



UNIVERSIDAD DE PANAMA  
FACULTAD DE ADMINISTRACION DE EMPRESAS Y CONTABILIDAD  
CENTRO DE COMERCIO INTERNACIONAL  
MAESTRIA EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS  
CON ENFASIS EN FINANZAS

ANÁLISIS FINANCIERO DEL INTEL S.A.  
EN EL MARCO DE SU PRIVATIZACION: (1973-1996)

POR:

FELIPE ALBERTO ARGOTE SALDAÑA

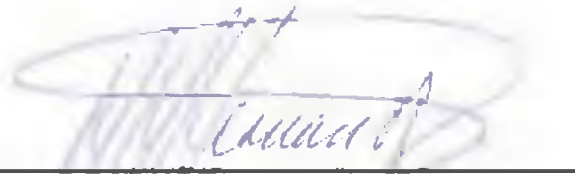
Tesis presentada en cumplimiento de los requisitos exigidos  
para optar por el Grado de Maestro en Administración de  
Empresas con Especialización en Finanzas

CIUDAD UNIVERSITARIA OCTAVIO MENDEZ PEREIRA

PANAMA - 1997

APROBADO POR:


DIRECTOR DE TESIS



MIEMBRO DEL JURADO



MIEMBRO DEL JURADO



FECHA

26 / 11 / 97

VICERRECTORÍA DE INVESTIGACIÓN

Y POSTGRADO



*DEDICATORIA*

*A DANIEL ERNESTO DE QUIEN ME SIENTO MUY ORGULLOSO*

*A JAHIR ALEXANDER POR INFUNDIRME NUEVOS ANIMOS*

*A CARMEN MI COMPAÑERA*

*A MI MADRE*

*A MI HERMANO Y HERMANAS*

*A MIS SOBRINAS Y SOBRINOS*

## INDICE GENERAL

### INTRODUCCION

### CAPITULO I: FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA

1. EL NEOLIBERALISMO COMO MODELO ECONÓMICO  
DOMINANTE A NIVEL MUNDIAL 5
2. EL PLAN CHAPMAN O LA APLICACIÓN DEL MODELO  
NEOLIBERAL EN NUESTRO PAÍS. 13
3. PROYECTOS ESTRATÉGICOS DE INVERSION-DEFINICIÓN  
TEÓRICA. 21

### CAPITULO II ASPECTOS METODOLÓGICOS

1. DIMENSIONES DE LAS INVERSIONES ESTRATÉGICAS 26
  - a) DIMENSIÓN ESTRATÉGICA 26
  - b) DIMENSIÓN FINANCIERA 27
  - d) DIMENSIÓN DEL RIESGO 27
  - e) DIMENSIÓN POLÍTICA ECONÓMICA 28
2. MÉTODOS DE EVALUACIÓN DE PROYECTO DE INVERSIÓN 28
  - a) EL PERIODO DE RECUPERACIÓN 30
  - b) RENTABILIDAD CONTABLE 32
  - c) TASA INTERNA DE RETORNO 34
  - d) VALOR ACTUAL NETO 35

3. LAS RAZONES FINANCIERAS	37
a) RAZONES DE LIQUIDEZ	38
b) RAZONES DE ACTIVIDAD	39
c) RAZONES DE ENDEUDAMIENTO	39
d) RAZONES DE RENTABILIDAD	40
4. METODOS DE VALUACIÓN DE ACCIONES	40
a) VALOR CONTABLE	41
b) VALOR DE LIQUIDACIÓN	41
c) MODELO CONCEPTUAL BÁSICO	42

### **CAPITULO III: INTEL S.A. EVOLUCIÓN HISTÓRICA Y FINANCIERA**

1. EVOLUCIÓN HISTÓRICA	45
a) BREVE RESEÑA HISTÓRICA-NACIONALIZACIÓN DE LA FUERZA Y LUZ	45
b) EVOLUCIÓN POSTERIOR A SU NACIONALIZACIÓN	51
2. EVOLUCIÓN FINANCIERA	52
3. CONSIDERACIONES EN TORNO A SU PRIVATIZACIÓN	70

### **CAPITULO IV: ANÁLISIS FINANCIERO ACTUAL DEL INTEL S.A.**

1. ESTADO DE RESULTADOS	76
2. BALANCE DE SITUACIÓN	79
3. RAZONES FINANCIERAS	82
a) RAZONES DE LIQUIDEZ	82
b) RAZONES DE ACTIVIDAD	85

c) RAZONES DE ENDEUDAMIENTO	85
d) RAZONES DE RENTABILIDAD	88
<b>CAPITULO V: PROYECCIÓN FUTURA DE LA EMPRESA</b>	
1. NECESIDADES DE INVERSIÓN	94
2. EVALUACION DE LA INVERSIÓN	99
a) PERIODO DE RECUPERACIÓN	103
b) RENTABILIDAD CONTABLE	104
c) TIR	104
d) VAN	105
3. ALTERNATIVAS DE APALANCAMIENTO	106
<b>CAPITULO VI: VALOR DE LAS ACCIONES DEL INTEL</b>	
1. SEGÚN EL VALOR CONTABLE	116
2. SEGÚN EL VALOR DE LIQUIDACIÓN	117
3. SEGÚN EL MODELO CONCEPTUAL BÁSICO	119
4. SEGÚN LA GTE, LA CABLE & WIRELESS Y EL ESTADO PANAMEÑO	126
5. ANÁLISIS DE UTILIDAD POR ACCIÓN SEGUN ACCIONISTA	132
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>136</b>
<b>RECOMENDACIONES</b>	<b>138</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b>	<b>139</b>
<b>ANEXOS</b>	<b>143</b>

## INDICE DE CUADROS

CUADRO	I	INTEL S.A. BALANCE DE SITUACION	54
CUADRO	II	INTEL S.A. ESTADO DE RESULTADOS	57
CUADRO	III	INTEL S.A. RAZONES FINANCIERAS	60
CUADRO	IV	INTEL S.A. ESTADO DE RESULTADOS	77
CUADRO	V	INTEL S.A BALANCE DE SITUACION	80
CUADRO	VI	INTEL S.A. RAZONES FINANCIERAS	83
CUADRO	VII	INTEL S.A. PROGRAMA DE INVERSIONES	98
CUADRO	VIII	INTEL S.A. FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO	101
CUADRO	IX	INTEL S.A. FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO	102
CUADRO	X	INTEL S.A. FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO	107
CUADRO	XI	INTEL S.A APALANCAMIENTO POR VENTA DE ACCIONES	110
CUADRO	XII	INTEL S.A APALANCAMIENTO POR CREDITO BANCARIO	112
CUADRO	XIII	INTEL S.A. APORTACIONES AL ESTADO	121
CUADRO	XIV	INTEL S.A. SEGUN CABLE & WIRELESS	127
CUADRO	XV	INTEL S.A. SEGUN LA GTE	129
CUADRO	XV	INTEL S.A. SEGUN EL ESTADO PANAMEÑO	131
CUADRO	XVI	INTEL S.A. ANALISIS DE UTILIDAD	133

## INDICE DE FIGURAS

FIG 1	INTEL S.A. BALANCE GENERAL	55
FIG 2	INTEL S.A. ESTADO DE RESULTADOS	58
FIG 3	INTEL S.A RAZONES DE LIQUIDEZ	61
FIG 4	INTEL S.A. ROTACION DE ACTIVOS	64
FIG 5	INTEL S.A. RAZONES DE ENDEUDAMIENTO	65
FIG 6	INTEL S.A. RAZONES DE RENTABILIDAD	66.
FIG 7	INTEL S.A. ESTADO DE RESULTADOS	78
FIG 8	INTEL S.A. BALANCE GENERAL	81
FIG 9	INTEL S.A. RAZONES DE LIQUIDEZ	86
FIG 10	INTEL S.A. ROTACION DE ACTIVOS	87
FIG 11	INTEL S.A. RAZONES DE ENDEUDAMIENTO	89
FIG 12	INTEL S.A. RAZONES DE RENTABILIDAD	91
FIG 13	INTEL S.A. APORTACIONES AL ESTADO	123

## ABREVIATURAS UTILIZADAS

TIR: TASA INTERNA DE RETORNO

VAN: VALOR ACTUAL NETO

C & W: CABLE & WIRELESS

GTE: GENERAL TELEPHONE AND ELECTRICITY

ISR: IMPUESTO SOBRE LA RENTA

I.S.D: IMPUESTO SOBRE DIVIDENDOS

P.R.: PERIODO DE RECUPERACION

R.C.: RENTABILIDAD CONTABLE

UP: UTILIDAD NETA PROMEDIO ANUAL

IP: INVERSION PROMEDIO

r: TASA DE DESCUENTO

$I_0$ : INVERSION INICIAL

$R_n$ : FLUJOS DE EFECTIVO FUTURO POR PERIODO

k: RENDIMIENTO MINIMO ACEPTABLE

C X C: CUENTAS POR COBRAR

C X P: CUENTAS POR PAGAR

g: TASA DE CRECIMIENTO DE DIVIDENDOS

$D_t$ : DIVIDENDOS POR ACCION ESPERADO AL FINAL DEL AÑO t

$K_s$ : TASA DE RENDIMIENTO REQUERIDA SOBRE LA ACCION ORDINARIA

## **INTRODUCCION**

La venta del 49% de las acciones de INTEL S.A. ha sido, desde cierta perspectiva, la operación financiera mas importante en la historia de Panamá. Sus efectos serán percibidos durante muchas décadas por el país y sus habitantes. Sin embargo, la génesis del valor indicado tanto por el Estado panameño como por las dos empresas que se disputaron la compra de sus acciones, es uno de los secretos mejor guardados en nuestro país.

Es nuestro interés calcular mediante las técnicas financieras vigentes el valor de las acciones de INTEL S.A. a fin de determinar si era la mejor opción de apalancamiento y si fue o no justo el monto otorgado por la Cables & Wireless por el 49% de las acciones de la empresa.

Nuestra investigación se inicia en el capítulo I con la fundamentación teórica, en donde enmarcamos el proyecto dentro del modelo neoliberal que respalda al Plan económico vigente, tanto a nivel macroeconómico como microeconómico.

El capítulo II desarrolla los aspectos metodológicos de la investigación fundamentales para el correcto discernimiento de su aplicación práctica posterior. El capítulo III describe la evolución tanto histórica como financiera de INTEL S.A. El capítulo IV se centra en el análisis actual de las finanzas de la empresa investigada, para continuar en el capítulo V con la proyección futura de la empresa. El capítulo VI establece la valuación de las acciones de INTEL S.A., de acuerdo con todas las técnicas y datos suministrados y procesados previamente desde las tres perspectivas: El Estado, la C & W y los trabajadores.

Todas las empresas son muy celosas en guardar con la mayor confidencialidad posible los datos que la llevan a concluir en el valor otorgado a las acciones de un proyecto estratégico. La falta pues de esta evidencia, de cierto modo ha limitado la confirmación de nuestros cálculos. Sin embargo, consideramos contar con la información suficiente, para que la elaboración tanto teórica como operativa de nuestro planteamiento se muestre acorde con los parámetros comunmente aceptados, a fin de que esta investigación disfrute de rigor científico.

## **CAPITULO I: FUNDAMENTACION TEORICA**

### **1. EL NEOLIBERALISMO COMO MODELO ECONOMICO DOMINANTE A NIVEL MUNDIAL.**

El neoliberalismo difiere en varios elementos con el denominado liberalismo clásico del siglo XIX. Este surge luego de la segunda guerra mundial en Europa y Estados Unidos donde imperaba el capitalismo.

Muy pocos conocen de su génesis aun entre los círculos mas ilustrados de economistas neoliberales. Este tiene su respaldo teórico en un texto del inglés Fiederick Hayek, denominado "El Camino de la Servidumbre" escrito en 1944.

El texto se concentra en un ataque furibundo a toda clase de intervencionismo estatal. Según Perry Anderson, un prestigioso historiador inglés, profesor de la Universidad de California el pensamiento de Hayek llevaba a la conclusión que el intervencionismo llevaba al fascismo..."A

buenas intenciones, la socialdemocracia moderada inglesa conduce al mismo desastre que el nazismo alemán, es decir hacia una servidumbre moderna"<sup>1</sup>

En 1947 Hayek convocó en Mont Pélerin, Suiza a los que compartían su ideología. Entre los participantes, en aquellos tiempos no muy conocidos, a esta conferencia se encontraban: Milton Friedman, Karl Popper, Lionel Robbins, Ludwig Von Vises, Walter Eupken, Walter Lipman, Michael Polanyi, Salvador de Madariaga, entre otros. Como conclusión del encuentro se fundó la sociedad Mont Pélerin. Esta sociedad tenía como propósito combatir el keynesianismo y el igualitarismo muy popular en aquellos tiempos. Además intentaba preparar el camino hacia un capitalismo duro y sin reglas, sin regulaciones ni sentimentalismos sociales.

Sin embargo no era su momento, el avance del capitalismo con el denominado boom de la postguerra no daba espacios para considerar que el sistema no estaba funcionando. La década del 50 y 60 presentaban los

---

<sup>1</sup> Anderson (1997).

crecimientos económicos mas rápidos en la historia. Las argumentaciones en el sentido de que el Estado de bienestar destruía la libertad ciudadana y que la desigualdad no era solo necesaria sino progresiva no encontraba muchos adeptos en aquellos tiempos. Los teóricos de este club tuvieron que aceptar la permanencia en el plano totalmente teórico de sus argumentaciones, no encontraron ningún estado en donde existiera el caldo de cultivo necesario para la implementación práctica de sus ideas del estado capitalista anárquico en cuanto a regulaciones.

El año 1973 marca el punto de inflexión en la situación de los países capitalistas avanzados. Este año inicia la gran crisis que determinó el inicio de una larga recesión en donde por primera vez se combinan bajas tasas de crecimiento económico con altas tasas de inflación. Algo inédito y contradictorio con la teoría económica capitalista.

Había llegado el momento de Hayek y sus seguidores. Según esta corriente, las raíces de la crisis estaban en la extremada fortaleza de los sindicatos que con sus presiones habían carcomido las bases del sistema llevándolo a la crisis.

Proponía entonces mantener un estado fuerte, impermeable a las presiones populares de que el estado aumentara sus gastos sociales. La estabilidad monetaria es el eje de este pensamiento económico. Sus puntos fundamentales son los siguientes:

1. Disciplina presupuestaria. Disminuir gastos sociales.
2. Aumento de la tasa "natural" de desempleo creando un ejército de desocupados para debilitar a los sindicatos.
3. Reformas fiscales para disminuir tasas impositivas que reducen la ganancia.
4. Transferencia de todas las unidades productivas en manos del estado al capital privado (privatizaciones).

En 1979, luego de siete años de crisis, logra hacerse del poder el primer gobierno de un estado capitalista desarrollado que propone poner en práctica las medidas neoliberales. Es el gobierno de Margareth Thatcher en Inglaterra. Un año después Ronald Reagan artista de cine, Mcartista en la década de la listas negras de Hollywood, sube a la presidencia del estado mas poderoso del mundo. En 1982 Helmut Kohl toma el poder en Alemania. Hasta Dinamarca, uno de los países nórdicos mas reconocidos como de bienestar

social cae bajo control de una coalición de derecha, el gobierno de Schluter. Se entronizó una corriente de derechización, generadora del ambiente húmedo y cálido necesario para la ejecución del pensamiento de Hayek y sus ahora famosos seguidores Milton Friedman, Popper y demás neoliberales.

Los Estados Europeos, contrario a los Estados Unidos habían vivido acostumbrados al Estado de bienestar. La implementación de estos planes en Inglaterra, con Thatcher fue tan generalizado como bestial. Se contrajo la emisión monetaria, se elevó el precio del dinero mediante el aumento de las tasas de interés, se redujeron los impuestos sobre la ganancia, se abolieron los controles al flujo de capital, se impusieron legislaciones antisindicales, se redujeron al mínimo los gastos sociales y finalmente se inició un impresionante plan de privatizaciones que incluyó la vivienda pública, el acero, la electricidad, el petróleo, el gas y el agua.

En Estados Unidos se redujeron los impuestos a la ganancia y se aplastaron las huelgas pero diferente a Inglaterra no se redujo el nivel de gastos del gobierno. En

cambio se elevó el déficit en la balanza de pagos a niveles impresionantes producto fundamentalmente del elevado gasto militar.

El resto de los países no tuvo un criterio tan radical como el inglés de Thatcher. Se hizo mas énfasis en las reformas fiscales y el recorte presupuestario que en el enfrentamiento con los sindicatos y el recorte extremo de los beneficios sociales.

Países con gobiernos socialdemócratas como Francia de Mitterrand, o España de Felipe González desarrollaron políticas neoliberales contrarias a su propio discurso populista logrando elevados niveles de desempleo.

Las ideas neoliberales lograron contar entre sus filas a la gran mayoría de los ideólogos socialdemócratas que implementaron sin sonrojo las ideas que Friederich Hayek. En 1944 cuando se publicó "El camino de la servidumbre" la socialdemocracia europea hubiera rechazado con indignación cualquier pretensión de calcular la posibilidad mínima de aceptar alguna parte del programa de Hayek.

Evidentemente en la crisis de inflación-recesión de los setenta-ochenta la tasa de inversión cayó constantemente. Según cifras de Perry Anderson<sup>2</sup> la tasa de acumulación disminuyó de 5.5% en los años sesenta a 3.6% en los años setenta a apenas 2.9% en los ochentas. Contrario a lo que pensaron sus apologistas la reducción de las restricciones al capital determinó un aumento en los gastos del gobierno debido a que elevó a niveles insospechables el desempleo y la pobreza en general al punto que creó una presión tal que obligó a los gobiernos a invertir millones para paliar la crisis. A la vez los niveles de pauperización determinaron la elevación de los presupuestos de los organismos responsables de la represión al delito común, justicia, etc.

Actualmente mientras en los países subdesarrollados se implementan a todo vapor el neoliberalismo tardío con los mismos argumentos que ya no son efectivos en los países avanzados como Inglaterra los conservadores recibieron una derrota aplastante, la socialdemocracia francesa gana las últimas elecciones y anteriormente los republicanos fueron derrotados por los demócratas en los Estados Unidos.

---

<sup>2</sup> Anderson (op. cit.).

Latinoamérica, con desigualdades implementa el neoliberalismo con gran entusiasmo de los gobiernos de turno. El gran adalid es el caso chileno que de la mano de Milton Friedman implementó mucho antes que Thatcher la teoría neoliberal. Luego, Carlos Menem falseando premeditadamente su política logró hacerse del poder e implementar una política económica neoliberal. Fujimori en Perú, Salinas de Gortari en México y Carlos Andrés Pérez en Venezuela impulsaron también este modelo con pésimos resultados para éste último.

En Panamá el gobierno de Endara inició algunos pininos de implementación del Plan, pero la poca pericia de los gobernantes los incapacitó en su implementación, que sin embargo les ganó por el intento un profundo desprestigio entre la población.

Actualmente el gobierno del Dr. Ernesto Pérez Balladãres implementa casi sin oposici3n la totalidad del modelo en nuestro pa3s. La privatizaci3n de empresas estatales, la reforma al C3digo de Trabajo, la denominada Ley de Universalizaci3n de los incentivos son parte de este

economista Guillermo Chapman se publicó en 1994. Este plan, una edición revisada del plan del Doctor Nicolás Ardito Barletta de la década del 80, copiado por el señor Guillermo Ford años después, será analizado en el siguiente punto de esa investigación.

## **2. EL PLAN CHAPMAN O LA APLICACION DEL MODELO NEOLIBERAL EN NUESTRO PAIS.**

El plan económico sustentado por el Ministro de Planificación y Política Económica Guillermo Chapman es la adecuación panameña al modelo neoliberal descrito en el subtítulo anterior.

El plan, denominado oficialmente como "Políticas Públicas Para el Desarrollo Integral: Desarrollo Social con Eficiencia Económica"<sup>3</sup> parte por señalar los problemas fundamentales de la estructura económico-social del país. Se afirma que un 20% de las familias no poseen ingresos suficientes para cubrir sus necesidades mínimas de

---

<sup>3</sup> Ministerio de Planificación y Política Económica(1994).

alimentación, mientras otro 25% adicional no cubre sus necesidades básicas de vivienda, vestido, educación etc. El 20% de la población con mas ingresos posee entradas económicas 45% mayores que los ingresos medios de la franja mas pobre.

Esto coloca a Panamá en la poco envidiable posición de segundo lugar en cuanto a peor distribución del ingreso, solo superado por Brasil.

Para el Ejecutivo, esta mala distribución posee implicaciones éticas y morales según el mismo documento. Tal vez por verlo como problema moral, es lo que ha determinado que dentro del Plan económico un aspecto fundamental como es la pésima distribución del ingreso en nuestro país no se establezca ninguna medida que opere en el sentido de eliminar esta distorsión.

La filosofía del documento es que aumentando la riqueza nacional, esto es, al aumentar el ingreso de los mas poderosos económicamente se beneficiará por consecuencia a los mas pobres. Esto es la denominada política de chorro,

que consiste en que al poseer una gran cantidad de dinero los mas ricos, por su propia iniciativa, le distribuirán una mayor porción a los menos beneficiados por la estructura económica.

Lo que no dice el documento es que la mala distribución es recesionista en si mismo, por tanto esta polarización no posee tan solo implicaciones éticas y morales sino fundamentalmente económicas pues opera directamente sobre ésta estructura.

Al reconocer en su diagnóstico que la pésima distribución de la riqueza, solo superada por Brasil según el mismo documento, todo el eje del Plan económico debió poseer el hilo conductor de la distribución del ingreso, en cambio, poca referencia se hace a este mal endémico. Es como si un médico ubica la causa del malestar de su paciente en el hígado y le receta un medicamento para los riñones.

Los sectores empresariales han sustentado históricamente que la supuestas rigideces del Código de Trabajo es el causante primario de las altas tasas de desempleo que sufre el país. Consecuentemente se han

implementado reformas en determinados momentos en los últimos veinte años, bajo el argumento que al reformar el Código de Trabajo se superarían las trabas a la inversión productiva. Las cifras presentadas por el mismo plan sirven para demostrar lo contrario. De 1970-79 las cifras oficiales de desempleo fueron de 7.3%, es este el período de mayor vigencia del Código de Trabajo que fue reformado en 1975. En el período 1982-1989 el desempleo se incrementó a 11.9% a pesar de las reformas laborales incluidas en las denominadas leyes 1, 2 y 3 de 1984. Entre 1991 y 1993 a pesar de la recuperación económica y de la suspensión de hecho de algunas garantías establecidas en el Código de Trabajo el índice de desempleo oficial se elevó a 14.2%. Un artículo del autor de esta investigación aparecido en el diario La Prensa el 27 de agosto de 1993 demuestra que durante la crisis de finales de la década pasada, la parcela de la riqueza producida destinada a los asalariados se redujo proporcionalmente, a cambio del beneficio adicional de los empresarios, lo que colaboró efectivamente en la polarización de la riqueza.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Argote (1993).

Si el Plan Chapman, siguiendo la lógica del modelo neoliberal pretende, como lo ha hecho hasta ahora aumentar la eficiencia mediante la liberalización de las normas que rigen la relación laboral al margen de la referencia histórica del país consideramos que no podemos sentirnos muy optimistas.

Pretender competir con los demás países sobre la base de una disminución de los salarios en Panamá no puede ser visto en forma tan superficial. Según el economista y catedrático universitario Juan Jované, el salario de un obrero salvadoreño es de ciento cinco dólares mensuales, el de un guatemalteco se reduce a setenta y ocho dólares aproximadamente y en Honduras este mismo salario es de apenas sesenta y dos dólares.<sup>5</sup> El salario de un obrero en Panamá es de alrededor de doscientos balboas y con esto no cubre las necesidades básicas, simplificarlo a menos de sesenta y dos dólares para competir con Honduras no solo crearía un proceso recesionista sino que llevaría a una amplia parcela de la población a optar por entrar a la economía informal en vez de seguir laborando como

---

<sup>5</sup> Jované (1992).

asalariados.

El propio diagnóstico del Plan Chapman nos lleva a dudar de la capacidad no de la mano de obra sino del capital nacional. En un Plan económico enmarcado hacia la exportación se nos presenta lo siguiente: Nuestros costos de producción le impiden exportar a la mayoría de nuestras industrias manufactureras, buena parte de las agropecuarias e incluso afectan la competitividad de los servicios.<sup>6</sup>

El índice de productividad global de la economía ha venido en descenso desde 1950, reduciéndose a 32.6% en la década 1980-1990 con respecto a 1950. Esto es demostrativo de la reducción de la eficiencia de la empresa nacional.

