privatización que sugieren que la privatización extranjera sea relativamente más eficiente en la reestructuración y desarrollo de las empresas privatizadas. Los planes de privatización que abarcan todo el país con un trato preferencial a los *insiders* y residentes en general, inducen a una estructura de propiedad dispersa (problema de gobiernos corporativos) y propietarios sin una determinada motivación emprendedora, sin recursos y conocimientos necesarios para la reestructuración de la empresa. La falta de propiedad real y eficiente condujo a atrasos en la reestructuración, sobre todo cuando la privatización por cupones se vio acompañada por una carencia aguda de nuevos recursos financieros para la inversión. En el caso de privatizaciones efectuadas por los empleados de las empresas, las participaciones eran generalmente pagadas de los beneficios futuros anticipados de la compañía privatizada, lo que impedía la realización de inversiones (Hunya y Kalotay, 2000). Por otra parte, la IED como método de privatización pone de inmediato a disposición tanto de los inversores extranjeros estratégicos, como de los propietarios «responsables» que pueden contribuir rápidamente a la mejora de eficiencia de la compañía adquirida, su internacionalización e integración en la economía global. En otras palabras, la IED involucró en compañías privatizadas al inversor extranjero estratégico impregnado del espíritu empresarial, interesado en la rentabilidad, eficiencia y desarrollo a largo plazo de la compañía y, lo que es de gran importancia, con una gran capacidad de realizar todos estos objetivos (Rojec *et al.*, 1995).

En la literatura sobre privatización extranjera en los PECO se llega a la conclusión de que desde el punto de vista del gobierno corporativo, de la reestructuración y desarrollo de la compañía, la IED es el modo de privatización con resultados probablemente más satisfactorios. Al abarcar esta cuestión, proporcionamos una

perspectiva general de la literatura existente sobre este tema. Con este objetivo analizaremos fundamentalmente cuatro estudios elaborados por Artisien-Maksimenko y Rojec (2001), Estrin *et al.* (2000), Wes y Lankes (2001), y Hunya y Kalotay (2000). El último de ellos es, de hecho, un análisis del informe de la UNCTAD. Artisien-Maksimenko y Rojec basan sus conclusiones en encuestas realizadas para 75 procesos de privatización llevados a cabo en la República Checa, Hungría, Polonia y Eslovenia; las conclusiones de Estrin *et al.* se basan en 12 estudios de casos de privatización extranjera en Bulgaria, la República Checa y Eslovenia; las conclusiones de Wes y Lankes en el estudio de 134 proyectos de IED en 16 PECO, mientras que la UNCTAD investigó 23 privatizaciones extranjeras de 7 PECO. La combinación de las cuatro fuentes de información junto con otros análisis empleados, nos permite una valoración relativamente objetiva de los resultados de privatización extranjera. Nos centraremos en tres aspectos específicos, que determinaron de forma crucial el impacto de reestructuración y avance en la empresa privatizada. El primero se refiere a las metas de gestión de las compañías objetivo y de las agencias de privatización, al privatizar empresas mediante la IED, el segundo aspecto está relacionado con los cambios posteriores a la adquisición, y el tercero con el rendimiento postadquisición de las compañías privatizadas.

Objetivos de los actores del país huésped en la privatización de compañías con el inversor extranjero estratégico

Desde el punto de vista del país huésped durante la época de las privatizaciones masivas dos son los actores relevantes para la privatización extranjera: la agencia de privatización y la dirección de las compañías objetivo. Los esfuerzos de estos dos actores por atraer al inversor extranjero estratégico tuvieron una influencia crucial en la reestructuración de las compañías. Sus metas y puntos de vista frente a la privatización masiva fueron bastante distintos en el caso de las adquisiciones

comunes no relacionadas con la privatización. El vendedor, en una adquisición común, no relacionada con la privatización, se preocupa, sobre todo, por el precio de compra, mientras que el interés de la agencia de privatización como vendedora es mucho más amplio y afecta a varias cuestiones macroeconómicas, sociales y «nacionales». Además, las agencias de privatización fueron responsables de la privatización de miles de compañías y no tuvieron la capacidad suficiente para conocer a fondo cada una de las empresas privatizadas. Debido a ello, el papel de dirección de la compañía objetivo tendió a ser relativamente más importante que en las adquisiciones habituales no relacionadas con la privatización. En privatizaciones extranjeras, la cuestión consiste en saber cuáles fueron los intereses y metas más importantes de las cúpulas de las compañías objetivo y de las agencias de privatización; en saber si iban en la misma dirección o si estaban en conflicto entre sí. Abordamos esta cuestión repasando los objetivos de los dos actores, como también remarcando los factores que fueron decisivos a la hora de seleccionar al comprador extranjero, incluyendo aquí las garantías y promesas hechas por los compradores extranjeros.

El estudio de Artisien-Maksimenko y Rojec (2001) pone de manifiesto dos metas que trascienden las consideraciones de la dirección de la compañía objetivo a la hora de seleccionar al inversor extranjero estratégico, que son: salvar a la compañía y/o asegurar su desarrollo futuro. Los directivos de las compañías objetivo se decidieron a atraer a los inversores siempre y cuando éstos salvaran y/o mejorasen de forma decisiva la situación dentro de la compañía. El resto de los temas citados por los directivos de las compañías objetivo derivan en cierta forma de las dos metas primarias; se refieren a recursos financieros adicionales, nuevas tecnologías/conocimientos, acceso a (nuevos) mercados e integración en las redes de la compañía matriz extranjera (véase Cuadro 3). Las empresas de la muestra de Estrin *et al.* (2000) también creían que «no podrían sobrevivir por sí mismas en medio del mercado abierto y competitivo y que necesitarían acceso a los

factores de que careciesen, como tecnología, dinero, *know-how* de dirección y *marketing*... La necesidad de buscar un socio extranjero fue aceptada en la fase temprana de la política de transformación, aunque esto no concordase con la política nacional de privatización».