La empresa privada necesita en promedio invertir treinta mil balboas (B/30,000.00) para generar un solo puesto de trabajo según el mismo documento. Esto se debe al exceso de incentivos en favor del capital lo que ha determinado la sobrecapitalización de las empresas en

---

<sup>6</sup> Ministerio de Planificación y Política Económica, op. cit.

detrimento de la mano de obra.<sup>7</sup>

Advierte el mismo documento que los servicios públicos son caros e ineficientes en comparación con otros países del área, aunque admite que aquellos están subsidiados. Asume luego que la participación de la empresa privada en la administración de los servicios públicos mejorará el servicio y reducirá las tarifas.

Es lamentable que el Plan Económico se limite a consideraciones de tipo filosóficas. Todo economista o administrador de empresa sabe que para que un objetivo sea válido debe ser cuantificable. Esto es así porque no es posible saber si se cumple un plan quinquenal si no sabemos de antemano a donde queremos o podemos llegar. El Plan Chapman no posee metas cuantificables.

Se expone como objetivo primario la reducción de la extrema pobreza. Afirma que al reducir la pobreza extrema se mejorará automáticamente la distribución del ingreso. Sin embargo no encontramos a lo largo del documento una sola

---

<sup>7</sup> MIPPE, sup. cit.

línea que sustente las medidas conducentes a alcanzar este objetivo.

El concepto de programa sin metas cuantificables es un concepto novedoso para la planificación. El documento tan solo afirma: El gobierno no pondrá metas cuantitativas a este crecimiento (económico) ya que el mismo dependerá no solo de lo que podamos hacer internamente, sino de cómo se comporte el entorno internacional".<sup>8</sup>

Si bien nuestro país no posee mayor ingerencia en el comportamiento de la economía mundial, los que defienden la receta neoliberal en que se enmarca el plan, lo hacen convencidos que la globalización nos depara un futuro promisorio a todos los países que sigamos este concepto. Luego debemos esperar un entorno internacional favorable. Si esto no es así, no podemos endilgarle a la economía mundial la no consecución de los objetivos esperados, debemos pedirles cuentas a quienes imponen recetas externas y no se toman la molestia de cuantificarlas a nivel nacional para poder ser evaluadas posteriormente.

---

<sup>8</sup>MIPPE, Op. Cit.

### 3. PROYECTOS ESTRATEGICOS DE INVERSIÓN-DEFINICION TEORICA

Los doctores Werner Ketelhohn y Juan Nicolás Marín en su libro *Inversiones Estratégicas--Un Enfoque Multidimensional*, definen como Proyectos Estratégicos: "...aquellos proyectos de inversión que afectan la esencia misma de la empresa; versiones que constituyen el núcleo fundamental de la estrategia general de la empresa. Por su misma naturaleza, estas inversiones son complejas de evaluar, pues además de su alto riesgo, causan impactos múltiples e importantes en las organizaciones.<sup>9</sup>

Entre las inversiones consideradas estratégicas se agrupan por ejemplo la participación en una nueva rama industrial o comercial por parte de la empresa. Este sería el caso del INTEL S.A. al introducirse por ejemplo a la rama de la telefonía celular que en cambio se definió poner en contrato de concesión otorgado a la Bell South. Otro es el caso de proyectos de expansión hacia otros mercados. Para los participantes en la venta del 49% de las acciones del

---

<sup>9</sup> Ketelhohn y Marín (1993).

INTEL, la GTE y la Cable & Wireless se trataba de una inversión estratégica pues se introducirían a un mercado nuevo de acuerdo a la situación de aquellas empresas. La adopción de nuevas tecnologías productivas es otra de las consideradas inversiones estratégicas, la adquisición de fuentes de materias primas, el desarrollo de nuevos sistemas de distribución y por último las decisiones de diversificación, fusión o adquisición, son consideradas como inversiones estratégicas.

En el plano teórico y práctico la venta del 49% de las acciones del INTEL tanto como la asignación mediante fondo fiduciario del 2% de las mismas a favor de los empleados de la empresa fueron parte de un proyecto estratégico. La envergadura de este proyecto estratégico ha sido suficientemente publicitada al punto que se ha considerado la transacción económica mas importante en la historia de nuestro país.

Si bien la privatización parcial del INTEL S.A. se enmarca dentro de un proceso macroeconómico de implementación del modelo Neoliberal de apertura de mercados (globalización) privatización de empresas estatales, etc.

el análisis del proyecto microeconómico de emitir acciones por un monto del 49% de las acciones de la empresa vista como una sociedad anónima o de acciones puede analizarse por separado del conjunto de la estrategia económica del país actualmente en ejecución.

El análisis como empresa del proyecto nos permite visualizar financieramente la evaluación del proyecto y siendo que ya existe una cifra final pagada por la empresa ganadora de la venta de las acciones, es posible determinar si ese monto se ajusta al valor de las acciones en términos financieros. Es posible pues evaluar si el precio de seiscientos cincuenta y dos millones de dólares por el 49% de las acciones, o sea que el pago de trece millones trescientos seis mil balboas por acción es un precio justo aunque en términos empresariales desde el punto de vista estratégico se debe calcular si se trató de una transacción ventajosa a nivel financiero. Según Cable & Wireless el valor del INTEL S.A. es de mil trescientos diez millones de balboas, en cambio para la GTE su valor era de apenas novecientos veintidos millones, cuatrocientos cuarenta y ocho mil, novecientos cincuenta balboas (\$922,448,950).

Es probable que algunas consideraciones de las empresas participantes hayan sido de carácter cualitativo o se basaron en consideraciones internas de las respectivas empresas. Lo cierto es que la valorización de INTEL S.A. por parte de empresas de larga experiencia internacional con una diferencia de casi cuatrocientos millones de dólares o sea una diferencia de casi el 40% llama a la tentación de saber que consideraciones disímiles evaluaron ambas empresas para llegar a conclusiones tan alejadas la una de la otra. Si se poseía la misma información que ha determinado que las propuestas se hayan alejado la una de la otra a un nivel tan considerable.

De hecho no es la primera vez que ocurre un fenómeno como este. En el caso de la privatización de los puertos la empresa ganadora ofreció el doble que la mas cercana competidora.

Es pues probable que las consideraciones cualitativas hayan pesado por encima de las cuantitativas, pero es también posible que el rendimiento esperado que esta internamente ligado a la inversión proyectada hayan

diferido al punto de valorar la disposición de las empresas a invertir en un número de acciones a un precio por encima del cual no se está dispuesto a correr el riesgo que impera en todo proyecto de inversión estratégica.

## **CAPITULO II: ASPECTOS METODOLOGICOS**

### **1. DIMENSIONES DE LAS INVERSIONES ESTRATEGICAS**

#### **a) DIMENSION ESTRATEGICA**

Hemos definido de acuerdo a la teoría financiera, al proyecto de venta del 49% de las acciones de INTEL S.A. como un proyecto estratégico. Pues bien, estos proyectos deben evaluarse desde un punto de vista estratégico a fin de garantizar que se enmarquen en la estrategia general de la empresa.

En este marco INTEL S.A. como empresa hasta ese momento estatal a todas luces era consecuente con la estrategia global del gobierno enmarcado en el Plan Chapman del cual hemos escrito anteriormente en esta investigación.

La revisión del proyecto dentro del contexto general determina que la privatización parcial de la empresa es congruente con el denominado Plan de Modernización de la

Economía y a su vez con el modelo neoliberal del que parte el plan Chapman.

#### **b) DIMENSION FINANCIERA**

La evaluación desde un punto de vista financiero tiene como criterio el asegurarse que los rendimientos financieros serán superiores a sus costos o mejor aun que rendirán beneficios adicionales. En el caso del INTEL S.A. el análisis financiero involucra la cuantificación del valor de las acciones a fin de determinar un precio de venta sobre el cual será conveniente financieramente para la empresa. Siendo INTEL S.A. una empresa rentable que brinda utilidades anuales por encima de los 150 millones anuales, el valor de las acciones deber ser tal que resulte mas atractivo que la recuperación mediante sus utilidades anuales de montos superiores a los proyectados.

#### **c) DIMENSION DEL RIESGO**

Este tipo de inversiones deben evaluarse en función del riesgo que determinan. Para eso se requiere establecer modelos o escenarios posibles a fin de determinar las

opciones con que se cuentan. Los riesgos deben ser identificados, cuantificados y aceptados por la empresa.

#### **d) DIMENSION POLITICO-ECONÓMICA**

Los proyectos considerados estratégicos generalmente reciben una influencia decisiva del entorno político y económico que los rodean. El análisis de la situación política y económica del país y su relación con el proyecto es fundamental. Ningún proyecto estratégico está divorciado de la realidad que lo circunda y en períodos de crisis esta realidad es mucho mas importante de evaluar. La incidencia de la inflación es de importancia primaria en esta dimensión.

## **2. METODOS DE EVALUACION DE PROYECTOS DE INVERSIÓN**

Las finanzas brindan elementos valiosos para determinar la conveniencia de aprobar o no un proyecto. En el caso de los proyectos estratégicos la utilización de éstas herramientas es por decirlo así de carácter obligatorio.

En nuestro estudio utilizaremos la mayor cantidad de herramientas a nuestra disposición a fin de determinar científicamente el valor de las acciones y la viabilidad del proyecto.

Todas las herramientas de evaluación están enfocadas en función del inversionista. Su análisis inverso determinará la rentabilidad para el que vende, en este caso el estado panameño.

Los métodos de evaluación de los proyectos se agrupan en dos:

- Los Métodos aproximados que incluyen el denominado período de recuperación (PR) y la rentabilidad contable o tasa de rendimiento contable
- Los métodos que analizan la inversión desde la perspectiva del valor del dinero en función del tiempo. Estos acuden a los denominados flujos de efectivo. En este grupo tenemos la Tasa Interna de Rendimiento (TIR) y el Valor Actual Neto (VAN).

Es importante alertar que estos análisis cuantitativos al final deben ser sopesados junto con otros elementos cualitativos difíciles de evaluar desde una perspectiva numérica y que muchas veces resultan determinantes para la decisión final. Entre éstos elementos exógenos al análisis financiero se encuentran los requerimientos o presiones extranjeras de organismos internacionales tales como las instituciones financieras de crédito internacional, Organización Mundial de Comercio o países de economías desarrolladas que ejercen influencia sobre países subdesarrollados como el nuestro. Las presiones laborales tales como la fortaleza o beligerancia de un sindicato pueden también ser factores determinantes al momento de decidir la implementación de un proyecto de inversión estratégica.

**a) EL PERÍODO DE RECUPERACION (PR)**

Es el tiempo que toma recuperar la inversión inicial de un proyecto. Si los flujos neto de efectivo generados por un proyecto son similares todos los años entonces el

período de recuperación (PR)=

$$PR=I/R$$

Donde,

I=Inversión Inicial

R=Flujo Neto de Efectivo Anual

Cuando los flujos de efectivo anuales no son similares como en casi todos los proyectos entonces el Período de Recuperación se calcula sumando todos los flujos hasta que su suma sea igual a la inversión inicial.

Generalmente los proyectos poseen flujos netos negativos los primeros años. En este caso deben sumarse los flujos negativos cuando se den y los positivos hasta que los segundos cubran la inversión inicial mas los flujos negativos. El tiempo necesario para cubrir la inversión inicial mas los flujos netos negativos será el Período de Recuperación PR.

Puede decirse que este método mas que la determinación de la rentabilidad del proyecto se interesa por una profunda

política de saneamiento en la liquidez de la empresa. A pesar de lo elemental y de lo poco refinado del método ha sido utilizado por importantes compañías en países desarrollados. No podemos, sin embargo aconsejar la implementación de este método en proyectos estratégicos ya que no es muy preciso. Además le da igual valor a los flujos netos sin tomar en cuenta la variable tiempo. Un flujo neto positivo al quinto año tiene igual valor que uno del mismo monto el primer año.

Otra limitante es que no considera los flujos posteriores al período de Recuperación independientemente del monto del flujo neto en aquellos años. Finalmente no se establece un punto de corte o sea que no se determina la maximización de la rentabilidad del proyecto en función del período de recuperación simplemente se considera que un proyecto es mas beneficioso que otro si el primero posee un período de recuperación menor.

#### **b) RENTABILIDAD CONTABLE**

Conocido como rentabilidad aproximada utiliza una terminología contable y se ajusta precisamente a la

información brindada en los libros contables de la empresa.

La variante mas acabada de este método relaciona la utilidad neta anual promedio con la inversión promedio, esto es con la inversión que en promedio tiene la empresa utilizada como inversión durante la vida económica del proyecto.

La rentabilidad contable se determina con la siguiente ecuación:

$$\text{Rentabilidad Contable (RC)} = U_p / I_p$$

Donde,

$U_p$  = Utilidad Neta promedio Anual

$I_p$  = Inversión promedio

$U_p$  = Suma de Utilidad Neta Según libros/ numero de años

$I_p$  = Suma del Valor Contable de las Inversiones cada año/# de años

Las limitaciones mas evidentes de este método son el utilizar el concepto de utilidades contables y no el de flujo de efectivo. En segundo lugar considera igual una utilidad recibida el primer año que un monto igual recibido

diez años después. No descuenta los ingresos en función del tiempo. Este método acude a la facilidad del cálculo por encima de la precisión. Así un proyecto que reciba utilidades netas del primero al cuarto año por valor de \$1,000 y el quinto año reciba por valor de \$9,000 es considerado igual que uno que reciba utilidades netas desde el primer año hasta el quinto por valor de \$2,000.

#### **c) TASA INTERNA DE RETORNO**

Es un método mucho mas preciso ya que toma en cuenta tanto los montos de los flujos como su ubicación en función del tiempo. La Tasa Interna de Retorno de un proyecto es la tasa de descuento( $r$ ) que hace que el valor actual de los flujos de beneficio positivos sean similares al valor actual de los flujos de inversión negativos. Es pues la tasa que al descontar todos los flujos de un proyecto hace que su sumatoria sea igual a cero. Como tercera definición podemos decir que es la tasa a la cual los flujos de un proyecto determinan que la empresa se encuentre en equilibrio, que no gane ni pierda con la inversión.

Si la inversión se ubica en el período cero, la TIR será el valor de (r) que cumpla con la siguiente ecuación:

$$I_0 = R_1/(1+r) + R_2/(1+r)^2 + R_3/(1+r)^3 + \dots + R_n/(1+r)^n$$

Donde,

$I_0$  = Inversión inicial

$R_1$  a  $R_n$  = Flujos de efectivo futuros por período

#### d) EL VALOR ACTUAL NETO

Se asemeja a la Tasa Interna de Retorno en el sentido de que toma en cuenta los flujos del proyecto en función del tiempo. Su lógica es comparar los flujos de beneficio a valor presente con el valor actualizado de las inversiones y otros egresos en efectivo. Para esto se utiliza como tasa de descuento el rendimiento mínimo aceptable por debajo del cual no debe efectuarse el proyecto. El Valor Actual Neto de un proyecto puede calcularse con la siguiente fórmula.

$$\text{VAN} = I_0 + R_1/(1+k) + R_2/(1+k)^2 + \dots + R_n/(1+k)^n$$

Donde,

$I_0$  = Inversión inicial

$R_1$  a  $R_n$  = Flujos de efectivo por período

$k$  = Rendimiento mínimo aceptable

Si el Valor Actual Neto es positivo el proyecto deberá realizarse, en caso opuesto no debe ser realizado.

Como hemos visto en éstos dos últimos métodos el TIR ubica la tasa de descuento o de interés a cuyo nivel se logra un equilibrio. Por debajo de ésta tasa tendremos un nivel de rentabilidad positiva. En cambio el VAN parte de una tasa de corte con la cual se descontarán los flujos netos de cada período. Si el valor final descontado es positivo entonces el proyecto es beneficios. Aquí depende de lo que el analista considere una tasa mínima deseable de rendimiento. A diferentes tasas de rendimiento diferentes niveles de VAN.

En la medida en que se establezcan tasas de descuento mayores cobran mayor importancia los flujos positivos de los primeros años del proyecto. Asimismo en la medida que esta tasa de descuento se establezcan en un nivel inferior entonces tendrán mayor relevancia aquellos proyectos que disfrutan de flujos netos mayores aunque éstos se distribuyan en períodos mayores de tiempo ya que su descuento influirá menos al momento de sumar los flujos netos actualizados a la fecha de la inversión. Es por esto que el rendimiento mínimo aceptable parta de consideraciones científicas ciertas pues de esto depende la correcta evaluación del proyecto.

### **3. LAS RAZONES FINANCIERAS**

Las razones financieras pueden dividirse en cuatro grupos básicos: De liquidez, de actividad, de endeudamiento y de rentabilidad. El análisis de cada uno de estos grupos podrá ser mas interesantes para el analista de acuerdo a la perspectiva del analista. Por ejemplo un accionista actual

rentabilidad, un acreedor se interesa mas por la liquidez, especialmente la liquidez a corto plazo. En fin el análisis de las razones financieras permiten al analista tener una imagen cierta de la salud de la empresa analizada y son el mejor instrumento para evaluar la situación de la empresa.

#### **a) RAZONES DE LIQUIDEZ**

Incluye el capital neto de trabajo, el índice de solvencia, la razón de prueba rápida o prueba del ácido y la denominada razón de tesorería.

En síntesis las medidas de liquidez indican la capacidad de cumplir las obligaciones a corto plazo a medida que éstas vencen. Es la solvencia de la posición financiera total. Su calculo se basa en las siguientes ecuaciones:

- CAPITAL NETO DE TRABAJO:  $\text{ACTIVO CIRCULANTE} - \text{PASIVOS}$

$\text{CIRCULANTES}$

- INDICE DE SOLVENCIA:  $\text{ACTIVO CIRCULANTE} / \text{PASIVO A CORTO PLAZO}$

- PRUEBA ACIDA:  $\text{ACTIVO CIRCULANTE} - \text{INVENTARIO} / \text{PASIVO A CORTO PLAZO}$
- RAZÓN DE TESORERIA:  $\text{EFECTIVO} / \text{PASIVO CIRCULANTE}$

#### **b) RAZONES DE ACTIVIDAD**

Estas se emplean para medir la velocidad a la que diversas cuentas se conviertan en ventas o en efectivo. Las mas utilizadas se enumeran a continuación:

- ROTACION DE INVENTARIO:  $\text{COSTO DE LO VENDIDO} / \text{INVENTARIO}$
- PERÍODO DE INVENTARIO:  $360 / \text{ROTACION DE INVENTARIO}$
- PERÍODO DE CTAS POR COBRAR:  $C \times C \times 360 / \text{VTS AL CREDITO}$
- PERÍODO DE CTS POR PAGAR:  $C \times P \times 360 / \text{COMPRAS AL CREDITO}$
- ROTACION DE ACTIVOS:  $\text{VENTAS} / \text{ACTIVOS TOTALES}$

#### **c) RAZONES DE ENDEUDAMIENTO**

El endeudamiento de una empresa es el monto de capital ajeno utilizado por la misma para generar utilidades. Es importante que la empresa presente razones de endeudamiento limitadas ya que las obligaciones crediticias son previas a la distribución de utilidades. Las dos razones de

endeudamiento generalmente utilizadas son:

- RAZÓN DE ENDEUDAMIENTO:  $\text{Pasivo Total} / \text{Activo Total}$
- RAZÓN PASIVO/CAPITAL:  $\text{Pasivo Total} / \text{Capital}$

#### **d) RAZONES DE RENTABILIDAD:**

Estas medidas son importantes porque reflejan la relación de las utilidades con respecto a variables tales como margen de utilidad, ventas, activos o capital.

- MARGEN BRUTO:  $\text{VENTAS} - \text{COSTO DE VENTAS} / \text{VENTAS}$
- RENTABILIDAD SOBRE VENTAS:  $\text{UTILIDAD NETA} / \text{VENTAS}$
- RENTABILIDAD SOBRE CAPITAL:  $\text{UTILIDAD NETA} / \text{CAPITAL}$

#### **4. MÉTODOS DE VALUACIÓN DE ACCIONES**

Existen técnicas financieras cuyo objetivo es valorar en cifras las acciones de una empresa. Esta valuación resulta interesante para los tenedores de las acciones tanto como para aquellos que proyectan comprar la totalidad o parte de ellas. Aunque ya hemos dicho que los aspectos

cuantitativos no son únicos, que los elementos cualitativos poseen un peso en la decisión de los posibles compradores de acciones, la valorización cuantitativa es de importancia primaria ya que de aquí se parte para la toma de decisiones.

Es decir, la valorización cualitativa parte de las cifras desde lo cual gira al momento de la toma de decisiones.

#### **a) VALOR CONTABLE**

El valor contable de una acción es su valor en caso de que se liquiden todos los activos a su valor contable menos los compromisos financieros vigentes a la fecha del calculo.

Este monto se divide entre el número de acciones.

Este método simple no toma en cuenta el potencial de la empresa y las posibles utilidades en el futuro.

#### **b) VALOR DE LIQUIDACION**

El valor de liquidación por acción es la suma real que cada propietario de acción espera recibir si se venden la

los tenedores de acciones preferentes, a los acreedores y lo que queda se divide entre las acciones ordinarias.

### **c) MODELO CONCEPTUAL BASICO**

Este modelo parte del concepto de valor presente donde el valor actual de las acciones es el valor presente de todos los beneficios que se esperan. Estos beneficios surgen de un flujo de dividendos que habría de recibir el poseedor de la acción en un lapso infinito. La definición precisa la brinda Lawrence J. Gitman<sup>10</sup>: "El valor de una acción es igual al valor presente de todos los dividendos futuros que se espera proporcionará en un período de tiempo infinito"

Al venderse una acción lo que se intercambia es el pago por los beneficios por encima del precio actual que recibirá el poseedor de la acción. El modelo de valuación se establece en la siguiente fórmula:

---

<sup>10</sup> Gitman (1982).

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K_s)} + \frac{D_2}{(1+K_s)^2} + \frac{D}{(1+K_s)^\infty}$$

donde,

$P_0$  = Valor actual de la acción ordinaria

$D_t (t - 1, \alpha)$  = Dividendo por acción esperado al final del año  $t$

$K_s$  = Tasa de rendimiento requerida sobre la acción ordinaria

Definiendo el rendimiento anual, la ecuación se simplifica y permite manejarse. Este rendimiento puede o bien variar anualmente o bien permanecer constante. El considerar que el rendimiento será igual todos los años hace mas simple el proceso pero es menos preciso y muy poco realista ya que difícilmente una empresa mostrará rendimientos similares anuales. Tan solo considerar crecimiento vegetativo o sea igual al crecimiento poblacional elimina la posibilidad de rendimientos anuales similares.

En cualquier caso de considerar rendimientos similares anuales la ecuación se simplifica a:

$$= D1 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+Ks)^t} = D1 \times (FVVPKSt_{\infty}) = \frac{D1}{Ks}$$

En cambio considerar un crecimiento constante es mas preciso y permite valores mas apegados a una serie real. Si establecemos que los dividendos crecerán a una tasa constante  $g$ , entonces,

$$Po = \frac{Do(1+g)}{(1+Ks)} + \frac{Do(1+g)^2}{(1+Ks)^2} + \dots + \frac{Do(1+g)^{\infty}}{(1+Ks)^{\infty}}$$

$$Po = \frac{D1}{Ks - g}$$

## **CAPITULO III: INTEL S.A. EVOLUCION HISTORICA Y FINANCIERA**

### **1. EVOLUCION HISTORICA**

#### **a) BREVE RESEÑA HISTORICA. NACIONALIZACION DE LA FUERZA Y LUZ**

El INTEL fue creado mediante la Ley 8 de 20 de septiembre de 1973. Previamente había funcionado como una división del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación que tomó la administración de lo que fue la Fuerza y Luz. A principios de la década del 70 el gobierno de Omar Torrijos tomó la decisión de nacionalizar la Fuerza y Luz que hasta ese momento era una transnacional norteamericana.

Pero la historia de la Fuerza y Luz y la incapacidad de los gobiernos nacionales son clara muestra de lo que puede lograr para su beneficio una transnacional monopólica por encima de los intereses del país.

En 1957 el entonces presidente de la república, Ernesto de la Guardia Jr. crea la Comisión Nacional de Energía Eléctrica cuyo propósito real es establecer mecanismos de control sobre la empresa transnacional concesionaria. Se intentaba regular las tarifas de la Fuerza y Luz, por lo que se emite el Decreto Ley 31 de 27 de septiembre de 1958 que justamente intenta lograr este propósito. Inmediatamente la empresa inició toda una serie de tácticas destinadas a frenar la iniciativa. Esta táctica surtió sus efectos y la Ley 31 fue letra muerta hasta que terminó el período del partido gobernante. Una coalición liberal, apoyada por la empresa responsable de los servicios de electricidad y telefonía tomó el poder en 1960 y pospuso para su beneficio, las negociaciones una y otra vez.