Al captar al inversor estratégico extranjero para una compañía que no estaba privatizada, las agencias de privatización de los PECO daban más importancia al desarrollo a largo plazo de la compañía objetivo y a la aceleración de la integración de la economía local en la internacional. Sólo después venían los objetivos operativos como el de conseguir el mayor precio de adquisición, acelerar la privatización y proteger a la compañía objetivo de la bancarrota (véase Cuadro 3). La comparación entre los objetivos de la dirección y los del gobierno evidencia el hecho de que los dos actores están interesados principalmente en la reestructuración y desarrollo futuro de la compañía implicada. Esta comparación, no obstante, muestra también las divergencias. La dirección hacía más hincapié en el desarrollo de capacidades organizativas y en el acceso a nuevos recursos, mientras que la agencia gubernamental insistía en los beneficios de integración de la economía local en el mercado internacional, en poder acelerar el proceso de privatización y en conseguir un elevado precio de adquisición. La agencia del gobierno, aparentemente, representa un enfoque más macroeconómico y social.

Los factores clave para ganar el concurso de privatización, garantías y promesas ofrecidas por los compradores extranjeros son todos complementarios con los objetivos de privatización extranjera del país huésped. El Cuadro 3, muestra que el elevado precio de adquisición y los compromisos de inversión son los dos factores de mayor trascendencia que finalmente permiten a un inversor extranjero ganar la puja por la empresa. Mientras que las agencias de privatización estaban interesadas en incrementar los ingresos del presupuesto del Estado mediante un alto precio de adquisición, la dirección se centraba más en compromisos de inversión que aportarían capital adicional a la compañía. En tercer lugar, se situaba la garantía de empleo

CUADRO 3

ESTUDIO DE 75 PRIVATIZACIONES EXTRANJERAS EN LA REPÚBLICA CHECA, HUNGRÍA, POLONIA Y ESLOVENIA: ANÁLISIS DE LOS FACTORES DETERMINANTES

| | Nivel de importancia (máx: 3, mín.: 1) ¹ |
|---|--|
| Metas de la dirección de la compañía objetivo | |
| (1) Proteger a la empresa de la bancarrota | 1,7 |
| (2) Acceso a nuevas fuentes de financiación | 2,3 |
| (3) Adquisición de nuevas tecnologías | 2,2 |
| (4) Conservación de empleo | 1,5 |
| (5) Entrada a mercados extranjeros | 2,1 |
| (6) Acceso a las capacidades directivas/de <i>marketing</i> | 2,2 |
| (7) Acceso a las materias primas, componentes, los <i>inputs</i> | 1,3 |
| (8) Asegurar el desarrollo a largo plazo de la empresa | 2,7 |
| Metas de la agencia de privatización del país huésped | |
| (1) Acelerar la privatización | 1,9 |
| (2) Maximizar el precio de la empresa | 1,8 |
| (3) Proteger a la empresa de la bancarrota | 1,6 |
| (4) Asegurar el desarrollo futuro y a largo plazo de la empresa | 2,3 |
| (5) Acelerar la integración en la economía mundial | 2,1 |
| Factores clave para ganar el concurso | |
| (1) Precio más alto ofrecido por la empresa | 1,9 |
| (2) Garantías de empleo | 1,6 |
| (3) Compromisos de inversión | 1,9 |
| (4) Garantías de empleo para la dirección de la compañía objetivo | 1,8 |
| | % del total de empresas de la muestra |
| Garantías y promesas ofrecidas por el inversor extranjero | |
| (1) Garantías de empleo | 28,4 |
| (2) Garantía de empleo por mejor rendimiento | 29,7 |
| (3) Compromiso de futuras inversiones | 56,8 |
| (4) Compromiso de inversión por el mejor rendimiento | 40,5 |
| (5) Garantías de empleo para la dirección de la compañía objetivo | 50,0 |

NOTAS: ¹ La puntuación media se contabiliza de la siguiente manera: (3) muy importante, (2) importante, (1) no importante.

FUENTE: ARTISIEN-MAKSIMENKO y ROJEC, 2001.

para los directivos actuales de la empresa, mientras que las garantías de empleo a los trabajadores parecían ser un factor de menor importancia. La frecuencia y la estructura de garantías y compromisos de los inversores extranjeros nos ofrecen un cuadro muy similar. Las garantías de inversiones futuras y las promesas de inversión para mejorar el rendimiento eran mu-

cho más frecuentes que las garantías de empleo y garantías de empleo relacionadas con el rendimiento superior. Las garantías de empleo para el personal directivo existente eran, asimismo, mucho más frecuentes que las garantías y compromisos de empleo en general. La preocupación por la reestructuración y desarrollo de la compañía objetivo, junto con el empleo de la

dirección de la compañía tuvieron una presencia muy clara. Los directivos tendían a eliminar a los potenciales compradores que ofrecían solamente un alto precio de adquisición y seleccionaban a los que ofrecían los compromisos de inversiones futuras y garantías de empleo para ellos.

Los directivos de las compañías objetivo fueron el actor del país de acogida de las privatizaciones extranjeras en los PECO de más trascendencia, especialmente en el caso de pequeñas y medianas compañías objetivo. Las agencias de privatización no estaban en condiciones de implicarse de forma realmente activa en la privatización de miles de compañías. Por ello, tendieron a concentrarse en el control y participación activa en privatizaciones más importantes, mientras que la gestión de la privatización de pequeñas empresas se dejó en manos de sus directivos. En líneas generales, la privatización de grandes compañías, en un principio la llevaron a cabo las agencias, mientras que en la privatización de pequeñas y medianas empresas sus directivos tuvieron la voz cantante (Rojec y Jermakowicz, 1995).

Reestructuración post-adquisición impulsada por el inversor estratégico extranjero

La decisión de llevar a cabo la privatización extranjera está estrechamente relacionada con las expectativas de que el inversor extranjero inicie el proceso de reestructuración de la compañía objetivo e impulse su adaptación a las condiciones de mercado. Los análisis disponibles abogan, generalmente, en favor de una reestructuración intensiva y positiva de las compañías privatizadas por la IED. Los nuevos propietarios usualmente introducían nuevos programas de producción, reorganizaban las actividades de marketing, transferían tecnología, fomentaban la formación y reorganización del equipo directivo, consolidaban financieramente las compañías adquiridas, todo dentro de un marco de racionalización de las líneas de producción, frecuentemente bajaba de categoría a la empresa subsidiaria, convirtiéndola en la base de *sub-delivery* o en una unidad de ensamblado y reduciendo sus niveles de com-

petencias en la toma de decisiones. La reducción de exceso de plantilla es también una de las medidas llevadas a cabo después de la privatización lo que, sin embargo, no es una característica específica de la privatización extranjera.

Tiene cada vez más fuerza la opinión general de que el inversor extranjero, en principio, transformaba a las compañías más en profundidad y de forma más rápida que los inversores locales, lo que se puede atribuir a un gobierno corporativo mejor definido, ventajas tecnológicas, de gestión, etcétera. Las experiencias de las compañías privatizadas por la IED (véase Illes, 1995; Jermakowicz *et al.*, 1995; Rojec *et al.*, 1995; Zemplinerova, 1995; Hunya y Kalotay, 2000; Estrin *et al.*, 2001, etcétera) demuestran que la reestructuración de las compañías adquiridas suele tener lugar mediante una implementación tan rápida como sea posible, de varias medidas entre las cuales estarían la mejora de la calidad de producto, la reducción de la gama de productos, la introducción de nuevos productos, la transferencia de tecnología, la apertura de acceso al mercado, la reorganización de distintas funciones dentro de la compañía, la capacitación de los directivos y de la plantilla, el desarrollo de los departamentos de ventas, etcétera. En la mayoría, pero no en todos los casos de estudio, se habla de inversión (significativa) en reestructuración. Y, en casi todos los casos, se combinan las inversiones con transferencias de tecnología y rápidas mejoras de calidad.

En algunos casos, el inversor estratégico extranjero no impone un gran cambio de la noche a la mañana, sino que más bien acelera los esfuerzos de reestructuración existentes en las compañías. En el transcurso de la reestructuración, las empresas extranjeras favorecieron más la mejora y la expansión de las capacidades existentes que la introducción de actividades totalmente nuevas (Hunya y Kalotay, 2000). El ritmo de la reestructuración dependía de varios factores, mayoritariamente los de naturaleza de producto o los de estructura de mercado; cuánto más específicos eran los activos, tanto más tiempo llevaba el ajuste y la solución de problemas (Estrin *et al.*, 2000). Los resultados se

materializaban antes si ya se hicieron esfuerzos en la fase anterior a la adquisición. La cooperación previa entre el inversor extranjero y la compañía objetivo también fue importante.

La venta de compañías privatizadas mediante la IED muchas veces menguó después de la privatización, lo que sucedía también con el empleo, pero en un menor grado que en las pequeñas y medianas empresas con otra forma de privatización (Hunya y Kalotay, 2000). En general, las compañías privatizadas por medio de la IED pasaron por un proceso de reestructuración defensiva (reducción de actividades poco viables y de empleo) en un período de tiempo más corto que en las empresas privatizadas de otra manera. También se iniciaron los procesos de reestructuración ofensiva, centrados en nuevas inversiones y en el empleo (Simoneti *et al.*, 2001; Szanyi, 2001). El papel desempeñado por las compañías privatizadas mediante la IED en las nuevas redes corporativas es a veces muy distinto del que desempeñaron antes de la privatización. Esto es aplicable, sobre todo, a las compañías que se transformaron en sub-ensambladores a gran escala, altamente especializados dentro de las redes corporativas internacionales, perdiendo en su totalidad su línea de producto anterior. La reestructuración y racionalización caracterizaron generalmente el proceso en las compañías privatizadas mediante la IED, lo que estaba motivado por las consideraciones de búsqueda de eficiencia⁷. El inversor extranjero mantuvo y desarrolló únicamente las actividades que le eran relevantes. El panorama de las inversiones a la búsqueda de mercados fue distinto, los nuevos propietarios cambiaron en muy pocas ocasiones las instalaciones adquiridas, explotando ampliamente las redes locales de *marketing* ya establecidas (Szanyi, 2001).

En el Cuadro 4 se resumen los resultados del análisis de Artisien-Maksimenko y Rojec (2001) de cambios y operaciones de reestructuración que llevaron a cabo las empresas matriz extranjeras en las compañías privatizadas. Después de la adquisición, los nuevos propietarios introducían frecuentemente nuevos programas de producción, reorganizaban las actividades de marketing, acometían la formación y reorganización de la dirección y consolidaban a nivel financiero las compañías adquiridas. En adelante, repasaremos las actividades de reestructuración con más detalle.

- *Programas de producción y orientación de mercado.* En un 70,3 por 100 de las empresas estudiadas se introdujeron nuevos programas de producción, reorganizando también las actividades de marketing. Después de la adquisición, la mayoría de las compañías adquiridas de la muestra (65,8 por 100) produce los mismos bienes que su empresa matriz en el extranjero. En primer lugar, esto es indicativo de la intención primordial de la empresa matriz extranjera, que es el abastecimiento de los mercados locales mediante la producción local. A pesar de la motivación predominante de la búsqueda de mercados, la ratio exportaciones/ventas ha sido bastante elevada en las compañías adquiridas, en un promedio del 48,5 por 100.

- *Transferencia de tecnología.* En un 79,9 por 100 de las empresas estudiadas, los nuevos propietarios compraban nueva tecnología/*know-how*/productos. En un 54 por 100 de las compañías, la transferencia se hizo en forma de maquinaria y equipamiento y en un 53 por 100 en forma de derechos de propiedad industrial, el «saber hacer» y capacidades de fabricación, *marketing*, organizativas y de gestión, de informatización de la producción, formación de directivos y empleados, etcétera. En un 33,8 por 100 de los casos, los procesos de producción en las compañías sondeadas fueron más o menos idénticos a los de la empresa matriz en el extranjero, mientras que en un 55,4 por 100 de los casos fueron más intensivos en trabajo. Obviamente, las tecnologías de las empresas privatizadas solían ser distintas a las de las de sus compañías matriz extranjeras.