Luego del golpe de estado militar de 1968 se reorganiza la Comisión Nacional de Energía Eléctrica que a la postre cumplía mas de diez años sin avanzar un solo paso.

El último mecanismo de chantaje utilizado por la empresa transnacional para doblegar los ánimos de su contraparte panameña fue anunciar la suspensión de su programa de inversiones debido a ...falta de recursos

financieros y suspender los pagos de combustible a sus propios suplidores que amenazaban con suspender a su vez las entregas. Esto llevaría a la paralización total del país por falta de energía eléctrica<sup>11</sup>.

El 31 de mayo de 1972 el gobierno de la época emite el Decreto 109 de 31 de mayo de 1972 que reza:

CONSIDERANDO:

Que la Compañía Panameña de Fuerza y Luz ha cesado su programa de inversiones so pretexto de no contar con los recursos financieros para hacerle frente a dicho programa;

Que con esta paralización de inversiones, tan necesarias en la explotación de empresas de utilidad pública, no solo ha frenado el ritmo de desarrollo del país, sino que además, ha puesto e grave peligro la economía nacional;

---

<sup>11</sup> Castillo (1972).

Que pensando sólo en sus intereses y ventajas económicas frente al Gobierno Revolucionario y con olvido del bienestar social que debe ante todo satisfacer como empresa de utilidad pública que es, la Compañía Panameña de Fuerza y Luz ha suspendido el pago de los combustibles utilizados primordialmente en sus plantas generadoras de energía eléctrica, adeudando en la actualidad a las compañías suministradoras sumas cercanas a dos millones de balboas, a pesar de estar ganando dinero y estar cobrando a los clientes el consumo de dicho combustible;

Que esta actitud negativa de la Compañía Panameña de Fuerza y Luz ha provocado declaraciones de las empresas suministradoras que evidencian peligro inminente de suspensión de las entregas de combustible según consta en los archivos de la Comisión Nacional de Energía Eléctrica, Gas y Teléfono;

Que la mencionada suspensión de suministro de combustible implica un paro inmediato en el sistema eléctrico operado por dicha empresa, de incalculables perjuicios y consecuencias desfavorables para todos los niveles económicos y sociales de la República;

Que ante los hechos enunciados ocurren las circunstancias previstas en el artículo 49 de la constitución nacional, es decir, un interés social urgente que exige medidas rápidas para conjurar el peligro que un paro eléctrico y la paralización de las inversiones representan:

DECRETA

Artículo primero: Ocupar temporalmente la totalidad de los bienes e instalaciones, activos y pasivos, de la Compañía Panameña de Fuerza y Luz, en términos de este decreto.

Artículo segundo: Se ordena al Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE), tomar posesión de la totalidad de los bienes e instalaciones, activos y pasivos de la referida empresa de utilidad pública..."<sup>12</sup>

La empresa había hecho una jugada equivocada en el ajedrez político. Nunca se había dado una nacionalización

---

<sup>12</sup> Decreto # 109 de 31 de mayo de 1972.

en nuestro país, los procesos de nacionalizaciones petroleras se habían iniciado tímidamente en el Medio Oriente. Nunca pensaron los ejecutivos de la Fuerza y Luz que el gobierno militar se atrevería a tomar una decisión que según sus cálculos llevaría a la intervención militar del ejército norteamericano.

Calcularon mal. La euforia torrijista estaba en su pico mas alto, el nacionalismo hervía en la sangre de los panameños y el gobierno norteamericano arrinconado por su propio pueblo que exigía el regreso de las tropas de Viet Nam del Sur no quiso meterse en una nueva aventura en Panamá. El país amaneció al día primero de junio de 1973 con el control de su industria mas estratégica y los ejecutivos norteamericanos de la Compañía Panameña de Fuerza y Luz se retiraron del país con un palmo de narices.

La noche del 31 de mayo, tropas de la Guardia Nacional ocuparon las instalaciones de la hasta ese momento temida Compañía Panameña de Fuerza y Luz, aquella empresa que junto a la Banana Fruit Co. decidía quien gobernaba y quien no gobernaba en nuestro país había perdido la batalla.

**b) EVOLUCION POSTERIOR A SU NACIONALIZACION**

Montados en el oleaje de la época, llena de nacionalizaciones petroleras, el gobierno de aquel entonces resolvió nacionalizar esa empresa estratégica y monopólica.

Posteriormente decide manejar las operaciones telefónicas en una empresa distinta, por lo que se crea el Instituto Nacional de Telecomunicaciones (INTEL), con 1231 empleados y un patrimonio de 17.1 millones de balboas<sup>15</sup>.

Este patrimonio lo conforman los bienes y servicios de la antigua Fuerza y Luz vinculados al área de telefonía, los adquiridos a la empresa INTERCOMSA, la All American Cables and Radio Inc. y posteriormente con la adquisición de las operaciones comerciales de la Marina de Guerra de los Estados Unidos de América.

En 1985 se crea la estación costera Panamá Intelmar Radio que ofrece servicios de radio télex y radio telefonía

---

<sup>15</sup> INTEL (1993)

a la marina nacional e internacional.

Entre 1980 y 1990 se instalaron casi 75,000 nuevos teléfonos<sup>16</sup>, se introdujeron nuevos sistemas de comunicación como el servicio público de transmisión de imágenes, un moderno sistema de fibra óptica, se inició la instalación del nuevo sistema digital y el reemplazo de las centrales electromecánicas por aquellas de tecnología digital.

En 1974 el INTEL pagaba salarios por el orden de los 4.3 millones de balboas, en 1991 pagaba salarios por 36.7 millones de balboas. El número de empleados se elevó de 1,384 en 1974 a 3711 en 1991, con un promedio salarial mensual que se elevó de 238 balboas en 1974 a 824 balboas en 1991.<sup>17</sup>

## **2. EVOLUCION FINANCIERA**

El capital neto de la empresa al momento de ser nacionalizada en 1973 se elevaba a tan solo diez y siete

---

<sup>16</sup> INTEL (sup. cit.).

<sup>17</sup> INTEL (sup. cit.).

millones de balboas. Esta cifra se desglosaba en activos por el orden de los cuarenta y seis millones doscientos mil balboas y pasivos por veintinueve millones de balboas (ver cuadro I y Fig 1).

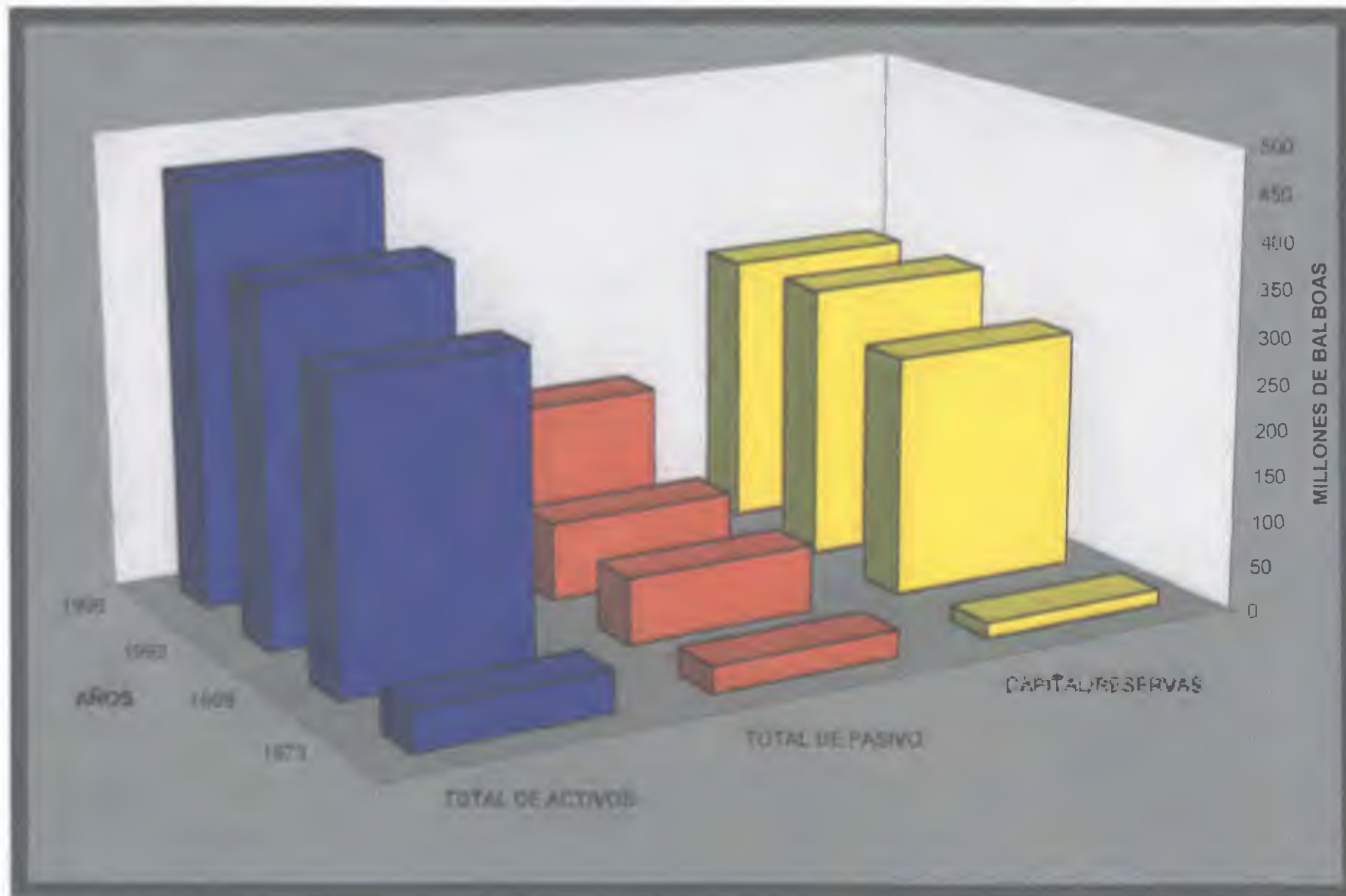
En 1996, a punto de su privatización, el INTEL S.A. disfrutaba de activos por cuatrocientos sesenta y tres millones de balboas y pasivos por ciento sesenta y cinco millones. Su capital se elevaba a doscientos noventa y ocho millones de balboas. Esto significa que la empresa creció casi 18 veces desde que salió de las manos de los ejecutivos norteamericanos con mentalidad de prócónsules. Es arriesgado afirmar que de no ser nacionalizada la Fuerza y Luz no hubiera dejado de ser una empresa arcaica limitada a exprimir mediante altas tarifas los bolsillos de la república bananera, lo cierto es que a pesar de las crisis políticas, los golpes de estado, los levantamientos populares y demás movimientos muy normales en un país subdesarrollado como el nuestro, la empresa INTEL logró convertirse en una gran empresa estatal.

**CUADRO I**  
**INTEL S.A.**  
**BALANCE DE SITUACION**  
**AÑOS 1973,1989,1993,1996**

<b>ACTIVOS</b>	<b>1996</b>	<b>1993</b>	<b>1989</b>	<b>1973</b>
ACTIVO CIRCULANTE	186	208	169	9
ACTIVO FIJO	277	173	160	36
OTRAS PROPIEDADES		5	0	0
DIFERIDOS		1	6	1
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>463</b>	<b>387</b>	<b>335</b>	<b>46</b>
<b>PASIVOS</b>				
LARGO PLAZO	36	7	21	21
CIRCULANTE	129	57	39	6
DIFERIDOS		2	3	0
RESERVAS ESPECIALES		20	10	2
<b>TOTAL DE PASIVOS</b>	<b>165</b>	<b>86</b>	<b>73</b>	<b>29</b>
<b>CAPITAL</b>				
INICIAL	17	17	17	17
CAPITAL ADICIONAL		4	1	
UTILIDADES RETENIDAS		280	244	
CAPITAL/RESERVAS	298	301	262	17
<b>TOTAL PASIVO/CAPITAL</b>	<b>463</b>	<b>387</b>	<b>335</b>	<b>46</b>

Fuente: INTEL S.A.

FIGURA 1  
 INTEL S.A.  
 BALANCE GENERAL  
 AÑOS 1973, 1989, 1993, 1996



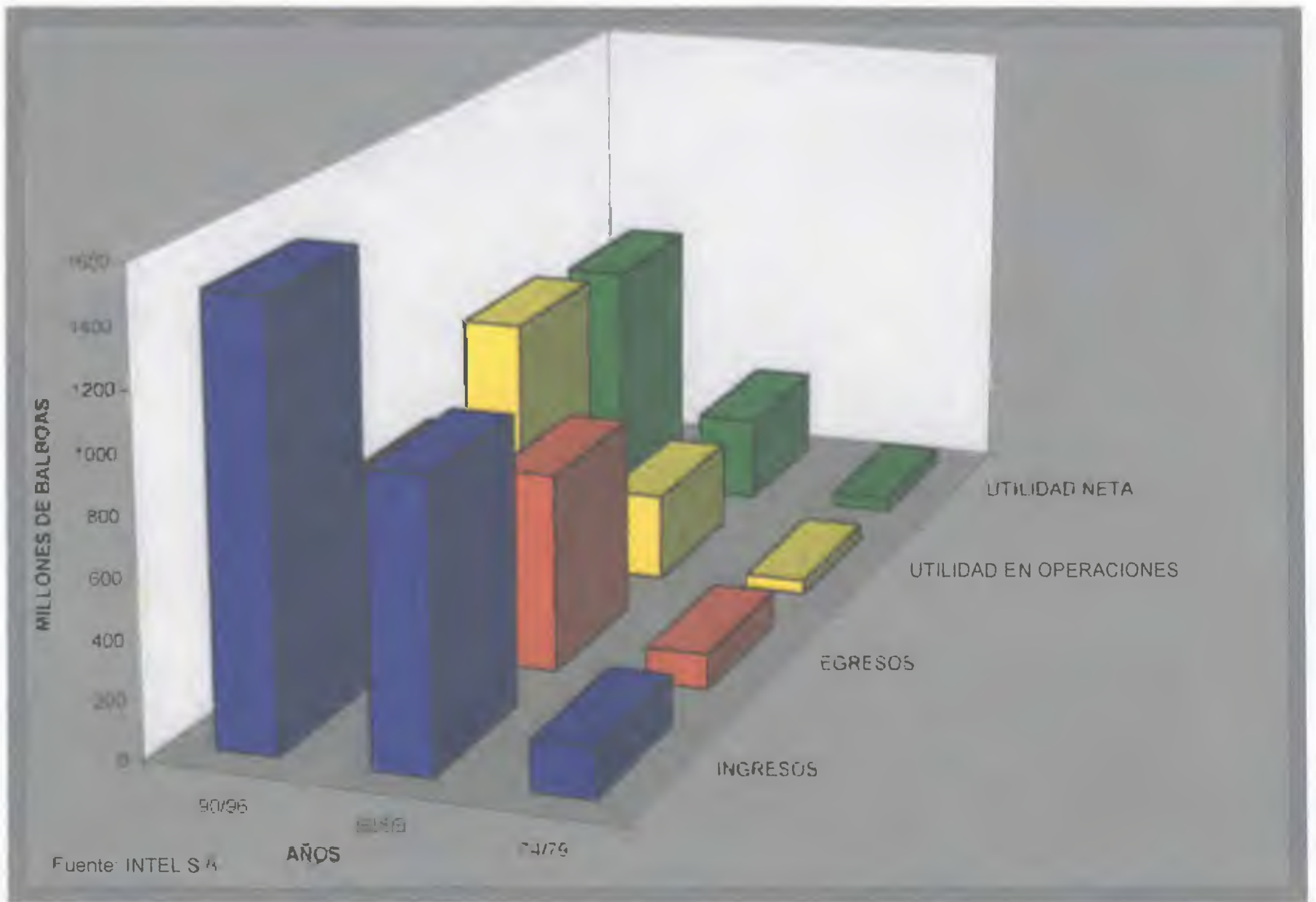
En cuanto al Estado de Resultados, INTEL S.A. ha reportado utilidades por mil doscientos treinta millones de balboas en los últimos 22 años(ver cuadro II). De esto ha aportado mas de seiscientos cincuenta millones al estado.

Entre 1973 y 1989 (ver cuadro I) los activos de la empresa habían aumentado en doscientos ochenta y nueve millones de balboas mientras sus pasivos habían aumentado en tan solo cuarenta y cinco millones. Para 1993 los activos habían aumentado en cincuenta y dos millones adicionales y los pasivos en solo doce millones de balboas.

A finales de 1996 los activos de lo que ahora se denominaba INTEL S.A. habían logrado elevarse a cuatrocientos sesenta y tres millones de balboas y sus pasivos a ciento sesenta y cinco millones.

Al evaluar el comportamiento financiero durante el período analizado (ver cuadro III) vemos que la empresa presentó una razón circulante de 1.5 durante 1973 que se elevo notablemente en 1989 y 1993 para descender en 1996 a 1.4. En ninguno de los casos este índice puede considerarse

FIGURA 2  
 INTEL S.A.  
 ESTADO DE RESULTADOS  
 74/79, 80/89, 90/96



**CUADRO II**  
**INTEL S.A. ESTADO DE RESULTADOS**  
**EN MILLONES DE BALBOAS**

	<b>90/96</b>	<b>80/89</b>	<b>74/79</b>	<b>TOTAL</b>
<b>INGRESOS</b>	1489	979	169	2636
<b>EGRESOS</b>	609	678	121	1407
<b>UTILIDAD EN OPERACIONES</b>	880	301	48	1229
<b>UTILIDAD NETA</b>	829	301	48	1178

Fuente: INTEL S.A.

bajo. Durante la década del 80 y principios de los noventas se elevó la razón circulante producto de que la empresa no logró apalancarse, por razón de la crisis política del período.

Una vez superada esta situación durante los años 1994, 1995 y 1996 el INTEL recibió crédito por lo que al elevarse los pasivos se contrajo la razón circulante. Según Lawrence J. Gitman<sup>18</sup> un índice o razón circulante de 1.0 es considerada aceptable para una empresa de servicios como el INTEL aunque baja para una industria manufacturera.

Similar situación presenta el capital neto de trabajo que evidenció una fluctuación de 3.2 millones de dólares en 1973 se elevó a ciento treinta millones en 1989 y a ciento cincuenta y un millones doscientos mil balboas en 1993 para luego disminuir a cincuenta y siete millones, seiscientos mil balboas en 1996 debido al aumento en los pasivos circulantes. En cualquier caso el poco apalancamiento del período 1989-1993 se debe a la contracción del crédito y el aumento en 1996 es producto de la adquisición de nuevos créditos que elevaron el apalancamiento de la empresa aunque

---

<sup>18</sup>Gitman (1986).

**CUADRO III  
INTEL S.A.  
RAZONES FINANCIERAS**

**RAZONES DE LIQUIDEZ**

	<b>1996</b>	<b>1993</b>	<b>1989</b>	<b>1973</b>
RAZON CIRCULANTE	1.4	3.7	4.3	1.5
CAPITAL NETO DE TRABAJO	57.6	151.2	130	3.2
FONDO DE MANIOBRA	0.1	0.4	0.4	0.1

**RAZONES DE ACTIVIDAD**

	<b>90/94</b>	<b>80/89</b>	<b>74/79</b>	
ROTACION DE ACTIVOS		0.6	0.5	0.1

**RAZONES DE ENDEUDAMIENTO**

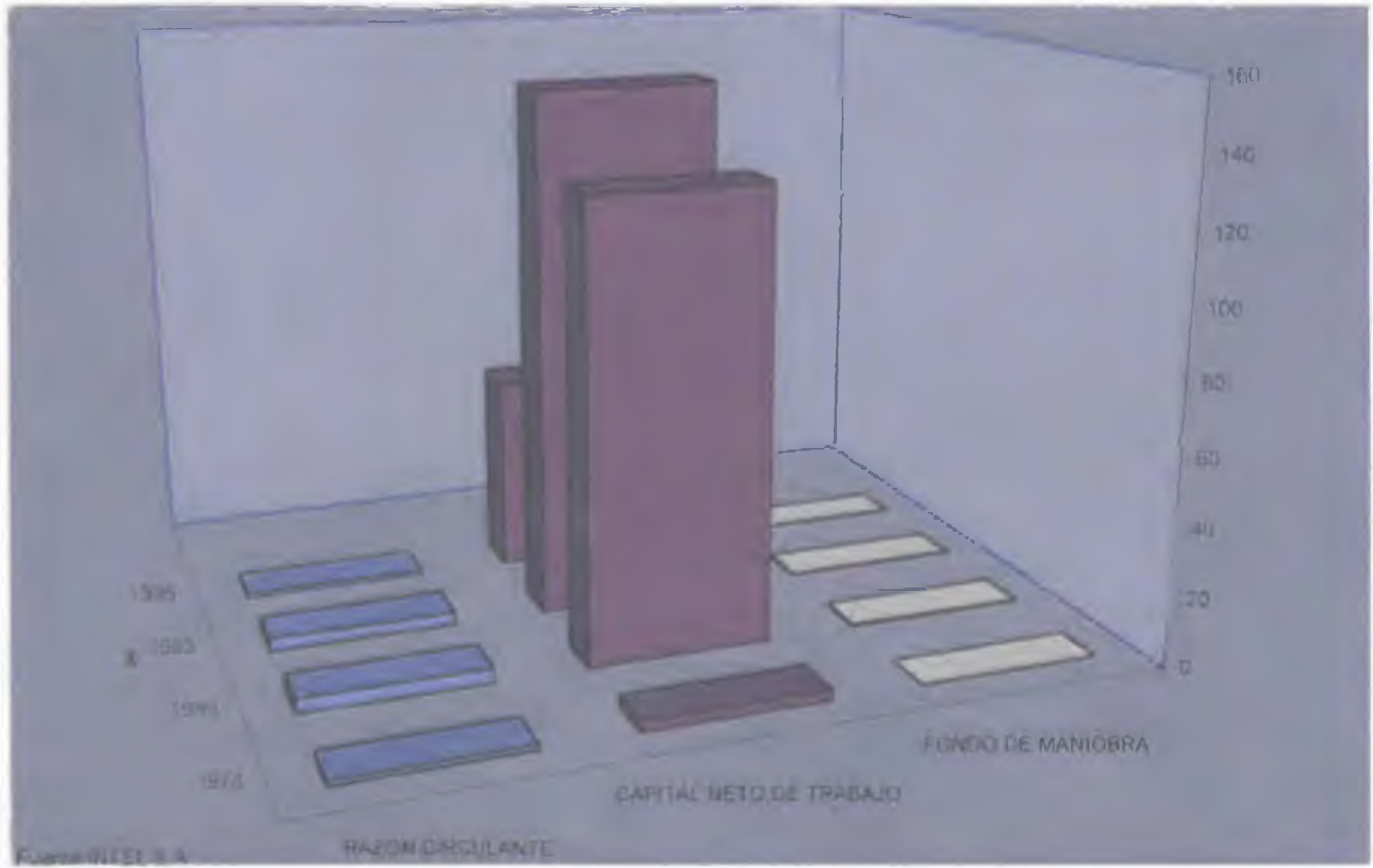
	<b>1996</b>	<b>1993</b>	<b>1989</b>	<b>1973</b>
RAZON DE ENDEUDAMIENTO	36%	22%	22%	63%
RAZON PASIVO/CAPITAL	12%	2%	8%	125%

**RAZONES DE RENTABILIDAD**

	<b>90/94</b>	<b>80/89</b>	<b>74/79</b>	
MARGEN BRUTO		59.1%	30.7%	28.5%
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS		59.1%	30.7%	28.5%
RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS		6.8%	1.9%	0.5%
RENTABILIDA SOBRE CAPITAL		10.5%	2.7%	1.2%

Fuente: INTEL S.A.

FIGURA 3  
INTEL S.A.  
RAZONES DE LIQUIDEZ  
1973, 1989, 1993, 1996



Fuente: INTEL S.A.

RAZON CIRCULANTE

CAPITAL NETO DE TRABAJO

FONDO DE MANIOBRA

sus niveles permanecieron saludables.

El fondo de maniobra muestra similar tendencia debido a los mismos factores antes enunciados. El denominado fondo de maniobra del INTEL inició en 0.1% durante el período en análisis, luego se elevó a 0.4% durante 1989 y 1993 para bajar nuevamente a 0.1% o sea mas alto que en 1973 pero inferior al período inmediatamente posterior debido a los factores ya enumerados.