⁷ No es del todo claro si la racionalización es una consecuencia natural de la transición de sobredimensionadas compañías de titularidad pública hacia empresas más pequeñas, más especializadas y, de esta forma, mejor adaptadas a la economía de mercado, o si este proceso es típico solamente para empresas de propiedad extranjera (HUNYA y KALOTAY, 2000).

CUADRO 4

**ESTUDIO DE 75 PRIVATIZACIONES EXTRANJERAS EN LA REPÚBLICA CHECA,
HUNGRÍA, POLONIA Y ESLOVENIA: CAMBIOS REALIZADOS POR EL INVERSOR
EXTRANJERO EN LAS COMPAÑÍAS PRIVATIZADAS**

| | % del total de empresas de la muestra |
|---|--|
| (1) Consolidación financiera | 40,5 |
| (2) Venta de activos/partes de compañía fuera de los objetivos de negocio | 14,9 |
| (3) Reducción de la plantilla sobredimensionada | 28,4 |
| (4) Reorganización de la administración de la empresa | 48,6 |
| (5) Sustitución de los directivos | 21,6 |
| (6) Capacitación de los directivos | 63,5 |
| (7) Introducción de nuevos programas | 70,3 |
| (8) Reorganización de actividades de <i>marketing</i> | 70,3 |
| (9) Reorganización de actividades de abastecimiento | 31,3 |

FUENTE: ARTISIEN-MAKSIMENKO y ROJEC, 2001.

• *Formación* (63,5 por 100 de las compañías) y *reorganización de la dirección* (48,6 por 100 de las compañías) fueron las medidas postcompra de los inversores extranjeros más usuales. La frecuente formación del directivo y la reorganización eran necesarias, ya que no había muchas sustituciones de la dirección existente (solamente en un 21,6 por 100 de los casos de la muestra). La explicación de este último fenómeno radicaba en las promesas hechas a los directivos, en la falta de disposición de mejores directivos locales y en las razones poco viables para atraer a directivos del extranjero.

• *Reducción del sobredimensionamiento de la plantilla*. Conociendo el sobredimensionamiento crónico de las compañías de los PECO y teniendo en cuenta el hecho de que las garantías de empleo tuvieron una incidencia de tan sólo un 28,4 por 100 de las compañías estudiadas, es sorprendente que después de la adquisición, el empleo se redujera solamente en un 28,4 por 100 de los casos. Esto puede estar relacionado con la reducción del sobredimensionamiento de la plantilla anterior a la adquisición, que fue el caso de un 36,5 por 100 de las compañías. El método de

reducción de plantilla fue, en la mayoría de los casos, «suave»: soporte financiero para una jubilación anticipada, venta de activos no relacionados con los objetivos de negocio a trabajadores despedidos bajo condiciones favorables y compra posterior de sus servicios, reciclaje de trabajadores, etcétera. Estas conclusiones están muy en línea con otros estudios sobre el mismo tema, que hablan del exceso de fuerza laboral, de los métodos «suaves» empleados para la solución del problema, haciendo hincapié en el reciclaje del personal (Illes, 1995; Jermakowicz *et al.*, 1995; Rojec, 1995; Zemplerova, 1995). Finalmente, Estrin *et al.* (2000) afirma que durante la reestructuración que siguió a una adquisición se supo manejar con suavidad el problema del exceso de mano de obra.

La cuenta de resultados de las compañías adquiridas

Los resultados de las compañías privatizadas mediante la IED se ha monitorizado y medido de varias formas. El análisis presente ofrece las siguientes apro-

ximaciones: 1) tendencias de reestructuración y rendimiento en las empresas participadas por capital extranjero (EE) en comparación con las empresas locales ED; 2) resultados y eficiencia de la privatización extranjera en comparación con otros métodos de privatización; y 3) tendencias de los resultados de las compañías privatizadas mediante la IED en el período posterior a la privatización. La evaluación general, sin lugar a dudas, demuestra que la privatización extranjera ha sido un método exitoso de privatización. Las EE han contribuido a la reestructuración de las economías de los PECO en mayor grado que las ED y su rendimiento es mejor, las compañías privatizadas por la IED están dentro del grupo que muestra mejores resultados post-privatización y tienen la orientación a la exportación más alta que la media; la tónica de reestructuración y resultados en las compañías privatizadas mediante la IED se intensifica y mejora después de la privatización. A parte de los despidos post-adquisición que, de todos modos, no fueron una característica de la privatización extranjera sino de la transición en general, el mayor problema pudo residir en el hecho de que los inversores extranjeros, a veces, degraden las compañías adquiridas a una forma de *sub-delivery* o a una unidad de ensamblado, reduciendo sus competencias relativas a la toma de decisiones.

La tendencia de reestructuración y rendimiento de la empresa participada por capital extranjero en comparación con la empresa local

El indicador más claro de la preeminencia de la privatización extranjera como método de privatización y los resultados posteriores de las compañías privatizadas mediante la IED está en la contribución de las EE a la reestructuración de las economías de los PECO y en sus resultados superiores en comparación con las ED. Una parte considerable de las tendencias positivas de reestructuración en la industria de los PECO se debe a las EE, mientras que los procesos de reestructuración en las ED se desarrollaron con más lentitud. En el período

1993-2001, las EE en seis nuevos países miembros de Europa Central y Oriental incrementaron considerablemente la participación en industrias de alta tecnología (desde el 5,7 hasta el 20,0 por 100) y en tecnología media-alta (desde el 29,7 hasta el 37,7 por 100) al conjunto del valor añadido de la industria, reduciéndose por tanto la participación de la industria de bajo nivel tecnológico (desde un 48,0 por 100 hasta solamente el 21,6 por 100). La reestructuración de las ED ha sido mucho más lenta y poco positiva, observándose un estancamiento en la participación de las industrias de alta y media-alta tecnología y un incremento o estancamiento en la participación de la industria de bajo nivel tecnológico (véase Gráfico 1).

En el Cuadro 5 se pone de manifiesto que el crecimiento de la productividad (en términos de valor añadido por empleado) en la industria de los PECO en la década de los noventa fue más alto en las EE que en las ED. Las EE tuvieron mejores resultados que las ED en todos los grupos de nivel tecnológico de la industria. Las EE registraban el crecimiento de productividad más elevado en industrias de alto nivel tecnológico, creciendo como media un 40 por 100 más rápidamente que en industrias de medio-bajo y bajo nivel tecnológico, mientras que el crecimiento de productividad en industrias de medio nivel tecnológico fue más bajo.

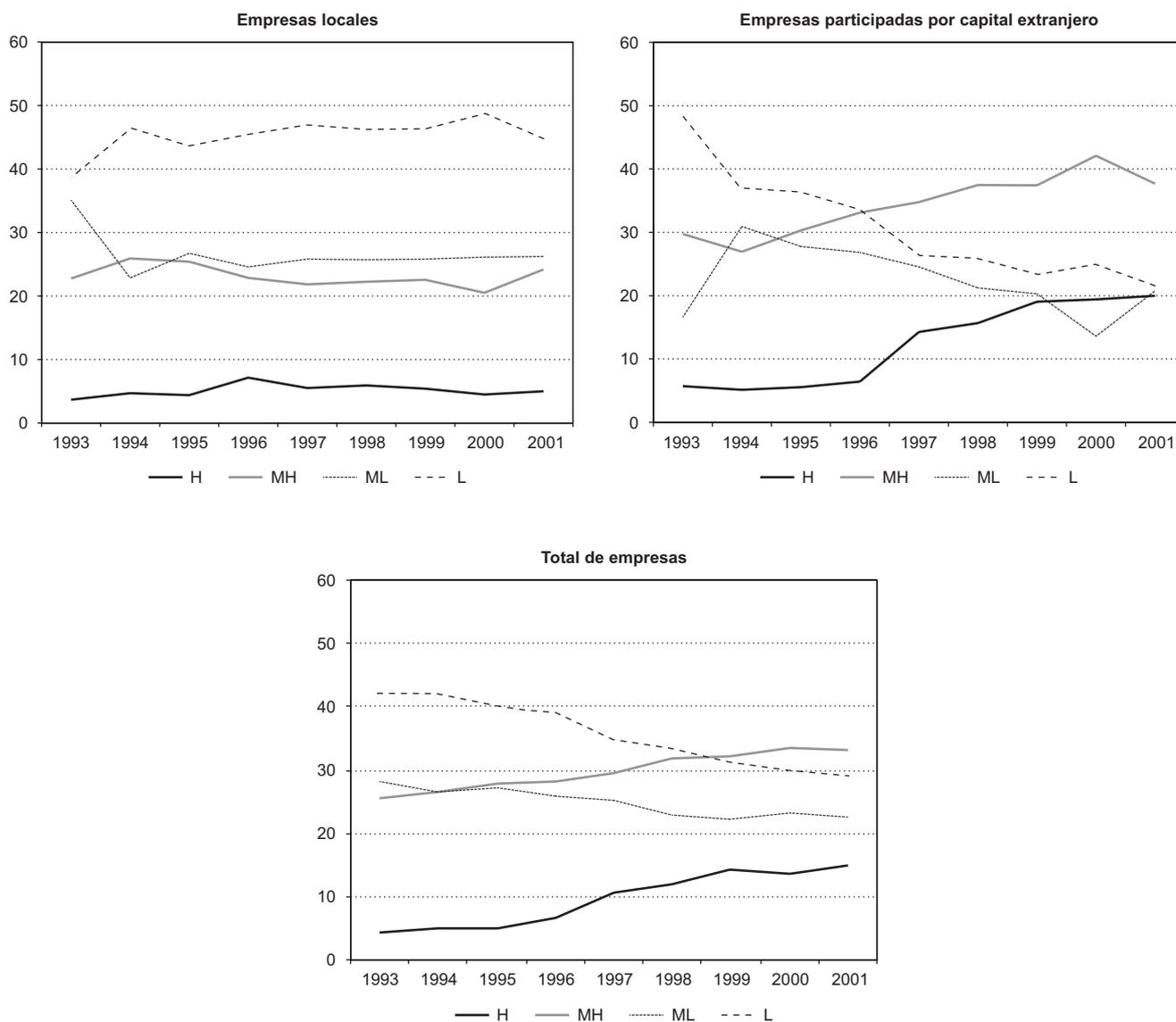
Otra característica destacada de las EE es su propensión a un nivel de exportación superior en comparación con las ED. Las industrias de todos los niveles tecnológicos, excepto las del nivel tecnológico medio-bajo, muestran tener una ratio de exportación/venta mucho más alta y dinámica que las ED. Sin lugar a dudas, la creciente capacidad de exportación ha sido una de las características más destacadas de la privatización extranjera y de la IED en los PECO.

Resultados de la privatización extranjera en comparación con otros métodos de privatización

Djankov y Murrell analizaron 23 estudios sobre los efectos de los distintos tipos de propiedad en el rendi-

GRÁFICO 1

DISTRIBUCIÓN DEL VALOR AÑADIDO EN EL SECTOR INDUSTRIAL POR GRUPOS SEGÚN DISTINTOS NIVELES TECNOLÓGICOS, 1993-2001 (En %)



NOTAS: * Para EE y ED² en 6 PECO³.

¹ Industrias con nivel tecnológico: H = Alto, L = Bajo, MH = Medio-alto, ML = Medio-bajo. Suman 100 por 100; ² EE = Empresas participadas por capital extranjero, es decir, compañías con un 10 por 100 o más de participación extranjera en el capital; ED = Empresas Domésticas; ³ Para República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia período 1993-2001, para Estonia 1995-2001, y para Eslovenia 1994-2001.

FUENTE: DAMIJAN y ROJEC, 2004, basado en la base de datos de WIIW.