La actividad de la empresa se mide en la rotación de los activos que, según hemos enunciado previamente, mide las ventas en función de los activos totales. Esto sirve para calcular la eficiencia con que la empresa utiliza su capacidad instalada para generar ingresos. Este índice es útil como medida de comparación entre períodos de la misma empresa o comparativamente dentro de la misma rama industrial. Siendo que el servicio telefónico es un monopolio en nuestro país, este indicador puede servirnos comparando períodos de la empresa. Así, según el mismo cuadro III durante el período 1974-1979 la rotación de activos fue de 0.1 veces, durante el período 1980-1989 se elevó significativamente a 0.5 veces y en el tercer período,

de 1990 a 1994 se elevó aun mas a 0.6 veces. Esto demuestra que la empresa elevó su eficiencia en cada período.

Al respecto del endeudamiento de la empresa, las cifras contenidas en el cuadro III muestran que en 1973 el 63% de sus activos fueron aportados por acreedores de la compañía.

En este caso se puede decir que la mayor parte de la empresa (casi un tercio) era indirectamente propiedad de terceras personas ajenas al negocio y que han aportado capital para la generación de utilidades. Durante el año 1989 y 1993 la empresa redujo sus compromisos de apalancamiento a apenas el 22% y luego por razones antes enunciadas se elevó en 1996 a 36% lo cual es aceptable. Actualmente, según esta razón, la empresa ha financiado alrededor de un tercio de sus ganancias con aportes de entidades financieras.

Por otro lado la denominada razón pasivo/capital enfatiza sobre el pasivo a largo plazo pues considera que las deudas a corto plazo son el resultado de la operación normal de la compañía y no son un compromiso a largo plazo en cancelación de cargos fijos.

FIGURA 4  
INTEL S.A.  
ROTACION DE ACTIVOS  
90/94, 80/89, 74/79

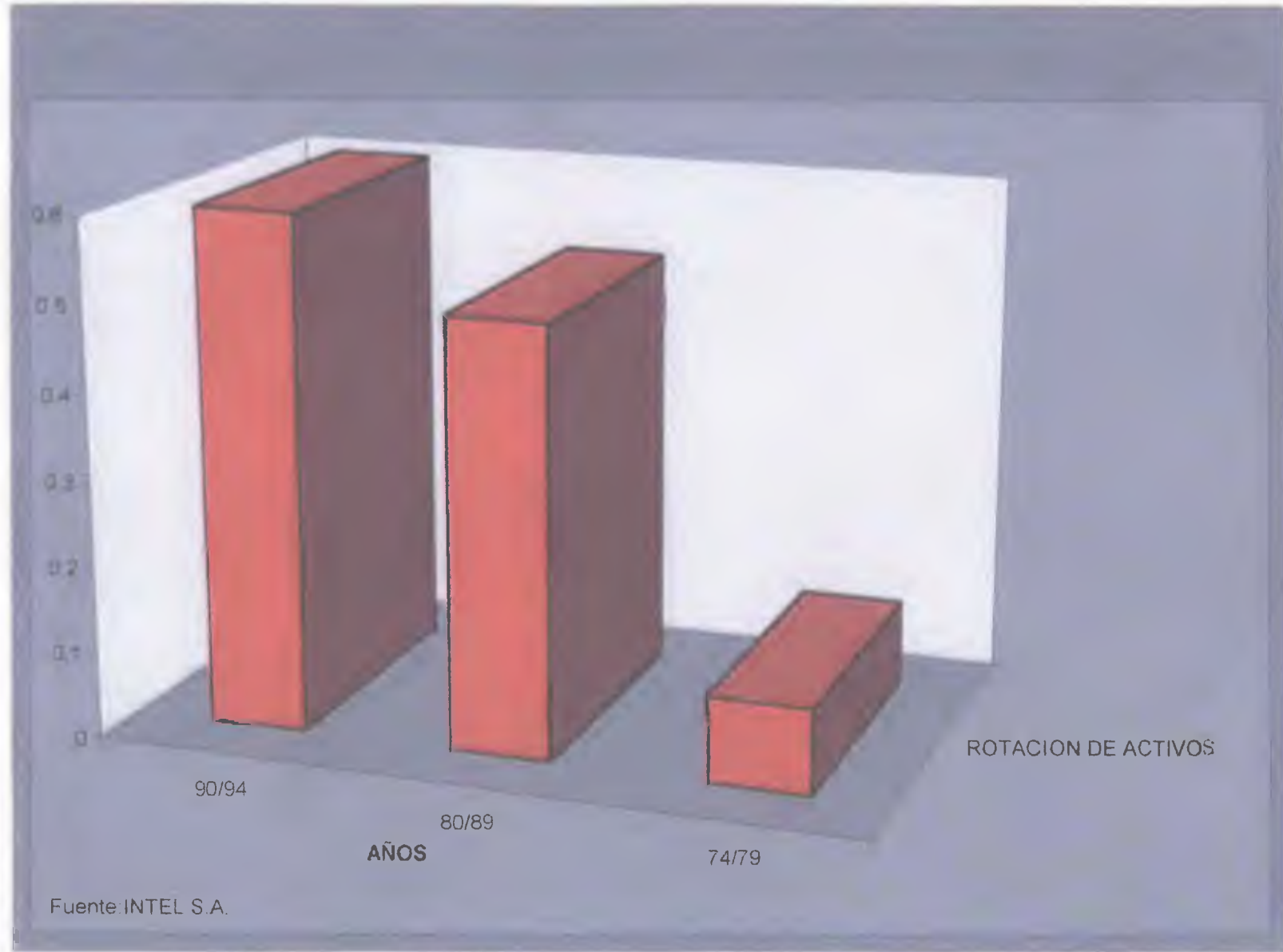


FIGURA 5  
INTEL S A  
RAZONES DE ENDEUDAMIENTO  
1973/1989/1993/1996

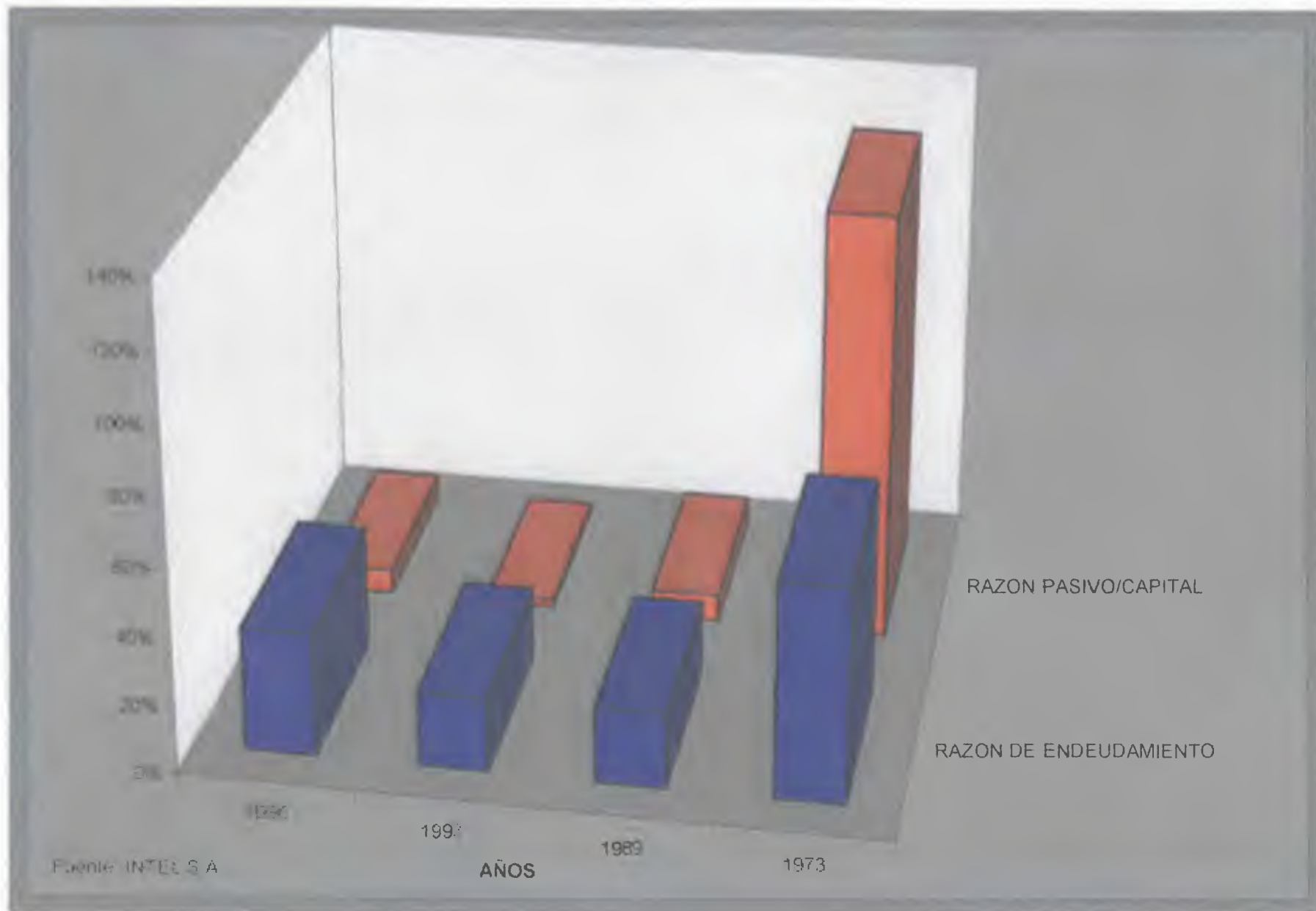
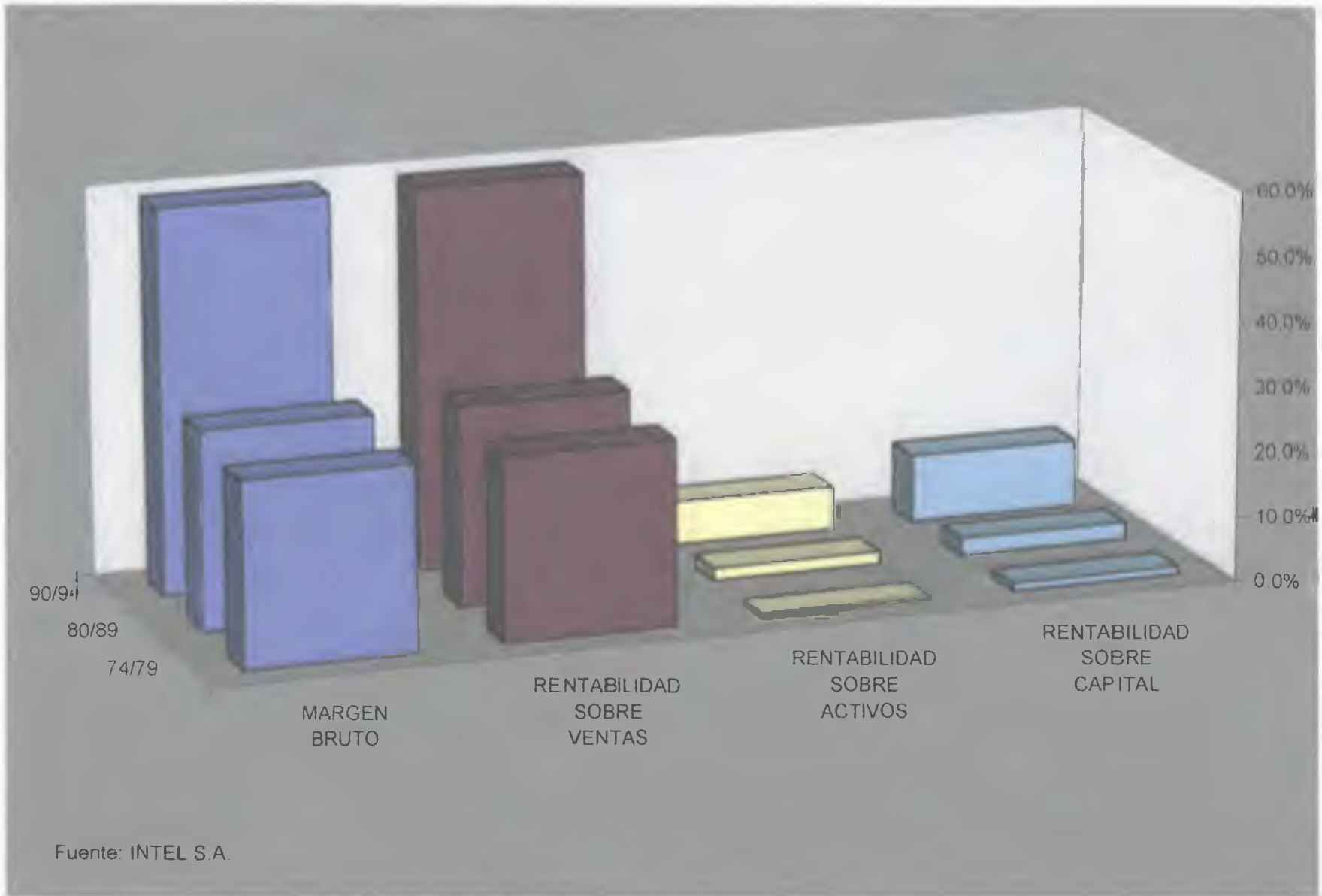


FIGURA 6  
INTEL S.A.  
RAZONES DE RENTABILIDAD



Fuente: INTEL S.A.

De acuerdo al cuadro III la razón pasivo capital se encontraba a un altísimo 125% resultado de un mayor nivel de compromisos financieros que el capital social de la empresa.

Si volvemos al cuadro I que presenta el balance general de la empresa vemos que en 1973 el capital social de la empresa era de apenas 17 millones de balboas mientras su pasivo a largo plazo se elevaba a 21 millones de balboas. Esta era una situación crítica para la empresa en aquellos momentos. Sin embargo en 1989 la razón pasivo/capital se había reducido a apenas un 8%, en 1993 se contrajo aun mas a un 2% y en 1996 se elevó a un 12% que es muy saludable pues demuestra un nivel de apalancamiento bajo en función del capital con social con que cuenta la empresa.

La rentabilidad del INTEL durante este mismo período podemos observarla en el cuadro III nuevamente.

El margen bruto, que mide la utilidad operativa en función de las ventas, muestra que en el período 1974-1979 el margen era de 29%; durante el período 1980-1989 se elevó a un 31% y durante el período 1990-1996 aumentó aun mas al 59%. Este indicador muestra que la empresa elevó su

eficiencia año a año ya que el costo de las ventas con respecto a los ingresos se redujo paulatinamente.

La rentabilidad sobre las ventas tuvo una evolución similar que el anterior indicador con un proceso que pasó de 29% durante el período 1974-1979 a 31% durante 1980-1989 y luego a 59% en el último período 1974-1996. La similitud en estos dos indicadores tiene que ver con que al ser una empresa estatal la utilidad neta es igual a la utilidad antes de impuesto salvo en los años 1995 y 1996 que al convertirse en INTEL S.A. pagó impuestos por 4.82 millones de dólares y 46.36 millones de dólares respectivamente.

La rentabilidad sobre los activos evalúa la capacidad de la empresa de generar utilidades con los activos disponibles. En el caso en estudio la rentabilidad sobre los activos se elevó de un 0.5% en el primer período a un 1.9% en el segundo a finalmente un excelente 6.9% en el período final.

La rentabilidad sobre el capital evalúa el rendimiento obtenido por los inversionistas, en este caso el Estado panameño, para lo cual divide la utilidad después de

impuesto entre el capital. Para efectos prácticos, mientras el INTEL o el INTEL S.A. fue propiedad del estado panameño la utilidad en operaciones era igual a la utilidad después de impuesto ya que ambos iban a las arcas del estado sin embargo en la medida que evaluamos el comportamiento del INTEL como empresa al margen de la propiedad de sus acciones tomaremos los impuestos sobre la renta pagados como erogaciones que diferencian ambas utilidades. En el caso de la rentabilidad del capital el período 1974-1979 mostró un índice de apenas un 1.2%, el segundo período 1980-1989 presentó una rentabilidad sobre el capital de 2.7% y finalmente el período 1990-1996 observó una rentabilidad de 10.5% lo cual también es muy significativo.

En general podemos afirmar que la evolución financiera del INTEL S.A. ha tenido un comportamiento tremendamente positivo durante el período en estudio. Mas adelante analizaremos la situación actual del INTEL en función de los últimos años de operación de la empresa.

### **3. CONSIDERACIONES EN TORNO A LA PRIVATIZACION DEL INTEL S.A.**

El Licenciado Damián Castillo quien fue Contralor General de la República dice de la privatización del INTEL lo siguiente:

"...Después de levantar la empresa de telecomunicaciones al sitial que se encuentra, como ejemplo de empresa latinoamericana puntera, no hay justificación financiera y menos moral para traspasarla. En 1972 se encontró una empresa transnacional Compañía Panameña de Fuerza y Luz, con plantas obsoletas, porque no habían hecho las inversiones necesarias para su modernización, tuvo que nacionalizarse para modernizarse; con los recursos del usuario panameño, con los préstamos obtenidos pagados con intereses agiotistas y con los trabajadores del INTEL, se levantó la empresa para ahora entregar esos recursos; no le veo ninguna justificación"<sup>19</sup>

---

<sup>19</sup> Castillo (op. cit.).

El economista y catedrático universitario José Eulogio Torres Abrego sobre la privatización del INTEL manifiesta lo siguiente: De este modo, el esfuerzo de veinte años por transformar el INTEL en un ejemplo de empresa latinoamericana en materia de telecomunicaciones y la ingrata y desagradable experiencia de la Compañía de Fuerza y Luz, quedarían tirados por la borda."<sup>20</sup>

Durante el año previo al proceso electoral y en los meses antes de la elección presidencial de 1994, el Centro de Estudios Latinoamericanos (CELA) Justo Arosemena desarrolló con los auspicios de las Comunidades Europeas un conjunto de investigaciones alrededor del proceso electoral.

Entre las áreas de investigación se ejecutaron un número plural de encuestas en hogares dentro de las cuales se consultó sobre la conveniencia o no de privatizar las empresas estatales. La respuesta del 80% de los varones y el 78% de las mujeres encuestadas fue en contra de la privatización<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> Torres (op. cit.).

<sup>21</sup> Centro de Estudios Latinoamericanos (CELA). Encuesta, febrero de 1994.

Similares características observó la encuesta patrocinada por el diario La Prensa y desarrollada por la firma consultora Dichter y Neira. Sobre el tema, en la última encuesta verificada el 25 de octubre de 1992, solo el 13.4% opinó a favor de la privatización de las empresas estatales. El 69% de los entrevistados se mostraron contrarios a la privatización del IRHE y el INTEL y el 70% afirmó estar en contra de que el IDAAN sea privatizado<sup>22</sup>.

De estos datos se desprende que la privatización del INTEL no fue un proyecto respaldado por el sentir de la población panameña. Por el contrario es una iniciativa que opera en contra de la opinión de amplios sectores de la comunidad panameña.

Lo que determina que el gobierno dirigido por Guillermo Endara procurara (y fracasara en el intento) privatizar el INTEL y que luego el mismo proyecto con modificaciones fuera sustentado por el nuevo gobierno del PRD no es otra cosa que las presiones de las instituciones financieras internacionales y los gobiernos de los estados mas

---

<sup>22</sup> Dichter y Neira (1994).

poderosos, con su arrasante modelo neo liberal.

A diferencia del gobierno de Guillermo Endara Galimani, el gobierno de Ernesto Pérez Balladares optó por mecanismos mas hábiles para imponer la privatización. Endara y en particular su Ministro de Planificación Guillermo Ford, utilizaron mecanismos de enfrentamiento directo con los opositores al proyecto, en especial los dirigentes sindicales quienes maniobraron para evitar que el proyecto pasara el primer debate en la Asamblea Legislativa.

En cambio el gobierno de Ernesto Pérez Balladares ubicó a los dirigentes en oficinas refrigeradas, les otorgó el título de asesores con el salario correspondiente y logró aprobar con el apoyo de éstos la Ley de privatización que ya se ha ejecutado. Hoy, el antiguo Instituto Nacional de Telecomunicaciones INTEL, se denomina INTEL S.A. y 49% de sus acciones están en poder de la Cable & Wireless quien además opera mediante concesión la empresa.

La poca popularidad que tenía la privatización de las empresas estatales, entre ellas el INTEL determinó que tanto el gobierno presidido por Guillermo Endara como el de

Ernesto Pérez Balladares se negaran en un principio a hacer públicas sus intenciones.

En efecto, la Estrategia Nacional para el Desarrollo y Modernización de la Economía, mejor conocida como Plan Ford menciona cinco criterios para la privatización:

1. La empresas no rentables
2. Las actividades no estratégicas
3. Actividades que se están desarrollando en forma ineficiente
4. Posibilidad de privatización parcial
5. Actividades que podrían ser manejadas como patronatos.

Evidente el INTEL no cumple con ninguno de los criterios enumerados por tanto mal se podría decir que dentro del plan Ford se establecía la futura privatización del INTEL.

Para quienes insisten en la duda el mismo plan es explícito:

"Las empresas estatales de utilidad pública como el Instituto Nacional de Telecomunicaciones (INTEL), la

Autoridad Portuaria Nacional (APN) y el Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación (IRHE) no forman parte de las empresas con potencial de ser vendidas<sup>23</sup>.

Posteriormente este documento es reemplazado por el denominado "Programa de Desarrollo y Modernización de la Economía, que modifica los criterios y hace eje sobre la privatización de las empresas estatales al margen de su eficiencia o ineficiencia. Privó en estos momentos el criterio planteado públicamente por el entonces Contralor General de la República, "Chinchorro" Carles de vender el INTEL para pagar la deuda externa. Sin embargo ya no contaba con el apoyo de la Democracia Cristiana, mayoritaria en la Asamblea Legislativa, previamente expulsada del gobierno que sabotó cualquier esfuerzo privatizador del gobierno de Guillermo Endara y sus Ministros liberales.

---

<sup>23</sup> Ministerio de Planificación y Política Económica (1990).

## **CAPITULO IV: ANALISIS FINANCIERO ACTUAL DE INTEL S.A.**

### **A. ESTADO DE RESULTADOS**

En los últimos tres años INTEL S.A. ha mostrado utilidades brutas por 440 millones de balboas y utilidades netas por 388 millones de balboas. El cuadro IV y la fig. 7 muestran los Estados de Resultados de la empresa durante el período comprendido entre 1994 y 1996.

Cabe recordar que en febrero de 1995 se aprueba la Ley #5 de 9 de febrero de 1995 por la cual se reestructura el Instituto Nacional de Comunicaciones. En el artículo 33 de la citada Ley se establece lo siguiente <sup>22</sup>"Mientras el Estado mantenga el ciento por ciento (100%) de las acciones del INTEL S.A., se aplicará el artículo 74 del Código Fiscal. El INTEL S.A., se regirá por las normas de derecho privado, luego que el sector privado adquiera acciones de esta empresa".