CUADRO 5

VARIACIONES ACUMULADAS DE PRODUCTIVIDAD LABORAL¹ POR GRUPOS DE DISTINTO NIVEL TECNOLÓGICO EN EE Y ED² EN 6 PECO³, 1995-2001 (En %)

| | EE | ED |
|--|-----|-----|
| Industrias de nivel tecnológico alto | 238 | 128 |
| Industrias de nivel tecnológico medio-alto | 131 | 117 |
| Industrias de nivel tecnológico bajo-medio | 186 | 100 |
| Industrias de nivel tecnológico bajo | 191 | 124 |

NOTAS: ¹ Tasas de crecimiento medio acumulado del valor añadido por trabajador en cada industria según el nivel tecnológico correspondiente; ² EE = Empresas participadas por capital extranjero, es decir, compañías con un 10 por 100 o más de participación extranjera en el capital; ED = Empresas Locales; ³ República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia para el período 1993-2001, Estonia para el período 1995-2001 y Eslovenia para el período 1994-2001.

FUENTE: DAMIJAN y ROJEC, 2004, basado en la base de datos de WIIW.

CUADRO 6

INTENSIDAD EN LAS EXPORTACIONES¹ POR GRUPOS DE INDUSTRIAS DE DISTINTO NIVEL TECNOLÓGICO EN EE Y ED² EN 6 PECO³ PARA EL PERÍODO 1993-2001 (En %, variaciones en puntos porcentuales)

| | FIE | | | DE | | |
|--|------|------|-----------|------|------|-----------|
| | 1993 | 2001 | Variación | 1993 | 2001 | Variación |
| Industrias de nivel tecnológico alto | 31,5 | 89,2 | 57,7 | 17,3 | 34,9 | 17,6 |
| Industrias de nivel tecnológico medio-alto | 44,4 | 81,0 | 36,6 | 27,8 | 52,3 | 24,5 |
| Industrias de nivel tecnológico bajo-medio | 30,0 | 36,0 | 5,9 | 20,0 | 39,4 | 19,3 |
| Industrias de nivel tecnológico bajo | 19,7 | 37,4 | 17,7 | 14,2 | 24,3 | 10,1 |

NOTAS: ¹ Ratio exportaciones/ventas; ² EE = Empresas participadas por capitales extranjeros, es decir compañías con un 10 por 100 o más de participación extranjera en el capital; ED = Empresas Domésticas; ³ República Checa, Hungría, Polonia y Eslovaquia período 1993-2001, Estonia período 1995-2001 y Eslovenia para período 1994-2001.

FUENTE: DAMIJAN y ROJEC, 2004, basado en la base de datos de WIIW.

miento de las empresas después de la privatización en los PECO. Entre once formas de propiedad, hallaron que la privatización extranjera es la más eficaz, esto es: la privatización extranjera es diez veces más productiva (la correlación parcial entre el rendimiento de la compañía y la propiedad extranjera era de 0,052) que la privatización menos eficaz, en este caso la propiedad individual difusa (el coeficiente de correlación parcial era de un 0,005). A pesar de ello, el extranjero como propietario no obtenía resultados estadísticamente más favorables en lo relativo al rendi-

miento de la compañía que los directivos (0,047), la propiedad individual concentrada (0,048) o los fondos de inversión (0,051), que pertenecían al grupo de propietarios más eficientes⁸ (Djankov y Murrell, 2000, página 29).

⁸ Djankov y Murrell afirman que el tipo de propietarios menos eficientes está formado por el de las empresas de titularidad pública y el de propiedad individual difusa, mientras que los *insiders*, *outsiders*, trabajadores, bancos y formas de propiedad del Estado comercializadas están en el grupo medio.

Tendencias de reestructuración y resultados post-privatización en las compañías privatizadas mediante la IED

En el estudio de la UNCTAD llevado a cabo entre las 23 mayores compañías en siete de los PECO, que compara el rendimiento de las empresas privatizadas antes y después de la privatización, se afirma que las compañías privatizadas mediante la IED, registraron mejoras en su rendimiento ya en el período anterior a la privatización⁹, pero en la mayoría de los casos éstas se aceleraron de forma considerable después de la privatización. Los resultados en las ventas son la clave para el avance en la mayoría de las compañías estudiadas. La tasa de crecimiento de las ventas se aceleró desde un 11 por 100 en la época anterior a la privatización hasta más del 40 por 100 en la época posterior. Todos los indicadores de rendimiento del Cuadro 7 mejoran en el período posterior a la privatización. Parece ser que el ahorro en costes, la reestructuración financiera y el crecimiento de la producción constituyeron los objetivos primordiales de los inversores extranjeros en la fase posterior a la privatización. Una vez que se consiguió la rentabilidad, se pudo fomentar nuevas capacidades productivas y la introducción de nuevos productos. Los avances en términos de rendimiento, en su inmensa mayoría, son consecuencia de las inversiones en capital, cuyo crecimiento medio fue de un 36,6 por 100 en el período posterior a la privatización (Hunya y Kalotay, 2000).

En general, las compañías del estudio de la UNCTAD tendían a una exportación superior a las empresas locales, abriéndose cada vez más brecha con el tiempo. El crecimiento de las exportaciones después de la privati-

zación se mantiene en cotas elevadas. Los resultados del estudio confirman un superávit de importaciones como característica general de la IED orientada a mercados locales en los PECO. Las principales causas de crecimiento en las importaciones son: el uso creciente de filiales locales como canal de distribución para las importaciones, la sustitución de las anteriores fuentes locales de abastecimiento por proveedores de redes propias de las compañías multinacionales y el incremento en inversión de capital, sobre todo en los bienes de capital importados (Hunya y Kalotay, 2000).