---

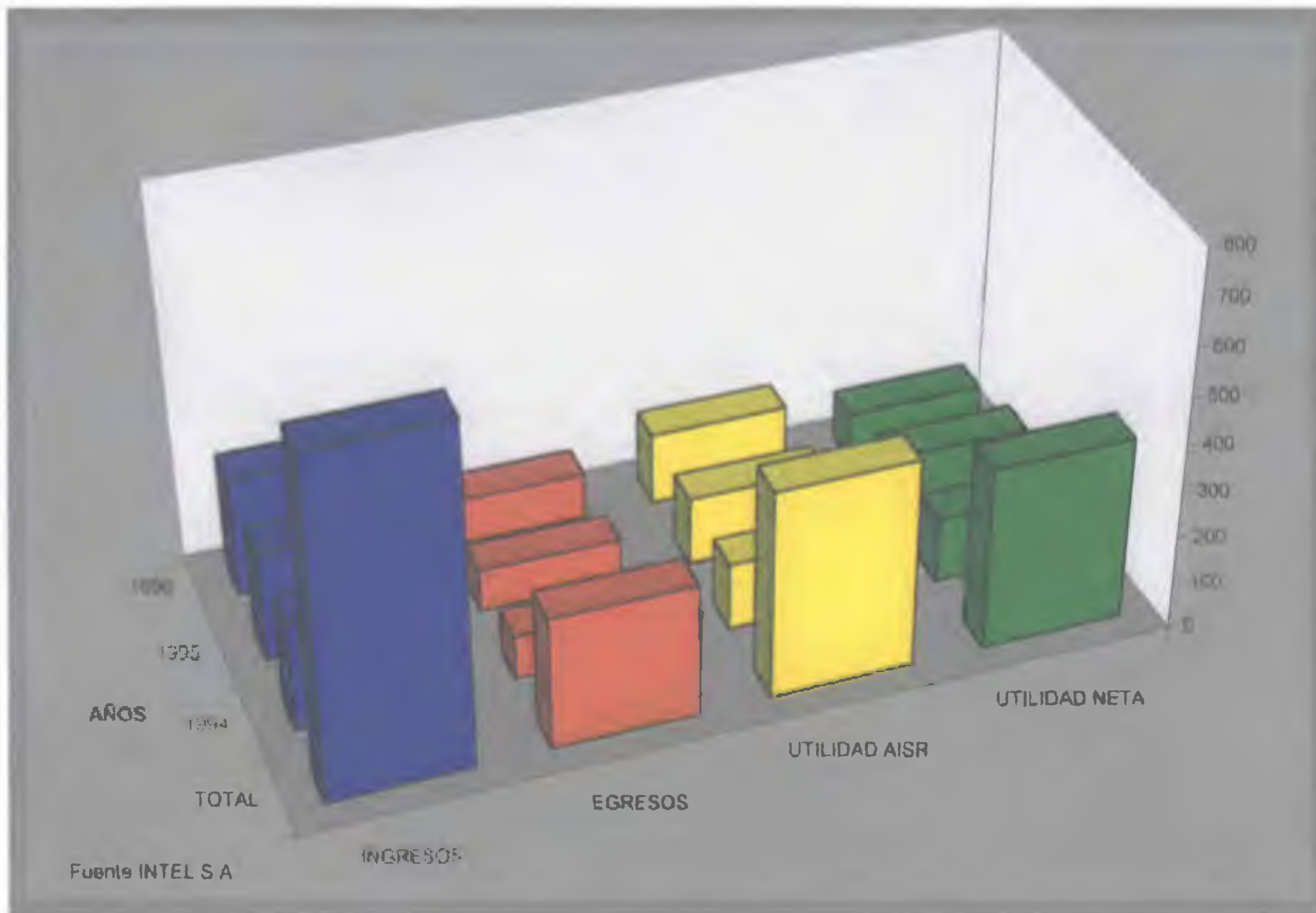
<sup>22</sup> Gaceta Oficial N.22.724 (1995).

**CUADRO IV**  
**INTEL S.A.**  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
**EN MILLONES DE BALBOAS**

	<b>1996</b>	<b>1995</b>	<b>1994</b>	<b>TOTAL</b>
<b>INGRESOS</b>	253	236	232	721
<b>EGRESOS</b>	100	90	91	281
<b>UTILIDAD AISR</b>	153	146	141	440
<b>UTILIDAD NETA</b>	106	141	141	388

Fuente: INTEL S.A.

FIGURA 7  
 INTEL S.A.  
 ESTADO DE RESULTADOS  
 1994-1996



Por tanto, a partir de 1995 la utilidad bruta de la empresa difiere de la utilidad neta por un monto igual al impuesto sobre la renta que transfiere al fisco.

En cualquier caso la utilidad durante los últimos tres años se elevó a un promedio de alrededor del 5% que no es significativa aunque la rentabilidad se mantuvo muy alta. Sobre esto último escribiremos más adelante al analizar las razones financieras.

## **B. BALANCE DE SITUACION**

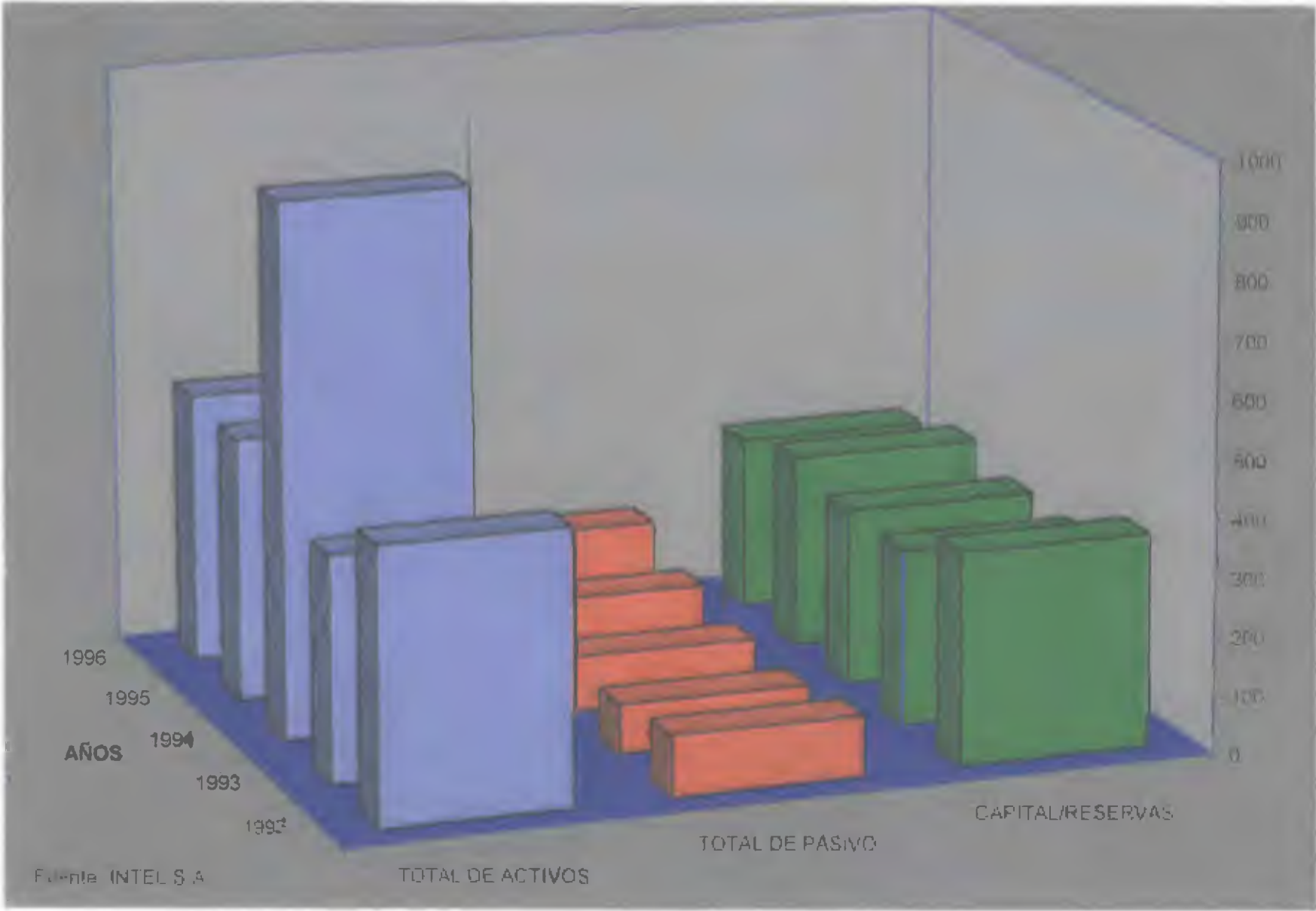
El cuadro V y la fig. 8 muestra el Balance de Situación de INTEL S.A. en los últimos cinco años de operación. En este cuadro se muestra que no ha existido una variación significativa en el valor de los activos de la empresa. Sin embargo si se muestra una reducción relativa del activo circulante en los últimos tres años y un aumento importante de los pasivos a largo plazo. Este aumento en los pasivos a largo plazo no es tan significativo para efectos del total de los pasivos de la empresa.

**CUADRO V**  
**INTEL S.A.**  
**BALANCE DE SITUACION**  
**AÑOS 1992-1996**

<b>ACTIVOS</b>	<b>1996</b>	<b>1995</b>	<b>1994</b>	<b>1993</b>	<b>1992</b>
ACTIVO CIRCULANTE	186	211	198	208	295
ACTIVO FIJO	255	221	185	173	172
OTRAS PROPIEDADES DIFERIDOS	2	2	1	5	4
	20	18	15	1	1
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>463</b>	<b>452</b>	<b>399</b>	<b>387</b>	<b>472</b>
<b>PASIVOS</b>					
LARGO PLAZO	22	2	4	7	10
CIRCULANTE	128	104	77	57	76
DIFERIDOS	15	14	14	22	20
<b>TOTAL DE PASIVO</b>	<b>165</b>	<b>120</b>	<b>95</b>	<b>86</b>	<b>106</b>
<b>CAPITAL</b>					
INICIAL	316	316	17	17	17
CAPITAL ADICIONAL	7	5	5	4	
UTILIDADES RETENIDAS	-24	10	283	280	
CAPITAL/RESERVAS	298	331	304	301	366
<b>TOTAL PASIVO/CAPITAL</b>	<b>463</b>	<b>451</b>	<b>399</b>	<b>387</b>	<b>472</b>

Fuente: INTEL S.A.

FIGURA 8  
INTEL S.A.  
BALANCE GENERAL  
1992-1996



En el año 1995 se reestructura el Estado de Situación en la medida que surge INTEL S.A. como empresa de acciones por lo cual el capital inicial de la empresa se establece en 316 millones de balboas diferente a los 17 millones que como capital inicial poseía el INTEL al ser nacionalizada por el Estado en 1973.

### **C. RAZONES FINANCIERAS**

El cuadro VI sintetiza las razones financieras en donde se calcula cada una de las actividades financieras de la empresa.

#### **1. RAZONES DE LIQUIDEZ**

INTEL S.A. mostró en los últimos cinco años una razón circulante que en su mejor momento se elevó a 3.9 lo que significa que en esos momentos casi por cada dólar que se había comprometido a corto plazo la empresa tenía cuatro balboas para cumplir con ese compromiso. Esto se explica por el hecho que en 1992 había terminado la crisis política

**CUADRO VI  
INTEL S.A.  
RAZONES FINANCIERAS**

**RAZONES DE LIQUIDEZ**

	<b>1996</b>	<b>1995</b>	<b>1994</b>	<b>1993</b>	<b>1992</b>
RAZON CIRCULANTE	1.4	2	2.6	3.6	3.9
CAPITAL NETO DE TRABAJO	57.7	106.8	121.3	151	219
FONDO DE MANIOBRA	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5

**RAZONES DE ACTIVIDAD**

	<b>1996</b>	<b>1995</b>	<b>1994</b>
ROTACION DE ACTIVOS	0.5	0.5	0.6

**RAZONES DE ENDEUDAMIENTO**

	<b>1996</b>	<b>1995</b>	<b>1994</b>	<b>1993</b>	<b>1992</b>
RAZON DE ENDEUDAMIENTO	36%	27%	24%	22%	22%
RAZON PASIVO/CAPITAL	7%	1%	1%	2%	3%

**RAZONES DE RENTABILIDAD**

	<b>1996</b>	<b>1995</b>	<b>1994</b>
MARGEN BRUTO	60.4%	61.8%	60.9%
RENTABILIDAD SOBRE VENTAS	42.1%	59.7%	60.9%
RENTABILIDAD SOBRE ACTIVOS	23.0%	31.3%	35.4%
RENTABILIDAD SOBRE CAPITAL	35.6%	42.6%	46.4%

Fuente: INTEL S.A.

en el país y aunque la empresa de comunicaciones se recuperaba del relativo estancamiento del decenio anterior aun no estaban dadas las condiciones para contraer nuevos compromisos financieros por lo que se elevaron los pasivos corrientes no así los compromisos financieros a largo plazo. Recordemos que los pasivos a corto plazo en gran parte se engrosan con los créditos a largo plazo ya que una parcela de los mismos son su porción corriente.

El capital neto de trabajo, que se calcula restando del activo circulante los pasivos a corto plazo, inició el quinquenio con un valor de doscientos diez y nueve millones para irse reduciendo paulatinamente por las mismas razones expuestas en el párrafo anterior hasta llegar a 57.7 millones en 1996.

El Fondo de Maniobra mostró igualmente una reducción paulatina pero marcada pues se redujo de 0.5 en 1992 a 0.1 en 1996. Las razones son idénticas.

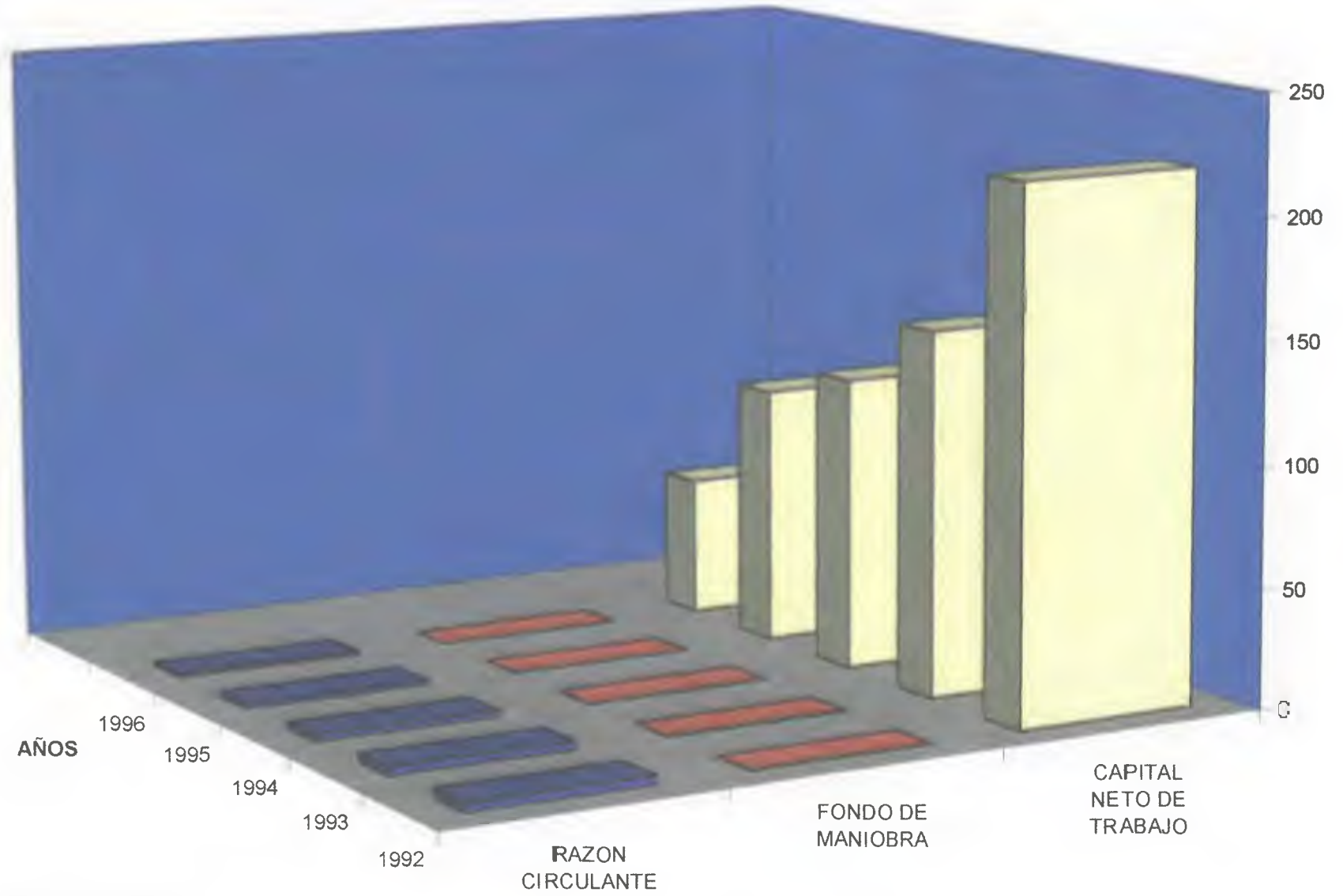
## **2. RAZONES DE ACTIVIDAD**

La rotación de activos que mide la eficiencia de la empresa para vender en función de su capacidad instalada mostró en 1994 una rotación de 0.6 veces, en 1995 la rotación fue de 0.5 y en 1996 fue de 0.5 veces. Comparado con la rotación de 0.10 veces en la década del 70 es muy conveniente la rotación de los últimos tres años. Adicional es necesario aclarar que la reducción relativa de la rotación de activos durante los años 1995 y 1996 se debió fundamentalmente al aumento del valor de los activos fijos que en 1995 se elevó en un 19% con respecto a 1994 y en 1996 superó en un 15% a 1995 como bien muestra el cuadro V que refleja el Balance de Situación durante los años mencionados.

## **3. RAZONES DE ENDEUDAMIENTO:**

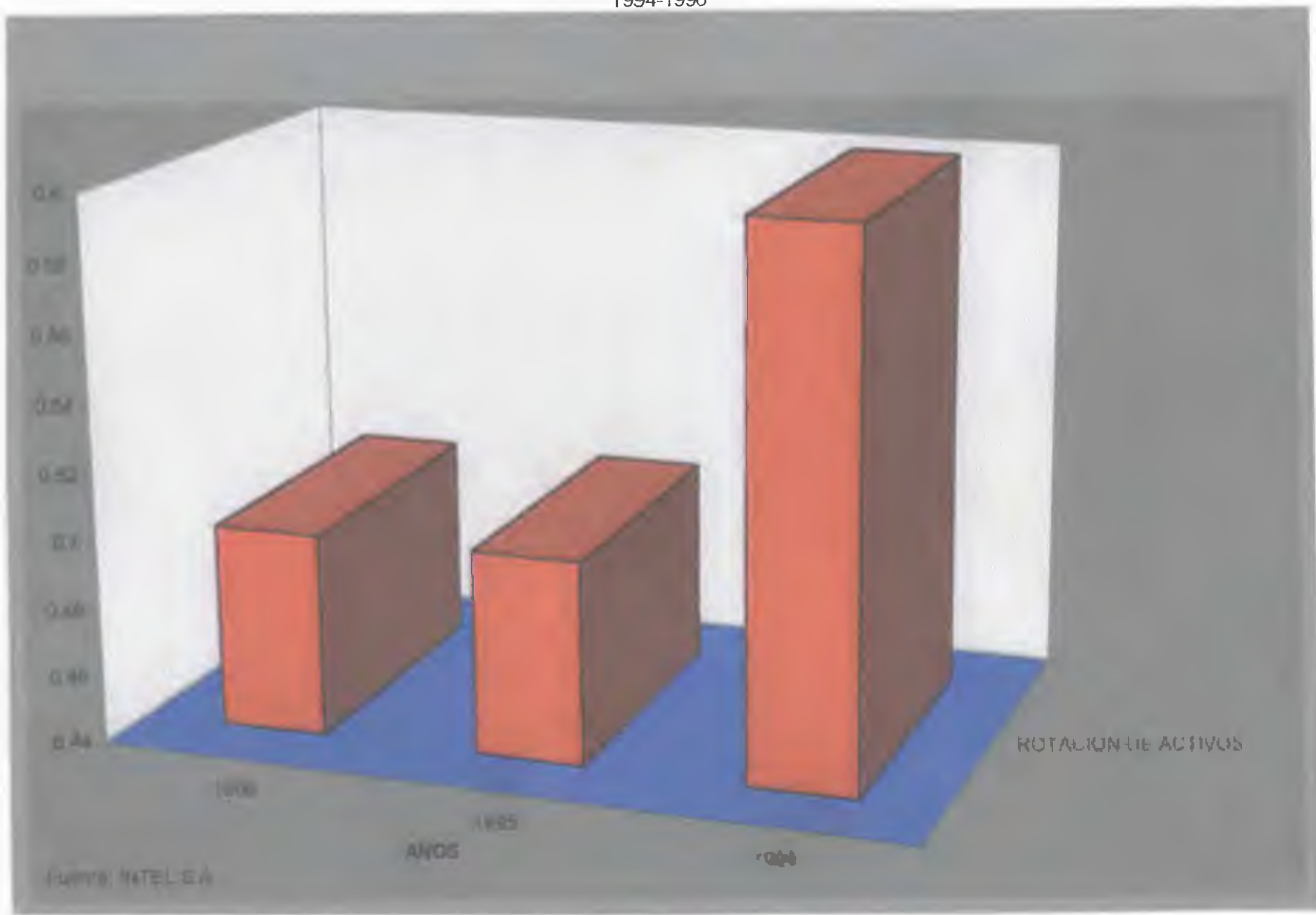
El mismo cuadro VI muestra que el nivel de endeudamiento se fue elevando durante los últimos tres años fundamentalmente sin llegar a hacer crisis ya que de un muy

FIGURA 9  
 INTEL S.A.  
 RAZONES DE LIQUIDEZ  
 1992-1996



Fuente: INTEL S.A.

FIGURA 10  
INTEL S.A.  
ROTACION DE ACTIVOS  
1994-1996



bajo 22% en 1992 y 1993 se elevó a 24% en 1994, luego a un 27% en 1995 hasta llegar a un muy aceptable 36% en 1996. Generalmente el nivel de endeudamiento es del 50%

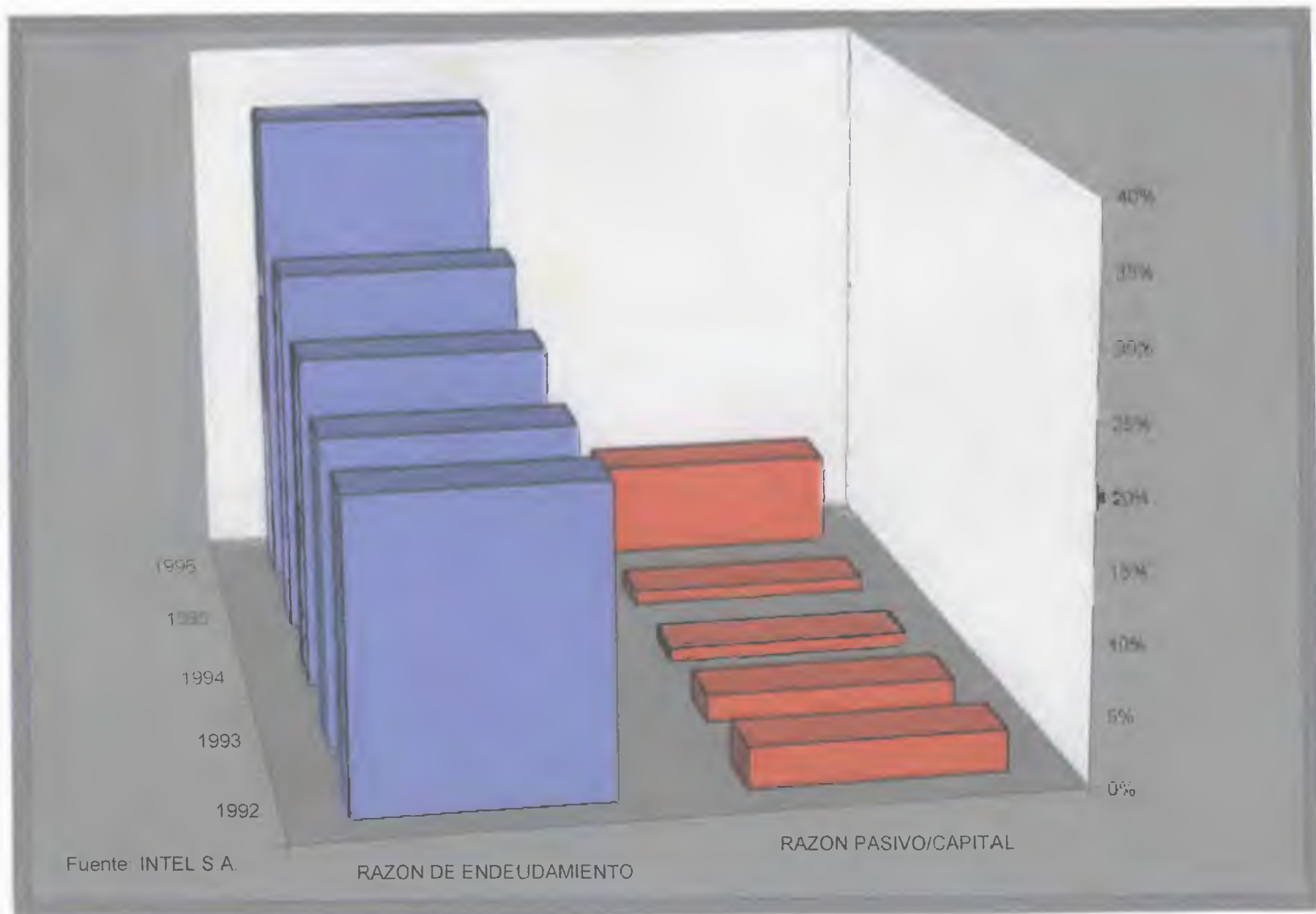
La razón pasivo-capital evolucionó de manera similar en el período en estudio. En 1992 era del 3% que bajó a 2% el siguiente año, en 1994 bajó aun mas a 1%, se mantuvo en 1% en 1995 para finalmente subir a un 7% en el año 1996. Este nivel es bueno para una empresa de servicios.

#### **4. RAZONES DE RENTABILIDAD**

Estos indicadores son los mas importantes para efectos de cualquier posible inversionista ya que los otros indicadores si bien muestran la salud de la empresa también reflejan la habilidad de los administradores.

Sin embargo la rentabilidad de la empresa es importante para la toma de decisiones al momento de evaluar el riesgo de una inversión tal como la compra de acciones de una empresa.

FIGURA 11  
INTEL S.A.  
RAZONES DE ENDEUDAMIENTO  
1992-1996

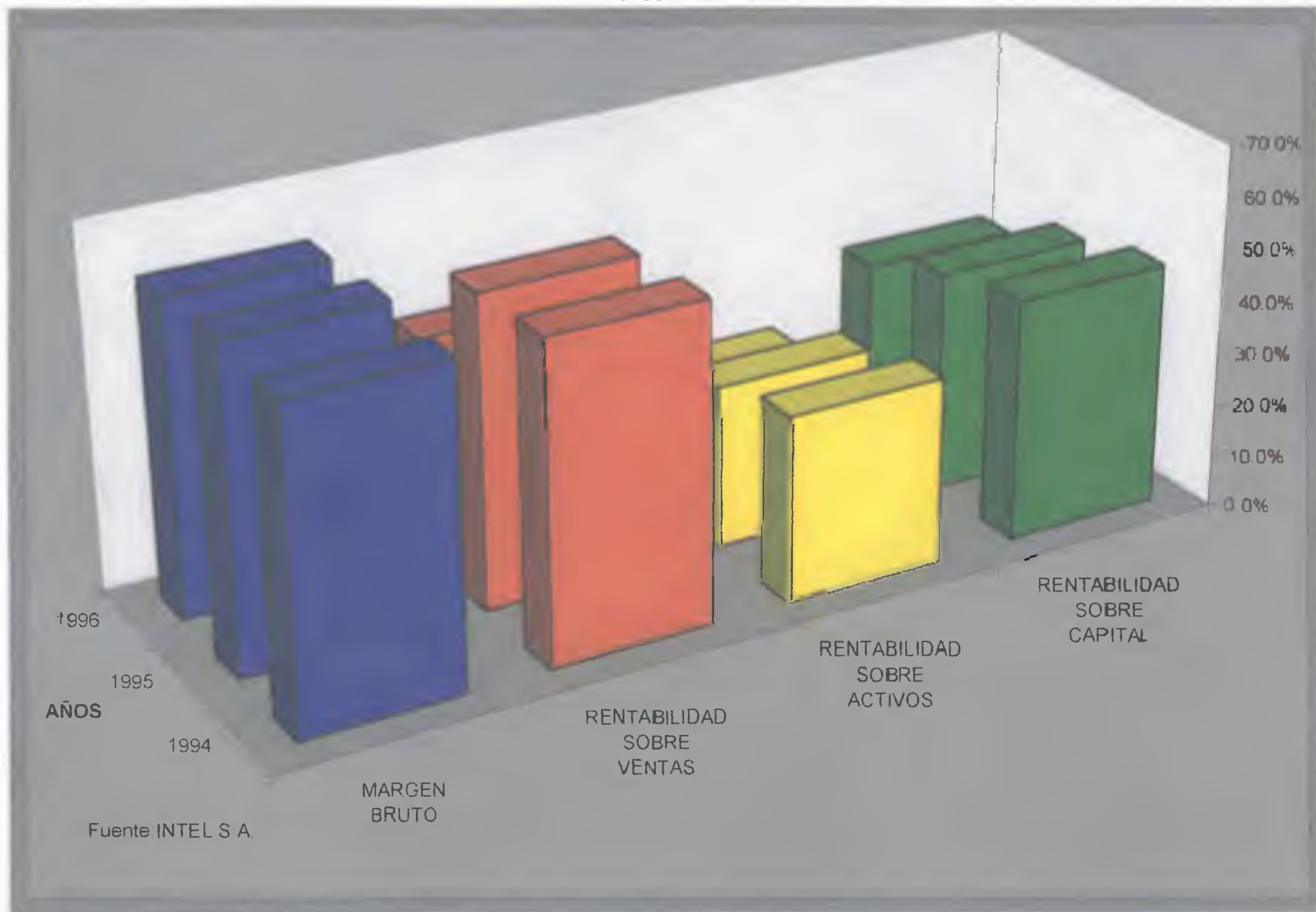


Si la empresa es rentable se pasa a determinar los mecanismos para hacerla eficiente, de no ser así es mucho mas complicado la valorización del riesgo.

El margen bruto del INTEL S.A. presentado por el cuadro VI se mantuvo casi sin variación alrededor del 60%. Este margen es extraordinario ya que demuestra que de cada dólar de ingreso por el servicio tan solo se gasta 40 centavos de balboas para generar este servicio.

La rentabilidad sobre las ventas que divide la utilidad neta, entre las ventas durante el año 1994 se mostró igual que el margen bruto porque todavía era una empresa estatal por tanto no pagaba impuestos. Esto determinaba que la utilidad operativa era igual a la utilidad neta. En 1995 la rentabilidad sobre las ventas fue muy parecida al margen bruto porque a pesar de que la ley #5 que crea el INTEL S.A. se aprobó en febrero de 1995 la empresa solo pagó un tres por ciento de su utilidad antes de impuesto. En cambio en 1996 la empresa canceló el 30% de su utilidad antes de impuesto sobre la renta, por tanto este índice se diferenció del margen bruto en este año, ya que el valor de la

FIGURA 12  
 INTEL S.A.  
 RAZONES DE RENTABILIDAD  
 1994-1996



rentabilidad sobre las ventas fue de 42%, que aun así es muy alta tasa de rentabilidad. La rentabilidad sobre activos muestra la capacidad de la empresa de generar utilidades con los activos que dispone. En este caso INTEL S.A. mostró una rentabilidad sobre activos de 35% en 1994, 31% en 1995 y 23% en 1996. La diferencia entre los años indica mas bien la porción de la utilidad operativa destinada al pago de impuestos de acuerdo a la nueva estructura de la empresa. Vista como ente separado del aparato estatal una rentabilidad del 23% en 1996 es muy alta.

La rentabilidad sobre capital es importante porque calcula el rendimiento obtenido por los inversionistas en función del capital aportado al negocio. En este caso en particular la relación utilidad neta/capital obtiene cifras del 46% en 1994, 43% en 1995 y 36% en 1996. Una vez mas la diferencia entre los porcentajes tiene que ver con los montos destinados al pago del impuesto sobre la renta.

En general los últimos tres años de la empresa INTEL S.A. muestran atractivas razones financieras que indican elevadas expectativas de rentabilidad en el futuro.

## CAPITULO V: PROYECCION FUTURA DE LA EMPRESA

El mayor argumento para la venta de parte de las acciones del INTEL S.A. a partir de 1995 fue las necesidades de inversiones adicionales para modernizar la empresa. Este es un argumento que diferenci6 la estrategia del gobierno de Ernesto Pérez Balladares del encabezado por Guillermo Endara Galimani.

El gobierno del Licenciado Guillermo Endara con el denominado Plan Ford establecía como empresas propensas a ser privatizadas aquellas deficitarias. De sobra hemos demostrado que el INTEL no era una de ellas. Posteriormente al intentar su privatización por encima de su propio plan económico no logró una estrategia correcta y el proyecto murió en su cuna, quemado en las afueras del Palacio Legislativo por miembros de la Comisión de Gobierno y Asuntos Constitucionales de la Asamblea Legislativa con la presencia de dirigentes del Sindicato de Trabajadores del INTEL. En una ocasión el Contralor General de la República de aquella época llegó a afirmar que lo mas

conveniente era vender el INTEL por mil millones de dólares y pagar con esto parte de la deuda externa del país. La confrontación directa con los empleados del INTEL dio como fruto una fogata en el patio de la Asamblea que cerró la discusión provisionalmente hasta el nuevo gobierno.

Los primeros pasos de privatización del INTEL se dieron cambiando la argumentación y por etapas. Como no era posible hablar de empresa deficitaria se hizo eje en las necesidades de autonomía, una antigua bandera levantada por los trabajadores del INTEL para enfrentar la política de la Contraloría General de la República de tratar al INTEL como si fuera un Ministerio.

Al mismo tiempo se colocó a varios de los antiguos dirigentes sindicales en puestos de jerarquía tales como asesor del Gerente General y hasta vicepresidente ejecutivo.

#### **1. Necesidades de Inversión**

El argumento de las necesidades de inversión so pena de convertirse en una empresa obsoleta se sintetiza en un folleto denominado: ¿Por Qué Reestructurar el INTEL?

publicado en noviembre de 1994 donde se explica que el grueso de la ganancia del INTEL proviene del servicio de larga distancia internacional que posee tarifas muy altas no competitivas y que a corto plazo verán mermadas sus entradas producto de las nuevas tecnologías como los denominados "call back", sistemas de llamadas ubicadas generalmente en Miami y que permiten que un usuario haga las llamadas desde ese punto por medio de un "rebote" de llamadas.

Además se argumentaba que existía un déficit en ese momento de 60,000 líneas telefónicas fuera de la saturación de las centrales telefónicas existentes. Esta saturación, se argumento, era la responsable de la denominada caída de llamadas, demoras en el tono, etc. No se contaba con una red totalmente digitalizada. El 45% de las líneas son análogas lo cual es una tecnología totalmente obsoleta incapacitada para servicios como llamada en espera, conferencia, etc. La calidad de transmisión es inferior con esta vieja tecnología Además de que las reparaciones son mas costosas.

La comunicación troncal-despacho entre los trabajadores operativos y su sede es mínima y arcaica. La falta de

herramientas, un sistema de computo moderno, etc. No existe motivación entre los ejecutivos y los trabajadores por retrasos en las evaluaciones, paso previo a los ajustes salariales. Estos son argumentos contundentes para establecer las necesidades de nuevas inversiones

Finalmente se presentan tres alternativas a esta situación nefasta:

1. Seguir con el status quo
2. Reestructurar el INTEL
3. Venta total de la empresa

De todas, se opta por la reestructuración para lo cual se establece como primera fase la constitución del INTEL S.A. con lo cual se torna en una empresa de acciones 100% propiedad del Estado panameño.

La segunda fase consiste en la venta del 49% por ciento de las acciones y la asignación mediante fideicomiso del 2% de las acciones a los trabajadores de la empresa.

En general los pasos son establecidos tomando como criterio general la necesidades de inversión adicional para

la modernización de la empresa. Es interesante que al evaluar las necesidades de capital adicional de la empresa nunca se haya tomado en cuenta la posibilidad del apalancamiento mediante otras técnicas diferentes a la emisión de acciones cuales son la emisión de bonos o simplemente el crédito bancario. Esto demuestra que las presiones transnacionales enmarcadas en el modelo neoliberal pesaron mas que las propias necesidades internas de la empresa.

El cuadro VII muestra las necesidades de inversión de INTEL S.A. Según estas cifras se requiere reemplazar los vehículos por un monto de siete millones de balboas, modernizar el sistema de cómputo por cinco millones de balboas, el sistema energético por casi seis millones de dólares, la planta externa por ciento cuatro millones, un proyecto en Darién por un millón ochocientos mil, otro en San Blas por un monto de ochocientos mil balboas, inversiones en terrenos y edificaciones por once millones quinientos mil balboas. Se requiere una inversión en modernización del sistema de transmisión por setenta y siete millones y dos millones trescientos mil para el sistema troncal. Las terminales de usuarios tales como casetas

**CUADRO VII**  
**INTEL S.A.**  
**PROGRAMA DE INVERSIONES**  
**EN MILES DE BALBOAS**

REPOSICION DE VEHICULOS		7000
EQUIPO DE COMPUTO Y AUTOMATIZACION		5000
TERMINALES FINANCIERAS		1700
CONMUTACION		173150
REEMPLAZO DE CENTRALES	39150	
ATENCION A DEMANDA INSATISFECHA	44000	
ATENCION A DEMANDA FUTURA	90000	
ENERGIA		5982
PLANTA EXTERNA		104393
PROYECTO DARIEN		1823
PROYECTO SAN BLAS		8000
TERRENO Y EDIFICACIONES		11560
TRANSMISION		
RADIO ENLACES	44429	
FIBRA OPTICA	30300	
MULTIPLEXORES	2200	
SISTEMA TRONCAL		2375
TERMINALES USUARIOS	1625	
EQUIPOS ESPECIALES Y PABX	1625	
CASETAS TELEFONICAS	1258	
INSTRUMENTOS TELEFONICOS	9545	
EQUIPOS DE PRUEBA Y MEDICION	1670	
SISTEMA INTERNACIONAL		10000
TELEFONOS PUBLICOS		5800
TELEFONIA CELULAR		14000
SUBTOTAL		434610
ITBM/ARANCELES		63884
PRESTACIONES LABORALES ADEUDADAS		7900
MEJORAS AL SISTEMA SALARIAL		75000
TOTAL DE INVERSIONES		<b>\$ 581,394.00</b>

telefónicas, instrumentos etc. requiere inversiones por catorce millones de balboas. El sistema internacional solicita una inversión de diez millones, cinco millones ochocientos mil para teléfonos públicos y catorce millones para el desarrollo de la banda B de telefonía celular. Todo lo anterior sumado a los gastos de introducción de equipos, prestaciones laborales adeudadas y mejoras de salarios suman en inversiones quinientos ochenta y un mil millones trescientos noventa mil balboas.

## **2. EVALUACION DE LA INVERSIÓN**

El cuadro VIII muestra el flujo de efectivo proyectado de INTEL S.A. sobre la base de un crecimiento de 10% anual que según hemos visto anteriormente es bastante conservador considerando la rentabilidad de la empresa. Contamos con suficientes elementos para considerar que estas proyecciones pueden ser superadas. Veamos :

- Se trata de un monopolio
- Existe un proyecto de elevación significativa de tarifas
- Se inicia la explotación de la banda B celular

- Se inicia la explotación de la banda B celular
- Existe una demanda insatisfecha de 60,000 líneas telefónicas 25.

De acuerdo a este flujo y tomando en cuenta las necesidades de inversión de quinientos ochenta y un mil millones de balboas sustentado en el punto anterior en concordancia con las necesidades de la empresa tenemos que los cálculos nos brindan una tasa interna de retorno (TIR) de 38% y un valor actual neto (VAN) de 880 millones de balboas a una tasa de corte de 15%, lo que expresa una rentabilidad muy alta. Esta cifra sigue la lógica de lo que hemos visto anteriormente y confirma la alta rentabilidad del proyecto. Para calcular en términos precisos la rentabilidad del proyecto acudimos a los métodos de evaluación explicados en el capítulo dedicado al marco teórico y utilizando el flujo de efectivo que hemos presentado en el cuadro VIII calcularemos su rendimiento.

---

25 INTEL (1994).

**CUADRO VIII**

**INTEL S.A.**

**FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO CRECIMIENTO DEL 10% ANUAL  
EN MILLONES DE BALBOAS**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
INGRESOS	278	306	336	370	407	448	492	542	596	656	721	793	872	960	1056	1161	1277	1405	1546	1700
EGRESOS	110	121	133	146	161	177	195	214	236	259	285	314	345	380	418	459	505	556	612	673
FLUJO DE OPERACIÓN	168	185	203	224	246	271	298	327	360	396	436	479	527	580	638	702	772	849	934	1027
ISR	50	55	61	67	74	81	89	98	108	119	131	144	158	174	191	211	232	255	280	308
INVERSION	581																			
FLUJO NETO	-463	129	142	157	172	189	208	229	252	277	305	336	369	406	447	491	540	594	654	719

TIR	38%
VAN (CORTE 15%)	\$ 880

Fuente: INTEL S.A.

**CUADRO IX**  
**INTEL S.A.**  
**FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO CRECIMIENTO DEL 5% ANUAL**  
**EN MILLONES DE BALBOAS**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
INGRESOS	266	279	293	308	323	339	356	374	393	413	433	455	478	502	527	553	581	610	640	672
EGRESOS	105	110	116	122	128	134	141	148	155	163	171	180	189	198	208	218	229	241	253	265
FLUJO DE OPERACIÓN	161	169	178	186	196	205	216	227	238	250	262	275	289	304	319	335	351	369	387	407
ISR	48	51	53	56	59	62	65	68	71	75	79	83	87	91	96	100	105	111	116	122
INVERSION	581																			
FLUJO NETO	-468	118	124	130	137	144	151	159	167	175	184	193	202	213	223	234	246	258	271	285

TIR	30%
VAN (CORTE 15%)	\$ 439

Fuente: INTEL S.A

**a) PERÍODO DE RECUPERACION**

El período de recuperacion de la inversión considerado un método aproximado por no tomar el valor del dinero en función del tiempo se calcula con la fórmula:

$$\begin{aligned} \text{PERÍODO DE RECUPERACION (PR)} &= I/R \\ &= 581/116 \\ &= 5 \text{ AÑOS} \end{aligned}$$

Esto significa que el período de recuperación de la inversión es de 5 años.

Cabe recordar una vez mas que este método aunque frecuentemente utilizado no es recomendable porque no afecta al dinero en función del tiempo, además que es indiferente al flujo posterior a la recuperación tanto como lo es al año en que se recupere el ingreso. Para este método es igual si se recibe el mayor ingreso al quinto año que si se recibe al primer año de ejecución del proyecto.

**b) RENTABILIDAD CONTABLE**

Esta se calcula de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned}\text{Rentabilidad Contable (RC)} &= \text{Up} / \text{Ip} \\ &= 3146/20 / 581/20 \\ &= 157/29 \\ &= 5.42\end{aligned}$$

**c) TASA INTERNA DE RETORNO (TIR)**

Según se observa en el cuadro VIII la Tasa Interna de Retorno del proyecto es de 38% lo cual demuestra la alta rentabilidad de la inversión ya que este índice significa que los flujos deberán descontarse a un 38% anual para que la inversión esté en equilibrio.

A una tasa de corte del 15% el valor Actual Neto (VAN) será de 880 millones de balboas.

El cuadro IX presenta otra opción. En este caso se presenta un escenario en donde la tasa de crecimiento anual es del 5%. Según estas condiciones la Tasa Interna de

Retorno (TIR) sería de 29.82% y el VAN a una tasa de corte del 15% será de cuatrocientos treinta y nueve millones de balboas.

Consideramos que dadas las características de la empresas antes enumeradas y en la medida que se administre como empresa y no como entidad estatal la tasa de crecimiento de 15% es mas realista.

#### **d) Valor Actual Neto**

Como indicamos anteriormente en nuestro marco teórico el valor actual neto va a depender de la tasa de corte, esto es el porcentaje mínimo en que el inversionista está dispuesto a ganar en este negocio. Para efectos del calculo presentaremos tres escenarios posibles. El primero es con un crecimiento del 10% y una tasa de corte del 15%, el segundo con un crecimiento del 5% y una tasa de corte del 15% y el tercero con un crecimiento del 10% y una tasa de corte del 18%.

El cuadro VIII muestra la proyeccion de un flujo de efectivo con un crecimiento anual del 10% y una tasa de

corte del 15%. En esta situación vemos que el valor actual neto es de ochocientos ochenta millones de balboas lo cual asegura ampliamente la rentabilidad del proyecto.

El cuadro IX muestra un crecimiento del 5% y una tasa de corte del 15%. El TIR será de 29.82% y el VAN será de cuatrocientos treinta y nueve millones de balboas.

En cambio el cuadro X muestra una tasa de corte establecida en 18% y un crecimiento anual del 10% se obtendrá un valor presente de seiscientos diez y siete millones de balboas con una **TIR** de 37.52%.

En todos los casos la rentabilidad del proyecto es lo suficientemente alta como para considerarse que resulta conveniente su aprobación. Asumimos que la tasas de crecimiento de las ventas es del 19% anual en ambos casos.

### **3. ALTERNATIVAS DE APALANCAMIENTO**

Comprobada la necesidad del apalancamiento según los datos brindados por INTEL S.A. y presentados en el punto A

**CUADRO X****INTEL S.A.****FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO CRECIMIENTO DEL 10% ANUAL****EN MILLONES DE BALBOÁS**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
INGRESOS	278	306	336	370	407	448	492	542	596	656	721	793	872	960	1056	1161	1277	1405	1546	1700
EGRESOS	110	121	133	146	161	177	195	214	236	259	285	314	345	380	418	459	505	556	612	673
FLUJO DE OPERACIÓN	168	185	203	224	246	271	298	327	360	396	436	479	527	580	638	702	772	849	934	1027
ISR	50	55	61	67	74	81	89	98	108	119	131	144	158	174	191	211	232	255	280	308
INVERSION	581																			
FLUJO NETO	-463	129	142	157	172	189	208	229	252	277	305	336	369	406	447	491	540	594	654	719

TIR	38%
VAN (CORTE 18%)	\$ 617

Fuente: INTEL S.A.

de éste capítulo el analista financiero debe acudir a las alternativas que ofrece el mercado financiero para efectos de recuperar el capital necesario para la inversión adicional.

El mercado financiero en general brinda tres herramientas principales de apalancamiento cuales son la emisión de acciones, el crédito bancario y la emisión de bonos corporativos.

En el caso de INTEL S.A. por tratarse de una empresa 100% de capital estatal en estos momentos aceptemos eliminar la opción de emisión de bonos corporativos tan solo para efectos de sintetizar el análisis.

Nos queda la alternativa de la emisión de acciones y el crédito bancario. En toda la documentación recopilada no vimos en ningún momento que se haya evaluado la posibilidad de solicitar un crédito bancario como mecanismo de apalancamiento dadas las necesidades de inversión de la empresa. Consideramos que se llegó directamente a la conclusión de previo al análisis de las necesidades de inversión. Es decir consideramos que la venta parcial del

INTEL antes que la consecución de un crédito bancario para modernizar la planta fue una decisión política para responder a las presiones internacionales y luego se le dio contenido a la decisión sobre la base real de las necesidades de la empresa. En todo caso, para confirmar este acerto veremos cual de las dos alternativas es mas conveniente a los intereses de la empresa: el crédito bancario o la emisión de acciones.

Los cuadros XI y XII muestran dos escenarios similares de proyección de ventas y flujos de operación con la diferencia de que en el cuadro XI se ha utilizado para procurarse un monto de 581 millones de dólares en inversión adicional la emisión de 49 acciones cuyo valor total es de 581 millones de balboas. En el cuadro XII el mismo flujo operativo se ve afectado por el pago de intereses bancarios a una tasa de interés del 9% sobre saldo que es alta para ser conservadores en el análisis. La tasa libor fluctúa alrededor del 6.5%.

Al hacerse una evaluación de utilidad por acción podemos establecer la diferencia en la utilidad individual dependiendo del método de adquisición de capital. Si bien

CUADRO XI  
 INTEL S.A.  
 APALANCAMIENTO POR VENTA DE ACCIONES  
 ANALISIS DE UTILIDAD POR ACCION  
 EN MILLONES DE BALBOAS

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
INGRESOS	278	306	336	370	407	448	492	542	596	656
EGRESOS	110	121	133	146	161	177	195	214	236	259
UAI	168	185	203	224	246	271	297	328	360	397
ISR	50	56	61	67	74	81	89	98	108	119.1
UTILIDAD NETA	118	130	142	157	172	190	208	230	252	277.9
NUMERO DE ACCIONES	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
UTILIDAD POR ACCION	1.18	1.30	1.42	1.57	1.72	1.90	2.08	2.30	2.52	2.78
VAN (CORTE 15%)	\$ 8.44									
49 ACCIONES	\$ 414.00									

Fuente: INTEL S.A.

la emisión de acciones posee la ventaja de no tener obligación de la generación de interés, aunque al momento de distribuir las utilidades la empresa tiene mayor cantidad de acciones para distribuir. Siendo que INTEL S.A. era en esos momentos una sociedad cuyo poseedor del total de las acciones lo era el Estado panameño debe calcularse la ventajas y desventajas que representan por un lado la adquisición de capital mediante la venta de acciones por las cuales no se tiene que pagar intereses pero que crean la expectativa de pago de dividendos, Además de ceder pago del control de la empresa, versus el apalancamiento por crédito bancario donde hay que pagar intereses, pero una vez cubierto este precio del dinero no se requiere pagar dividendos y se mantiene el control total de la empresa.