5. Conclusiones

Las políticas de privatización de los PECO superaron la fase del plan nacional de privatizaciones generalizadas y, asimismo, la fase de consolidación postprivatización de la propiedad que hizo hincapié en la venta de la propiedad estatal existente, en su mayor parte en el sector industrial, financiero, y de servicios públicos. En una primera fase, el beneficio económico, como motivación de las privatizaciones, se complementó con consideraciones políticas sobre cómo permitir a los ciudadanos participar en las privatizaciones, conservando la propiedad en manos locales, acentuando la premiosidad de la privatización de miles de compañías. En una segunda fase, la cuestión del gobierno corporativo, la reestructuración de la empresa y el precio de adquisición pasaron a un primer plano. En la primera fase, a los residentes se les daba un trato preferencial en las privatizaciones, mientras que en la segunda fase el inversor extranjero participó, en principio, en igualdad de condiciones con el inversor local.

Las experiencias de la privatización extranjera en los PECO nos demuestran que ésta ha desempeñado un papel positivo en la reestructuración y evolución de las compañías de los PECO después de la privatización. Las empresas privatizadas mediante la IED, por regla general, lograron una reestructuración más profunda y rápida, demostrando tener mejores resultados y un nivel de exportación superior al de otras compañías. La cues-

⁹ Este fue el resultado de las actividades de reestructuración preprivatización en las compañías. ARTISIEN-MAKSIMENKO y ROJEC (2001) apuntan a que la reestructuración pre-privatización en las privatizaciones extranjeras de su estudio incluía la reducción del sobredimensionamiento de plantilla (36,5 por 100 de casos), venta de los activos no relacionados con el negocio principal (27 por 100), la reestructuración de la deuda (23,0 por 100) y la reestructuración operativa (16,2 por 100).

CUADRO 7
RESULTADOS DEL ESTUDIO UNCTAD SOBRE LA IED Y LA PRIVATIZACIÓN, 1999
(En %)

| | Tasa de variación media | |
|---|-------------------------|-------------------|
| | Preprivatización | Postprivatización |
| Producción total | 7,1 | 30,2 |
| Inversión de capital | 27,9 | 36,6 |
| Costes de personal | 14,1 | 34,6 |
| Ingresos por ventas | 11,1 | 42,8 |
| Total exportaciones | 39,5 | 33,8 |
| Total importaciones | 14,2 | 39,9 |
| Indicadores de productividad | | |
| Ventas/Activos | 4,9 | 38,2 |
| Ventas/Empleado | 16,4 | 47,6 |
| Ventas/Costes de personal | -2,6 | 6,1 |
| Ventas/Producción (empleo de capacidades) | 3,7 | 9,7 |
| Número de empresas estudiadas | 23 | 23 |

FUENTE: Estudio de UNCTAD sobre la IED y la privatización, 1999; citado de HUNYA y KALOTAY 2000, página 36.

ción, que muchas veces se pone en tela de juicio, en relación con el superior rendimiento de las compañías privatizadas mediante la IED, es: ¿hasta qué punto esto se debe a la parcialidad de la selección de la muestra? En otras palabras, ¿las EE tienen mejores resultados que las ED puesto que el inversor extranjero tiende a comprar las mejores compañías de los PECO? Sin lugar a dudas, en cierta medida, este puede ser el caso. No obstante, afirmar que el rendimiento superior de las EE se debe a una adquisición exclusiva de las mejores compañías significaría negar la importancia propia de las ventajas de la propiedad, de la integración en redes corporativas internacionales (ventaja de la multinacionalidad), de las economías de escala, y en el caso de la privatización extranjera, en particular, de la ventaja de captación de un tipo estratégico de propietario. El hecho de que, al contrario que en el resto de los métodos de privatización, la privatización extranjera estableciera inmediatamente gobiernos corporativos y cautivara a los inversores extranjeros estratégicos, con una clara estra-

tegia y disponibilidad de recursos para llevarla a cabo, es de gran trascendencia. Varios análisis demuestran que la adquisición de las mejores compañías no fue causa suficiente para explicar los mejores resultados de las EE. Sobre todo, es cierto que el inversor extranjero estratégico, de forma consciente e inmediata, reestructuró las compañías adquiridas introduciéndolas en redes corporativas internacionales, lo que hizo que su éxito fuera más patente.

La época de los planes nacionales de privatización generalizada ha finalizado. La cuestión consiste, ahora, en la adquisición de compañías privatizadas y en la privatización de empresas todavía de propiedad estatal. En cuanto a lo primero, las reglas de juego dentro de la UE son claras y políticamente acertadas y no queda mucho más que decir. En cuanto a las empresas de titularidad estatal, los gobiernos pueden mantener únicamente los siguientes objetivos: maximizar el impacto positivo de la privatización, tanto en la evolución de la compañía en particular, como en la economía huésped en general,

así como en los ingresos del presupuesto del Estado y en los ingresos de los empleados. En este marco, las técnicas de cómo tener éxito en la privatización no difieren en ningún sentido de las técnicas de adquisición extranjera, tal y como se representan en cualquier manual y se muestran en su práctica extendida en el día a día de los negocios.