Los cuadros XI Y XII muestran que el valor presente de las utilidades por acción si se toma la opción de emisión de acciones es de ocho millones cuarenta y cuatro mil balboas. En cambio si se decide el apalancamiento mediante el crédito bancario la utilidad por acción es de diez y siete millones, setecientos cuarenta mil balboas a valor presente.

**CUADRO XII**  
**INTEL S.A.**  
**APALANCAMIENTO POR CRÉDITO BANCARIO**  
**ANÁLISIS DE UTILIDAD POR ACCIÓN**  
**EN MILLONES DE BALBOAS**

	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
<b>INGRESOS</b>	278	306	336	370	407	448	492	542	596	656
<b>EGRESOS</b>	110	121	133	146	161	177	195	214	236	259
<b>INTERESES</b>		52	42	31	21	10				
<b>ISR</b>	50	40	48	58	68	78	89	98	108	119
<b>UTILIDAD NETA</b>	118	93	113	135	158	183	208	230	252	278
<b>NUMERO DE ACCIONES</b>	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
<b>UTILIDAD POR ACCION</b>	1.18	0.93	1.13	1.35	1.58	1.83	2.08	2.30	2.52	2.78
<b>VAN (CORTE 15%)</b>	<b>\$ 7.74</b>									
<b>100 ACCIONES</b>	<b>\$ 774.00</b>									

**Fuente: INTEL S.A.**

Evidentemente resulta mucho mas conveniente y financieramente es aconsejable el apalancamiento por crédito bancario ya que en tan <sup>r</sup> solo ocho años tendremos una ventaja de mas de tres millones de dólares por cada acción. En términos absolutos si se tomara la decisión del apalancamiento por crédito bancario el Estado panameño habría ganado a valor presente alrededor de setecientos setenta y cuatro millones de balboas. En cambio mediante el método de venta de acciones el Estado panameño se hace de alrededor de cuatrocientos catorce millones de balboas, la empresa que adquiere el 49% de las acciones obtendrá igual monto a deducir del valor de las acciones y los empleados un monto de treinta y cinco millones de balboas.

Es necesario aclarar que todo éste análisis parte de considerar cierto el criterio de que el problema fundamental a solucionar es la necesidades de inversión de quinientos ochenta y un millones de balboas. La realidad nos muestra que si bien se necesita la inversión adicional el cumplimiento de una política de privatizaciones es la espina dorsal de la decisión y que el mecanismo de privatización menos indoloro es lo que le da contenido al envase. Este

acerto se demuestra en las cifras citadas que muestran la conveniencia del crédito bancario antes que la emisión de acciones y la pérdida del control de la empresa por accionistas minoritarios. De ser INTEL S.A. una compañía privada con las mismas limitaciones que actualmente confronta esta empresa estamos seguros que una junta directiva coherente no habría renunciado al control de la empresa por 581 millones de dólares. Igualmente es claro que los 652 millones pagados por las acciones no se destina a la inversión sino que pasan a las arcas del Estado. Luego los nuevos directivos tendrán que optar por un nuevo apalancamiento para lograr el capital que se requiere.

Por último, las condiciones políticas del mundo globalizado crea muy pocas condiciones para que la banca internacional conceda un préstamo a una empresa estatal con fines de apalancamiento ya que es esta banca internacional la que justamente presiona a los países para que efectúen procesos de privatización.

De acuerdo a las cifras presentados en los cuadros XI y XII, el valor presente del proyecto, si se utiliza la venta

de acciones es de cuatrocientos catorce millones de balboas, mientras el valor presente si se compromete un apalancamiento por crédito bancario es de setecientos setenta y cuatro millones de balboas. Esto marca una diferencia de trescientos sesenta millones durante los diez primeros años del proyecto. Vale aclarar que asumimos la venta de las cuarenta y nueve acciones acciones a quinientos ochenta y un millones de balboas. La cotización superior a seiscientos cincuenta y dos millones brinda una diferencia, al igual que la consecución de crédito en mejores condiciones que las establecidas de 9% anual sobre saldo. De modo tal que nuestros escenarios guardan un razonable apego a la realidad en ambas alternativas.

## **CAPITULO VI: VALOR DE LAS ACCIONES DEL INTEL S.A.**

INTEL S.A. por decisión del gobierno nacional, optó por la emisión de acciones por el 49% del capital social de la empresa. En función de ésta realidad, calcularemos las acciones de INTEL S.A. de acuerdo a los métodos financieros conocidos.

### **1. SEGÚN EL VALOR CONTABLE:**

Este es un mecanismo arcaico, poco sofisticado y carece de valor científico ya que tan solo toma en cuenta el monto de los activos y se le reducen de él las obligaciones financieras de la empresa. Luego se divide el monto entre el número de acciones para conocer finalmente el valor que posee cada una de las acciones individualmente.

En el caso que nos ocupa, para efectos de simplificación asumiremos que el número de acciones de la empresa es de 51 y se planea emitir 49 acciones ordinarias de valor igual al uno por ciento cada una.

De acuerdo con el Balance General previamente descrito y analizado en el capítulo II de ésta tesis, (ver cuadro IV) el valor contable de cada acción de INTEL S.A. es el siguiente:

$$\text{VALOR CONTABLE} = \frac{463-165}{100} = \mathbf{2.98 \text{ millones}}$$

100

El valor contable de cada acción es de 2 millones 980 mil balboas y por ende las 49 acciones costarían al comprador la suma de:

**146 millones 20 mil balboas**

## **2. SEGÚN EL VALOR DE LIQUIDACION:**

En este caso se requiere calcular el valor en el mercado de los activos porque, Según se describió en el marco teórico, en esta técnica se debe establecer el valor de liquidación de los activos de la empresa. Se asume que

la empresa se va a liquidar en el mercado libre de oferta y demanda.

En el caso de INTEL S.A. tendremos que asumir que los activos se liquidan a sus valor en libros aunque en términos reales habría que reconocer que los activos del INTEL en el mercado se cotizarían mas alto que su valor en libros.

Asumiendo pues que su valor de liquidación es igual al valor en libros tenemos la siguiente ecuación:

$$\text{VALOR DE LIQUIDACION} = \frac{463 - 165}{100} = \mathbf{2.98 \text{ millones}}$$

100

El valor de liquidación de una acción de INTEL S.A. es de 2 millones 980 mil balboas, de forma tal que el valor de INTEL S.A. sería de:

**298 millones con 37 mil balboas**

y 49 acciones de INTEL S.A. a valor de liquidación es entonces igual a:

**146 millones 20 mil balboas**

### **3. MODELO CONCEPTUAL BASICO**

VALOR DE LA ACCIÓN: SUMATORIA DE TODOS LOS BENEFICIOS FUTUROS ESPERADOS A VALOR PRESENTE

Acudiremos nuevamente a los cuadros VIII Y IX para efecto de establecer el valor de las acciones de INTEL S.A. según el modelo conceptual básico. Recordemos que al comprar o vender una acción lo que obtenemos o cedemos según sea el caso es el beneficio de una utilidad futura.

Dentro del modelo conceptual básico se puede utilizar el criterio de crecimiento igual a cero para efectos de simplificación del análisis, pero el mas apegado a la realidad es el concepto de crecimiento constante. Este método es también el mas corrientemente utilizado.

En nuestro estudio hemos optado por el crecimiento de 10%, siguiendo la lógica del análisis precedente,

adicionalmente para efectos prácticos suponemos que la utilidad neta es igual a los dividendos. Es decir no existen utilidades retenidas. Lo que procede entonces es establecer la tasa de corte. Nuevamente presentaremos dos escenarios a fin de no pecar de conservadores.

El escenario uno presentado en el cuadro VIII muestra un flujo cuyo valor actual neto es de ochocientos ochenta millones de balboas. De acuerdo a éstos cálculos el valor de una acción de INTEL S.A. tendrá un valor dependiendo de los dividendos por acción que reditúe la empresa.

Durante los años 1990-1995 el INTEL transfirió al Estado panameño seiscientos veintiseis millones de balboas (ver cuadro XIII). Asumiremos un monto de ciento cuatro millones anuales en dividendos, cifra que resulta del promedio simple de los seis años, lo que brinda un total calculado de 1.04 millones anuales por acción si se considera similar la utilidad neta que los dividendos distribuidos, ya que aun no se conoce la política de distribución de dividendos que tendrá la nueva administración de INTEL S.A. Igualmente utilizaremos para efectos del cálculo una tasa de corte del 15% y un crecimiento en las utilidades netas anuales del 10% para

CUADRO XIII  
INTEL S.A.  
APORTACIONES AL ESTADO  
1973-1996  
EN MILLONES DE BALBOAS

	1973/1979	1980/1989	1990/1996	TOTAL
TRANSFERENCIAS	10	108 6	626	744 6

Fuente: INTEL S.A.

seguir con nuestros porcentajes sustentados a lo largo del estudio.

Establecidos estos parámetros podemos utilizar la ecuación del cálculo del valor de las acciones según el método conceptual básico. Sin embargo enumeremos los elementos para mayor clarificación del cálculo:

1. Dividendos por acción = 1.04 millón de dólares el primer año.
2. Tasa de corte = 15%
3. Tasa de crecimiento anual = 10%

$$P_0 = D_1 / (k_s - g)$$

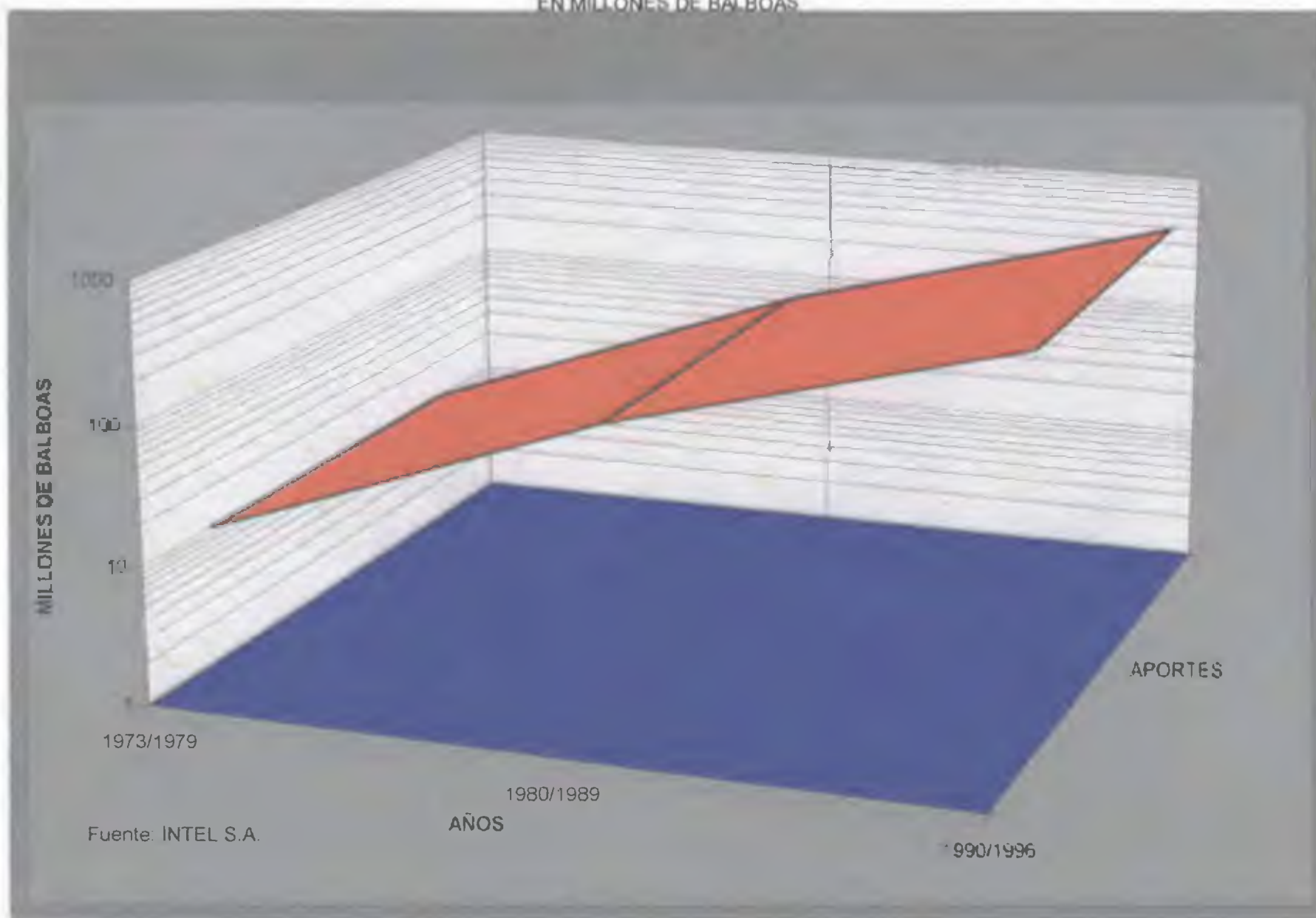
$$P_0 = 1.04 / (.15 - .10)$$

$$P_0 = 1.04 / .05$$

$$P_0 = 20.80 \text{ millones}$$

Entonces el valor de una acción de INTEL S.A. es de veinte millones ochocientos mil balboas aproximadamente.

FIGURA 13  
INTEL S.A.  
APORTACIONES AL ESTADO  
1973-1996  
EN MILLONES DE BALBOAS



Fuente: INTEL S.A.

Si esto es así el valor total de las acciones del INTEL y por tanto el valor de la empresa es de:

**2080 millones de balboas**

El 49% de las acciones en venta deben pues tener un valor de

**1019.2 millones de balboas**

aproximadamente.

Este es el valor de las acciones desde la perspectiva de la empresa que va a adquirir las acciones.

Tan solo para efectos de cubrir la curiosidad del investigador mas perspicaz, estableceremos el monto que para efectos del estado cubrirá estas expectativas de ingreso. Recordemos que tanto el impuesto sobre la renta, ya reducido al momento de distribuir utilidades, como el impuesto sobre distribución de dividendos pasan a manos del estado panameño. Esto significa que el valor recibido por el Estado aumentará en función de éstas transferencias a las cuales no

ha renunciado.

Si al valor de las acciones, de acuerdo a los cálculos financieros anteriormente elaborados, le reducimos un treinta por ciento de la utilidad en operaciones y luego un diez por ciento de los dividendos distribuidos, el monto será igual al valor de las acciones para efectos de la empresa compradora.

Veamos:

Valor acción Estado=

$$\begin{aligned}
 &= (D1/Ks-g) - (U.Op*0.3/100)/Ks-g - (D1*.1/Ks-g) \\
 &= 20.80 - (44.6/100)/.05 - (1.1*.01)/.05 \\
 &= 20.80 - 8.91 - 2.1 \\
 &= \mathbf{9.8 \text{ millones de balboas}}
 \end{aligned}$$

Por tanto desde esta perspectiva el Estado panameño estará dispuesto a recibir,

**480.2 millones de balboas**

para recibir un monto similar al esperado por su socio.

#### **4. VALOR DE LAS ACCIONES DEL INTEL SEGÚN LA GTE, LA C & W Y EL ESTADO PANAMEÑO.**

Partamos con que antes de evaluar la rentabilidad de una empresa a fin de determinar el monto a pagar por sus acciones en venta es necesario enmarcar algunos supuestos.

A fin de determinar los parámetros utilizados por la GTE la Cable & Wireless y el Estado panameño, hemos elaborado tres escenarios que terminan por establecer los montos propuestos por las dos empresas licitantes y el Estado panameño para llegar a las conclusión del monto que establecieron finalmente.

Iniciemos con la propuesta de Cable & Wireless. Observemos el cuadro XIV. Esta empresa ofreció seiscientos cincuenta y dos millones de dólares. Para llegar a este monto, de acuerdo al escenario presentado en el cuadro XIII la empresa tuvo que establecer expectativas de crecimiento del 15% anual y un mínimo de rendimiento del 15.25%. Esto es así porque al ofrecer seiscientos cincuenta y dos millones por el 49% de las acciones esperó un valor presente

**CUADRO XIV**  
**INTEL S.A.**  
**FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO SEGÚN CABLE & WIRELESS**  
**CRECIMIENTO DEL 15% ANUAL**  
**EN MILLONES DE BALBOAS**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
INGRESOS	278	320	368	423	486	559	643	739	850	978	1125	1293	1487	1710	1967	2262	2601	2992	3440	3956
EGRESOS	110	127	145	167	192	221	254	293	336	387	445	512	589	677	778	895	1029	1184	1361	1565
FLUJO DE OPERACIÓN	168	193	222	256	294	338	389	447	514	591	680	782	899	1034	1189	1367	1572	1808	2079	2391
ISR	50	58	67	77	88	101	117	134	154	177	204	234	270	310	357	410	472	542	624	717
INVERSION	769																			
FLUJO NETO	-651	135	156	179	206	237	272	313	360	414	476	547	629	724	832	957	1100	1266	1455	1674
TIR	<b>34.7%</b>																			
VAN (CORTE 15.25%)	<b>\$1,332</b>																			

de una proyección de 20 años de concesión de mil trescientos treinta y un millones de balboas. Siendo que pretendía poseer tan solo el 49% de las acciones, este porcentaje equiparaba los seiscientos cincuenta y dos millones de su inversión.

En cambio la GTE según el escenario presentado en el cuadro XIV estableció como parámetros una tasa de crecimiento anual del 10% y una expectativa mínima de rendimiento del 15%. En base a esto la empresa propuso un monto de cuatrocientos cincuenta y dos millones por el 49% de las acciones de INTEL S.A. El valor presente del flujo neto, de acuerdo con el cuadro XV muestra un valor presente de novecientos veintidos millones de balboas cuyo 49 por ciento equivaldría a la inversión propuesta y se obtiene un rendimiento del 18% sobre la inversión.

El Estado panameño, según se observa en el cuadro XVI por su parte calculó un crecimiento anual esperado del 10% para la empresa y estableció como rendimiento mínimo un 14% anual. Esto fue lo que lo llevó a concluir que vender en quinientos millones de dólares, el 49% de las acciones de INTEL S.A. debería cubrir las expectativas de las empresas



licitantes.

Es conveniente en estos momentos aclarar que los escenarios parten de una serie de supuestos necesarios para evaluar financieramente el proyecto desde diferentes perspectivas. De acuerdo a los parámetros que establecemos resultan ciertos resultados que pueden diferir de los originales a causa de diferentes perspectivas.

Igualmente los montos propuestos no solo dependen del frío análisis de las cifras de la empresa, dependen además de factores cualitativos tales como factores políticos, sindicales, etc. La evaluación de estos aspectos, analizados por las empresas proponentes de acuerdo a los elementos que le brindan sus contactos dentro del país, le llevan a conclusiones subjetivas que tienen por tanto un rango de error.

Adicionalmente existen factores internos de la empresa licitante que operan sobre las posibilidades de ofrecer, de acuerdo a la estrategia de expansión que ésta posea y cuyos elementos de análisis no pueden ser accedidos por los

**CUADRO XVI**  
**INTEL S.A.**  
**FLUJO DE EFECTIVO PROYECTADO SEGÚN EL ESTADO PANAMEÑO**  
**CRECIMIENTO DEL 10% ANUAL**  
**EN MILLONES DE BALBOÁS**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
INGRESOS	278	306	336	370	407	448	492	542	596	656	721	793	872	960	1056	1161	1277	1405	1546	1700
EGRESOS	110	121	133	146	161	177	195	214	236	259	285	314	345	380	418	459	505	556	612	673
FLUJO DE OPERACIÓN	168	185	203	224	246	271	298	327	360	396	436	479	527	580	638	702	772	849	934	1027
ISR	50	55	61	67	74	81	89	98	108	119	131	144	158	174	191	211	232	255	280	308
INVERSION	548																			
FLUJO NETO	-430	129	142	157	172	189	208	229	252	277	305	336	369	406	447	491	540	594	654	719
TIR	39.74%																			
VAN (CORTE 14%)	\$1,020																			

analistas debido a sus niveles de confidencialidad.

#### **5. ANALISIS DE UTILIDAD POR ACCION SEGUN ACCIONISTA**

Hemos elaborado un análisis de utilidad por acción a fin de evaluar, de acuerdo a nuestro pronóstico, cual sería la utilidad a valor presente de un flujo proyectado a 20 años, que es el periodo de vida de la concesión otorgada a Cable & Wireless. Para esto partimos del supuesto de un crecimiento del 15% anual y una tasa de corte del 15%.

El cuadro XVII muestra que para efectos del Estado se observa un valor presente de dos mil quinientos sesenta y tres millones de balboas. Para esto observamos que el Estado tiene ingresos por concepto de dividendos por el 49% de las acciones, además recibe el 30% de las utilidades por concepto de impuesto sobre la renta y luego el 10% adicional sobre los dividendos distribuidos. Finalmente recibe los quinientos sesenta y dos millones producto de la venta del cuarenta y nueve por ciento de las acciones a la Cable & Wireless.

**CUADRO XVII**  
**INTEL S.A.**  
**ANÁLISIS DE UTILIDAD NETA SEGÚN ACCIONISTA**  
**EN MILLONES DE BALBOAS**

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
INGRESOS	266	306	352	405	465	535	615	708	814	936	1076	1238	1423	1637	1882	2164	2489	2862	3292	3786
EGRESOS	105	121	139	160	184	211	243	279	321	369	425	489	562	646	743	854	983	1130	1299	1494
FLUJO DE OPERACIÓN	161	185	213	245	282	324	372	428	493	566	651	749	861	991	1139	1310	1507	1733	1992	2291
ISR	48	56	64	73	84	97	112	128	148	170	195	225	258	297	342	393	452	520	598	687
UTILIDAD NETA	113	130	149	171	197	227	261	300	345	396	456	524	603	693	797	917	1055	1213	1395	1604
I. S. DIVIDENDOS	11	13	15	17	20	23	26	30	34	40	46	52	60	69	80	92	105	121	139	160
UTILIDAD DEL ESTADO																				
49% DE LA U. NETA	55	64	73	84	97	111	128	147	169	194	223	257	295	340	391	449	517	594	683	786
I. S. R.	48	56	64	73	84	97	112	128	148	170	195	225	258	297	342	393	452	520	598	687
I. S. DIVIDENDOS	11	13	15	17	20	23	26	30	34	40	46	52	60	69	80	92	105	121	139	160
VENTA DE ACCIONES	652																			
U. NETA DEL ESTADO	767	132	152	175	201	231	266	305	351	404	464	534	614	706	812	934	1074	1235	1421	1634
UTILIDAD C & W																				
49% DE U. NETA	55	64	73	84	97	111	128	147	169	194	223	257	295	340	391	449	517	594	683	786
MENOS I/S DIVIDENDOS	-6	6	7	8	-10	-11	-13	-15	-17	-19	-22	-26	-30	-34	-39	-45	-52	-59	-68	-79
UTILIDAD NETA C & W	50	57	66	76	87	100	115	132	152	175	201	231	266	306	352	404	465	535	615	707
UT. NETA TRABAJAD.																				
2% DE UTILIDAD NETA	2.25	2.59	2.98	3.43	3.94	4.53	5.21	6.00	6.90	7.93	9.12	10.49	12.06	13.87	15.95	18.34	21.09	24.26	27.89	32.08
I. S. DIVIDENDOS	0.23	0.26	0.30	0.34	0.39	0.45	0.52	0.60	0.69	0.79	0.91	1.05	1.21	1.39	1.59	1.83	2.11	2.43	2.79	3.21
UT. NETA TRABAJAD.	2.48	2.85	3.28	3.77	4.34	4.99	5.74	6.60	7.58	8.72	10.03	11.54	13.27	15.26	17.54	20.18	23.20	26.68	30.68	35.29

VPN (CORTE 15%)

C & W: \$864

ESTADO PANAMEÑO: \$2.563

TRABAJADORES: \$43

Por su parte la Cable & Wireless recibe dividendos a valor presente de ochocientos sesenta y cuatro millones de balboas dentro de los mismos supuestos de crecimiento anual del 15%.

Finalmente los trabajadores de INTEL S.A. recibirán mil novecientos cincuenta y seis millones de balboas a valor presente, por la posesión del 2 % de las acciones de INTEL S.A.

En las conclusiones de esta tesis presentaremos nuestra opinión sobre los resultados del análisis financiero de los trabajadores, la C & W y sobre todo para el Estado panameño.