Referencias bibliográficas

- [1] ARTISIEN-MAKSIMENKO, P. y ROJEC, M. (eds.) (2001): *Foreign Investment and Privatization in Eastern Europe*, Basingstoke, Palgrave.
- [2] CEEP: Varios números de *Annual Privatisation Reports*, Liubliana, Central and Eastern Europe Privatisation Network.
- [3] DAMIJAN, J. P.; MAJČEN, B.; ROJEC, M. y KNELL, M. (2003): «The Role of FDI, R&D Accumulation and Trade in Transferring Technology to Transition Countries: Evidence from Firm Panel Data for Eight Transition Countries», *Economic Systems*, número 2, páginas 189-204.
- [4] DAMIJAN, J. P. y ROJEC, M. (2004): *Foreign Direct Investment and Catching-up of New EU Member States: Is there a Flying Geese Pattern?*, 30.ª Conferencia Anual de EIBA «Enlarged European Union: Challenges to International Business and Management», 5-8 diciembre, Liubliana.
- [5] DJANKOV, S. y MURRELL, P. (2000): *Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey*, primer borrador, mimeo.
- [6] ESTRIN, S.; RICHER, X. y BRADA, J. C. (2000): *Foreign Direct Investment in Central Eastern Europe: Case Studies of Firms in Transition*, Armonk, M. E. Sharpe, Londres.
- [7] HUNYA, G. (ed.) (2000): *Integration through Foreign Direct Investment*, Edward Elgar, Cheltenham.
- [8] HUNYA, G. y KALOTAY, K. (2000): *FDI and Privatization in Central and Eastern Europe: Trends, Impact and Policies*, Seminario sobre la Inversión Extranjera Directa y Privatización en Europa Central y Oriental, 2-3 de marzo, UNCTAD y Banco Nacional Austriaco, mimeo, Viena.
- [9] ILLES, M. (1995): *Foreign Direct Investment and Privatization in Central and Eastern Europe: The Case of Hungary*, Universidad Económica de Budapest, mimeo, Budapest.
- [10] JAŠOVIČ, B. (1993): *Trade Sales of Enterprises to Strategic Investors - Experiences of the Republic of Slovenia*, Agencia de Reestructuración y Privatización de la República Eslovena, mimeo, Liubliana.
- [11] JERMAKOWICZ, W. (1993): «Economic Reform and Foreign Investments in Poland», en *Economic Transformation in Eastern Europe: Privatization and Foreign Investments*, Bank Austria AG, páginas 103-125, Viena.
- [12] JERMAKOWICZ, W. (2001): «Foreign Investment and Privatisation in Poland», en P. ARTISIEN-MAKSIMENKO y M. ROJEC (eds.): *Foreign Investment and Privatization in Eastern Europe*, Basingstoke, Palgrave, páginas 156-172.
- [13] JERMAKOWICZ, W.; BELLAS, C. J.; BOCNIARZ, Z.; MELLER, M. y TOFT, D. (1995): *Foreign Privatization in Poland*, CASE, mimeo, Varsovia.
- [14] KONINGS, J. (2001): «The Effects of FDI on Domestic Firms», *Economics of Transition*, número 5, páginas 619-633.
- [15] KORŽE, U. y SIMONETI, M. (1992): *Privatization of the Tobacco Company Ljubljana*, Central Europe Working Paper Series, número 1, Chapel Hill, International Private Enterprise Development Research Center, Kenan Institute of Private Enterprise, University of North Carolina.
- [16] MIHALYI, P. (2001): «The Evolution of Hungary's Approach to FDI in Post-communist Privatization», *Transnational Corporations*, número 3, diciembre, páginas 61-73.
- [17] RESMINI, L. (2000): «The Determinants of Foreign Direct Investment in the CEECs: New Evidence from Sectoral Patterns», *Economics of Transition*, número 3, páginas 665-689.
- [18] ROJEC, M. (2000): «Restructuring and Efficiency Upgrading with FDI», en G. HUNYA (ed.): *Integration through Foreign Direct Investment: Making Central European Industries Competitive*, Edward Elgar, páginas 130-149, Cheltenham.
- [19] ROJEC, M.; ARTISIEN, P.; DUNNING, J. H.; ILLES, M.; JERMAKOWICZ, W.; SVETLIČIČ, M. y ZEMPLINEROVA, A. (1995): *Foreign Direct Investment and Privatisation in Central and Eastern Europe: A Comparative Analysis of Concepts, Experiences and Policy Issues in the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovenia*, ACE Research Project, Final Research Report, Centre for International Cooperation and Development, mimeo, Liubliana.
- [20] ROJEC, M. y JERMAKOWICZ, W. (1995): «Management Versus State in Foreign Privatizations in Central and Eastern Europe», en ROBERTO SCHIATTARELLA (ed.): *New Challenges for European and International Business*, European International Business Academy (EIBA): Confindustria - Centro Studi, páginas 353-379, Roma.
- [21] ROJEC, M.; MORE, M.; SIMONETI, M.; MRAK, M.; SVETLIČIČ, A. y MOËNIK, M. (2001): *Eslovenia: Foreign Direct Investment Review*, Fakulteta za družbene vede, mimeo, Liubliana.
- [22] SIMONETI, M.; ROJEC, M. y REMS, M. (2001): «Ownership Structure and Post-privatisation Performance and Restructuring of the Slovenian Non-Financial Corporate Sector», *Journal of East-West Business*, número 2, páginas 7-36.
- [23] SOMMER, A. y CHOROSZUCHA, L. (1993): «Poland's Top-down Privatization Programme», *Central European*, octubre, páginas 46-48.

[24] SZANYI, M. (2001): «Privatization and Greenfield FDI in the Economic Restructuring of Hungary», *Transnational Corporations*, número 3, diciembre, páginas 25-37.

[25] UMINSKI, S. (2001): «Foreign Capital in the Privatization Process of Poland», *Transnational Corporations*, número 3, diciembre, páginas 75-94.

[26] UNCTAD (2000): *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, United Nations, Nueva York y Ginebra.

[27] UNCTAD (2003): *World Investment Report 2003: FDI Policies for Development: National and International Perspectives*, United Nations, Nueva York y Ginebra.

[28] UN/ECE (1993): *Statistical Survey of Recent Trends in Foreign Investment in East European Countries*, Trade/R.611, Ginebra.

[29] WES, M. y LANKES, H. P. (2001): «FDI in Economies in Transition: Mergers and Acquisitions Versus Greenfield Investment», *Transnational Corporations*, número 3, diciembre, páginas 113-129.

[30] ZEMPLINEROVA, A. (1995): *Foreign Direct Investment and Privatization in Central and Eastern Europe: The Case of the Czech Republic*, Instituto Económico, Academia Checa de Ciencias, mimeo, Praga.

[31] ZEMPLINEROVA, A. (2001): «Foreign Investment and Privatisation in the Czech Republic», en P. ARTISIEN-MAKSI-MENKO y M. ROJEC (eds.): *Foreign Investment and Privatization in Eastern Europe*, Basingstoke, Palgrave, páginas 131-155.

[32] ZEMPLINEROVA, A. y JEROLIM, M. (2001): «Modes of FDI Entry and Firm Performance: The Czech Case», *Transnational Corporations*, número 3, diciembre, páginas 95-111.