Vale aclarar que éstos supuestos son sobre el análisis de un flujo neto de acuerdo a las condiciones actuales de INTEL S.A. Estas proyecciones pueden variar al momento de la elaboración de políticas diferentes o nuevas inversiones que proyecten las utilidades hacia arriba o bien hacia abajo, dependiendo si éstas son acertadas o no. En cualquier caso la modernización de la planta tanto como la explotación de la banda B de telefonía celular deben afectar positivamente la situación financiera de la empresa. Por

tanto debemos vaticinar que nuestras proyecciones se mostrarán conservadoras al enfrentarse con la realidad a mediano y largo plazo. Por ser el INTEL S.A. un monopolio manejado ahora por una transnacional la rentabilidad de la empresa debe aumentar, La explotación de la banda B de telefonía celular y el ya anunciado ajuste de las tarifas para enero próximo dejan prever que los usuarios se verán obligados a pagar mas por el servicio lo que determinará un aumento en los ingresos de la compañía.

## CONCLUSIONES

- La decisión de vender el 49% de las acciones del INTEL S.A. fue una decisión política producto de presiones externas que imponen un modelo económico neoliberal.
- INTEL S.A. requiere una inversión de mas de 500 millones de balboas para modernizar su operación.
- INTEL S.A. ha sido una empresa rentable desde que fue nacionalizada por el estado en 1973 en momento en que la Fuerza y Luz estaba en una situación de quiebra.
- A partir de su nacionalización la empresa ha observado un crecimiento sostenido y una buena rentabilidad.
- Actualmente la empresa disfruta de unas buena situación financiera y según nuestros cálculos el valor de las acciones era mayor de lo que se pagó por ellas desde la perspectiva de la empresa, pero superior desde la perspectiva del Estado panameño.

- Financieramente era mas rentable el apalancamiento por crédito bancario que la emisión de acciones.
- La venta del 49% de las acciones fue sin embargo un buen negocio, tanto para el Estado como para los trabajadores y la C & W desde el punto de vista financiero, si partimos de que ya se había decidido su venta parcial y de que el estado recibe ingresos por impuestos adicionales al pago de dividendos.
- Sin embargo el país en la práctica pierde el control de la empresa con lo que se reduce al mínimo su papel desde la perspectiva social.
- Por ser un monopolio manejado por una transnacional es muy probable que a corto plazo se dé un aumento en las tarifas para todos los usuarios del servicio.

## RECOMENDACIONES

- Ante el hecho consumado es muy poco probable que se elaboren modificaciones a lo negociado y aprobado.
- Por tanto solo resta vigilar el proceso, ya que servirá de pauta a las otras empresas estatales privatizadas o en proceso de privatización.
- Debe exigirse la publicación periódica de los Estados de Resultados, Balances Generales y estadísticas de la empresa ya que sigue siendo en gran parte un bien público.
- Por tratarse de un bien público los usuarios deben organizarse a fin de vigilar sus intereses evitando las alzas descontroladas de tarifas
- El Ente Regulador de los Servicios Públicos deberá realizar su trabajo garantizando la calidad del servicio.

## **BIBLIOGRAFIA CONSULTADA**

### **LIBROS**

- ADALID, Mario Melgar. 1978. Economía, Lecciones elementales. Editorial Limusa. México. 241 p.p.
- ANDERSON, Perry. 1997. Ha fracasado el liberalismo? Buenos Aires. 64 p.p.
- CASTILLO, Durán Damián. 1992. El Atraco al INTEL. Panamá. 64 p.p.
- GITMAN, Lawrence. 1986. Fundamentos de administración financiera. Harla. México. Tercera Edición. 166 p.p.
- CHACHOLIADES, Miltiades. 1981. Economía internacional. McGraw Hill. México. 677 p.p.
- GOVINDEN, Lincoyán Portus. 1979. Matemáticas financieras. McGraw Hill. Bogotá. 323 p.p.
- GOLCHER, Ileana. 1992. Metodología para la investigación social. CELA. Panamá. 125 p.p.
- GOLCHER, Ileana. 1995. Escriba y sustente su tesis. Ileana Golcher. Panamá. 166 p.p.
- MARIN, José; Ketelhohn, Werner. 1993. Inversiones estratégicas. Un Enfoque Multidimensional. Asociación Libro Libre. San José. Quinta edición. 287 p.p.

MURDICK, Robert; Eckhouse, Richard; Moor, Carl; Zimmerer, Thomas. 1992. Análisis de políticas de empresa. LIMUSA. México. 378 p.p.

PORTER, Michael. 1993. Estrategia competitiva. Editorial Norma. México. 164 p.p.

TORRES, Eulogio. 1994. Los contrastes del programa de privatización. Panamá. 64 p.p.

SALVATORE, Dominick. 1992. Economía internacional. Mc Graw Hill. Bogotá. Tercera edición. 325 p.p.

ZUBIZARRETA, Armando. 1983. La aventura del trabajo intelectual. Fondo Educativo Interamericano. Segunda edición. México. 198 p.p.

#### **ARTICULOS**

ARGOTE S., Felipe A. 27 de agosto de 1993. La pobreza en Panamá. Artículo. La Prensa.

Redacción de Negocios del Diario La Prensa. 19 de mayo de 1997. INTEL La Cuenta Regresiva. ¿Aló? ¿Quiere comprar? Artículo. La Prensa.

Redacción de Negocios del Diario La Prensa. 19 de mayo de 1997. INTEL La Cuenta Regresiva. Pago, Luego Existo. Artículo. La Prensa.

Redacción de Negocios del Diario La Prensa. 19 de mayo de 1997. INTEL La Hora Cero. El Desenlace. Artículo. La Prensa.

### **DOCUMENTOS**

Análisis de los Beneficios de los Sectores. Documento presentados por la Comisión Gubernamental para la Reestructuración del INTEL. 1995. 68 p.p.

Centro de Estudios Latinoamericanos Justo Arosemena (CELA). 1994. Encuesta. Panamá. 32 p.p.

Comisión Gubernamental para la Reestructuración del INTEL. 1994. Resumen INTEL. Panamá. 32 p.p.

Gaceta Oficial #22724. Ley # 5 de 9 de febrero de 1995. 1995. Ley por la cual se reestructura el Instituto Nacional de Telecomunicaciones. Panamá. 56 p.p.

Instituto Nacional de Telecomunicaciones. 1992. Memoria Anual. Panamá. 32 p.p.

Instituto Nacional de Telecomunicaciones. 1993. Memoria Anual. Panamá. 32 p.p.

Instituto Nacional de Telecomunicaciones. 1994. Memoria Anual. Panamá. 64 p.p.

Instituto Nacional de Telecomunicaciones. 1995. Memoria Anual. 32 p.p.

Instituto Nacional de Telecomunicaciones. 1996. Memoria Anual. 32 p.p.

INTEL S.A. 1994. Por qué reestructurar el INTEL. Panamá. 32 p.p.

Ministerio de Planificación y Política Económica. 1990. Estrategia nacional para el desarrollo y modernización de la economía. Panamá. 64 p.p.

Ministerio de Planificación y Política Económica. 1994. Políticas Públicas para el desarrollo integral: Desarrollo Social con eficiencia económica. Panamá. 96 p.p.

Proyecto de Ley de Telecomunicaciones. Proyecto de Ley presentado a la Comisión de Comunicaciones de la Asamblea Legislativa. 1995. 18 p.p.

Vicepresidencia Ejecutiva de Divulgación y Relaciones Públicas de INTEL S.A. 1996. Recuento Histórico en Torno a la Reestructuración del Instituto Nacional de Telecomunicaciones. Panamá. 64 p.p.

## ANEXOS

# GACETA OFICIAL

## ORGANO DEL ESTADO

AÑO XCII

PANAMA, R. DE P., MARTES 14 FEBRERO DE 1995

Nº 22.724

### CONTENIDO

#### ASAMBLEA LEGISLATIVA

##### LEY Nº 5

(De 9 de febrero de 1995)

"POR LA CUAL SE REESTRUCTURA EL INSTITUTO NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES"..... Pág. Nº 1

##### LEY Nº 6

(De 9 de febrero de 1995)

"POR LA CUAL SE MODIFICA EL DECRETO DE GABINETE 235 DE 30 DE JULIO DE 1969, QUE SUBROGA LA LEY 37 DE 31 DE ENERO DE 1961, ORGANICA DEL INSTITUTO DE RECURSOS HIDRAULICOS Y ELECTRIFICACION"..... Pág. Nº 16

#### MINISTERIO DE GOBIERNO Y JUSTICIA

##### DECRETO EJECUTIVO Nº 638

(De 14 de diciembre de 1994)

"POR MEDIO DEL CUAL SE AUTORIZA LA IMPRESION Y EMISION DE SOBRESellos DE SOBRECARGA Y D ESCARGA DE DIFERENTES SELLOS POSTALES DE SALDOS SOBANTES, CONTEMPLADOS EN LOS DECRETOS Nº 47 DE 13 DE MAYO DE 1987 Y Nº 3 DE 19 DE ENERO DE 1988, MODIFICADO POR EL DECRETO EJECUTIVO Nº 64 DE 25 DE AGOSTO DE 1988."..... Pág. Nº 21

### AVISOS Y EDICTOS

#### ASAMBLEA LEGISLATIVA

##### LEY Nº 5

(De 9 de febrero de 1995)

"Por la cual se Reestructura el Instituto Nacional de Telecomunicaciones".

#### LA ASAMBLEA LEGISLATIVA

DECRETA:

#### CAPÍTULO I

#### DE LA CONSTITUCIÓN DEL INSTITUTO NACIONAL

#### DE TELECOMUNICACIONES, S.A.

Artículo 1. Para los efectos de esta Ley, se entiende por proceso de reestructuración, la conversión del Instituto Nacional de Telecomunicaciones, en adelante denominado INTEL, en una sociedad anónima y la posterior venta, por parte del Estado, de acciones que compongan el capital social de esta sociedad, de conformidad con la presente Ley.

Artículo 2. Se autoriza al Ministro de Hacienda y Tesoro y al Gerente General del INTEL para que constituyan una sociedad anónima que se denominará "INSTITUTO NACIONAL DE TELECOMUNICACIONES, S.A.",

**GACETA OFICIAL****ORGANO DEL ESTADO**

Fundada por el Decreto de Gabinete Nº 10 de 11 de noviembre de 1903

LICDO. JORGE SANIDAS A.  
*DIRECTOR*MARGARITA CEDEÑO B.  
*SUBDIRECTORA***OFICINA**Avenida Norte (Eloy Alfaro) y Calle 3a. Casa No. 3-12,  
Edificio Casa Amarilla, San Felipe Ciudad de Panamá,  
Teléfono 28-8631, Apartado Postal 2189  
Panamá, República de PanamáLEYES AVISOS, EDICTOS Y OTRAS  
PUBLICACIONES

NUMERO SUELTO: B/. 0.90

Dirección General de Ingresos  
**IMPORTE DE LAS SUSCRIPCIONES**  
Mínimo 6 Meses en la República: B/.18.00  
Un año en la República B/.36.00  
En el exterior 6 meses B/.18.00, más porte aéreo  
Un año en el exterior, B/.36.00, más porte aéreo

Todo pago adelantado

(INTEL S.A.)", La cual estará sujeta a los requisitos y trámites del Código Fiscal y a la fiscalización de la Contraloría General de la República, mientras el Estado sea el propietario del ciento por ciento (100%) de las acciones del INTEL S.A.

El INTEL, S.A., se registrará por la Ley No.32 de 1927 y por las siguientes disposiciones especiales:

1. El Pacto Social establecerá diferentes clases de acciones;
2. Las acciones de la sociedad serán nominativas;
3. Se requerirá el voto favorable de las acciones que sean propiedad del Estado para la adopción de las siguientes decisiones:
  - 3.1. El aumento o reducción del capital social;
  - 3.2. Las modificaciones que afecten las clases de acciones y sus derechos o privilegios;
  - 3.3. El cambio del objeto social;
  - 3.4. La disolución o fusión de la sociedad. En caso de fusión, el Estado deberá mantener el porcentaje original de acciones que se le otorga por medio de la presente Ley;
  - 3.5. La política de distribución de dividendos.
- 4) En caso de venta o traspaso de las acciones que sean propiedad de la empresa o consorcio a la cual el Estado le venda el cuarenta y nueve por ciento (49%) de las acciones o de cualquiera otra empresa o persona natural, se tendrá que dar

derecho de preferencia al Estado para la compra de dichas acciones, el que dispondrá de un término de sesenta (60) días para hacer uso de este derecho. Cumplido este plazo sin que el Estado ejerza su derecho de preferencia, los accionistas quedan en libertad para vender dichas acciones;

- 5) Ni la empresa o consorcio al cual el Estado le vende el cuarenta y nueve por ciento (49%) de las acciones, ni cualquiera otra empresa privada, podrá poseer más del cuarenta y nueve por ciento (49%) de las acciones del INTEL, S.A.; y
- 6) La Junta Directiva del INTEL, S.A., estará compuesta por no menos de 5 miembros de los cuales no menos de un miembro por parte de los trabajadores.

Parágrafo transitorio. La política de planificación y desarrollo de las telecomunicaciones del país, hasta tanto se dicte la Ley General de Telecomunicaciones y del Ente Regulador, donde se haya establecido esta obligación en forma similar, la fijará el Estado panameño.

Artículo 3. El proyecto de pacto social del INTEL, S.A., deberá ser aprobado mediante resolución por la Asamblea Legislativa.

Artículo 4. Al momento de la inscripción del INTEL, S.A., los activos y pasivos del INTEL pasarán, por ministerio de la presente Ley, al INTEL, S.A.

A la fecha de la transferencia al INTEL, S.A. de todos los activos, derechos, pasivos y obligaciones del INTEL, aquella sociedad emitirá, como compensación, acciones a favor del Estado que representen el ciento por ciento (100%) del capital social accionario del INTEL, S.A. La totalidad de las acciones se emitirán sin valor nominal a favor del Gobierno de la República de Panamá.

Artículo 5. Una vez la sociedad se encuentre debidamente constituida e inscrita los departamentos correspondientes del Registro Público, a la presentación de la Gaceta Oficial en la que se publique la presente Ley, inscribirán inmediatamente y en cumpli-

miento de esta Ley, el cambio de titularidad de los bienes inmuebles que a esa fecha aparezcan a nombre del INTEL, sin costo notarial y registral alguno.

Artículo 6. El INTEL, S.A., tendrá en forma exclusiva la facultad de continuar operando los servicios de telecomunicaciones que venía brindando hasta la fecha el INTEL y la Banda B de la Telefonía Móvil Celular, hasta tanto se le otorgue la concesión correspondiente.

## CAPÍTULO II

### AUTORIZACIÓN PARA LA VENTA DE ACCIONES DEL INTEL, S.A.

Artículo 7. El Consejo de Gabinete queda autorizado para vender, mediante el procedimiento de licitación pública que se reglamenta en esta Ley, hasta el cuarenta y nueve por ciento (49%) de las acciones del INTEL, S.A., a una empresa reconocida mundialmente por su experiencia en telecomunicaciones o a un consorcio que sea liderado por una empresa que cumpla esta condición.

Esta licitación también tendrá como resultado el otorgamiento al INTEL, S.A., de una concesión que le permita mantener las redes y prestar los servicios de telecomunicación básica nacional, interprovincial e internacional, que actualmente provee el INTEL, así como instalar las redes y ofrecer servicios de telefonía celular utilizando la Banda B establecida en el Artículo 5 de la Ley No. 17 de 1991. Los períodos y términos de exclusividad no podrán ser mayores de diez (10) años.

Artículo 8. La Junta Directiva del INTEL, S.A., a través de su representante legal, anunciará con una anticipación de por lo menos treinta (30) días calendario, el inicio del procedimiento de venta de las acciones mediante aviso que deberá publicarse durante tres (3) días por lo menos, en tres (3) diarios de circulación nacional, en tres (3) publicaciones internacionales de circulación en Europa, Asia y América, y una (1) vez en la Gaceta Oficial.

Artículo 9. Para los efectos de estimar el valor de venta de las acciones del INTEL, S.A., se utilizarán parámetros reconocidos y

utilizados internacionalmente en operaciones similares, que orienten a la estimación del valor de mercado de éstas, calculado por una firma o empresa de reconocido prestigio y experiencia en la materia, según técnicas de evaluación de uso común en la comunidad financiera internacional, y sometiéndolas a la evaluación y recomendaciones técnicas de una Comisión Gubernamental, integrada por funcionarios especializados de la Contraloría General de la República, del Ministerio de Hacienda y Tesoro, del Ministerio de Planificación y Política Económica, del INTEL, S.A., y de la Junta Directiva de esta Institución.

Artículo 10. El Ministerio de Hacienda y Tesoro, en coordinación con la Junta Directiva y el Gerente General del INTEL, S.A., dirigirá el proceso de venta de las acciones y contratará expertos, incluyendo asesores legales y financieros externos, para asistir en este proceso; en ningún caso serán más de tres (3), ya sean personas jurídicas o naturales.

El Gobierno Nacional tomará las previsiones presupuestarias necesarias para el adecuado cumplimiento de este proceso.

Artículo 11. La Junta Directiva del INTEL, S.A., mientras el Estado sea propietario del ciento por ciento (100%) de las acciones, estará integrada por:

1. El Ministerio de Gobierno y Justicia;
2. El Ministerio de Hacienda y Tesoro;
3. El Ministerio de Planificación y Política Económica;
4. El Presidente o la Presidenta de la Asamblea Legislativa; y
5. Un trabajador del INTEL, designado por la directiva del sindicato.

Los dignatarios del INTEL, S.A., mientras el Estado sea propietario del ciento por ciento (100%) de las acciones, serán designados por la mayoría de los integrantes de la Junta Directiva.

Artículo 12. La licitación para la venta de hasta el cuarenta y nueve por ciento (49%) de las acciones del INTEL, S.A., se llevará a cabo de conformidad con las siguientes formalidades:

1. Elaboración del pliego de cargos y especificaciones por expertos en telecomunicaciones, financistas, economistas, juristas y cualquier otro técnico que se requiera;
2. Precalificación;
3. Negociación de los <sup>act-</sup> documentos de la licitación y fianza de propuesta;
4. Firma de los contratos de concesión y de compraventa de las acciones por los proponentes;
5. Presentación de las propuestas;
6. Pago de las acciones; y
7. Adjudicación de las acciones y firma de los contratos de concesión y de compraventa de las acciones por parte del Estado.

Artículo 13. El Ministerio de Planificación y Política Económica y el Ministerio de Hacienda y Tesoro, en coordinación con el Gerente General y la Junta Directiva del INTEL, S.A., establecerán los requisitos para la precalificación de los interesados.

Artículo 14. La precalificación deberá sujetarse al siguiente procedimiento:

1. El Ministerio de Hacienda y Tesoro y el Ministerio de Planificación y Política Económica, en coordinación con el Gerente General y la Junta Directiva del INTEL, S.A., establecerán las condiciones de idoneidad, capacidad técnica, capacidad financiera, capacidad administrativa y los compromisos de responsabilidad requeridos para la precalificación; y las publicarán, por lo menos tres (3) días consecutivos, en tres (3) diarios de circulación nacional, en tres (3) publicaciones internacionales de circulación en Europa, Asia y América, y una sola vez en la Gaceta Oficial;
2. Los participantes acreditarán las condiciones de precalificación requeridas en el plazo que se fije para tal objeto. Este plazo no será menor de treinta (30) ni mayor de noventa (90) días calendario. Dentro de este plazo se concederá un período

de consultas por escrito; y

3. El Gerente General del INTEL, S.A., un representante del Ministerio de Hacienda y Tesoro y un representante del Ministerio de Planificación y Política Económica, conjuntamente con los asesores técnicos y expertos a que se refiere el Artículo 10, verificarán el cumplimiento de las condiciones de precalificación por parte de los participantes y someterán su recomendación a la consideración de la Junta Directiva del INTEL, S.A.

Para todos los efectos legales, el resultado de esta precalificación será determinado mediante resolución motivada de la Junta Directiva del INTEL, S.A., la que será notificada a todos los participantes por edicto, el que será fijado por dos (2) días hábiles en las oficinas del INTEL, S.A.

Contra esta resolución procederá el recurso de reconsideración, el cual deberá presentarse dentro de los términos que la ley establece. Con este recurso se agotará la vía gubernativa y el interesado tendrá expedita la vía contencioso administrativa.

Artículo 15. Si no resultaren candidatos precalificados o solamente precalificase uno, los representantes del Ministerio de Hacienda y Tesoro, del Ministerio de Planificación y Política Económica, en coordinación con el Gerente General y la Junta Directiva del INTEL, S.A., conjuntamente con los asesores técnicos y expertos a que se refiere el Artículo 10, revisarán las condiciones de precalificación a objeto de convocar a una nueva precalificación, la cual se sujetará a lo establecido en el artículo anterior.

Si en la segunda precalificación no hubiese personas precalificadas, o sólo precalificase una, el Gerente General del INTEL, S.A., conjuntamente con las personas mencionadas en el párrafo anterior, podrán entrar en la etapa de negociación directa de los documentos de la licitación, previa autorización del Consejo de Gabinete.

Artículo 16. Con la notificación de la resolución a que se refiere el Artículo 14, el Gerente General del INTEL, S.A., pondrá a disposición de los candidatos precalificados la versión preliminar de los documentos de la licitación, incluyendo el pliego de cargos y el proyecto de contrato de concesión, al costo que estime conveniente y señalará la fecha de inicio del período de negociación de estos documentos, el cual no excederá de treinta (30) días calendario.

Artículo 17. Participarán en las etapas subsiguientes de la licitación las personas que hubiesen precalificado o aquellas escogidas mediante negociación directa, al tenor del párrafo segundo del Artículo 15. Sin embargo, estas personas podrán asociarse como socio accidental, en caso que no califiquen como socio operador, siempre que lo autorice el Ministerio de Hacienda y Tesoro y se cumplan las siguientes condiciones:

1. El candidato precalificado tendrá, y así se hará constar en el contrato mediante el cual se constituya el consorcio, la responsabilidad de operar y administrar la concesión en su carácter de socio operador, ya sea por sí mismo o por medio de la persona jurídica bajo la cual licite;
2. El socio operador será el representante de los miembros del consorcio, y como tal, tendrá plenos poderes para obligar individual y colectivamente a todos los asociados;
3. Todos los socios del consorcio serán solidariamente responsables, para con el Estado, de las obligaciones y responsabilidades derivadas de las actuaciones y contratos en los que sea parte el consorcio. Para estos efectos, cada socio suscribirá el contrato de concesión, ratificando esta solidaridad;
4. La cesión parcial o total de las participaciones de cada asociado, deberá ser previamente aprobada por el Ministerio de Hacienda y Tesoro en coordinación con el Gerente General del INTEL, S.A.;

5. Los asociados extranjeros deberán inscribirse previamente en el Registro Público y someterse a las leyes panameñas y a la jurisdicción de los tribunales de la República de Panamá;
6. El contrato por el cual se constituya el consorcio deberá ser sometido por los interesados y aprobado por el Ministerio de Hacienda y Tesoro, antes de la publicación del aviso de convocatoria para el acto de presentación de las propuestas y no se admitirán nuevos miembros una vez sea aprobado; y
7. Los consorcios de que trata la presente Ley se regularán subsidiariamente por las disposiciones del Código de Comercio sobre asociaciones accidentales o cuentas en participación.

Artículo 18. Además de lo establecido en el artículo anterior, los consorcios deberán cumplir con los siguientes requisitos:

1. No se admitirán más de cuatro (4) miembros en el consorcio;
2. El socio operador deberá mantener por lo menos el cincuenta y uno por ciento (51%) de la participación en el consorcio, mientras dure el período de exclusividad. El incumplimiento de esta norma dará lugar, mientras los servicios de telefonía y telex nacional e internacional y de telegrafía internacional del INTEL, S.A., sean prestados sin competencia con otras empresas, a la nulidad absoluta de esa transacción;
3. Para que un asociado pueda tener una participación del treinta por ciento (30%) o más, se requiere que hubiese precalificado;
4. No podrá participar como socio operador ningún fabricante o exportador de equipo de telecomunicación; y
5. No se permitirá la participación de empresas cuya mayoría de acciones sea de propiedad de Estados extranjeros.

Artículo 19. Una vez realizada la precalificación, el Gerente General del INTEL, S.A., iniciará, con los participantes precalificados, la etapa de negociación de los documentos preliminares de la

licitación, para lo cual éstos se pondrán a disposición de los participantes junto con un documento descriptivo de la situación técnica, económica y financiera del INTEL, S.A.

En estas negociaciones participarán conjuntamente con el Gerente General del INTEL, S.A., los representantes que designe el Ministerio de Hacienda y Tesoro y el Ministerio de Planificación y Política Económica, así como los asesores técnicos y expertos a que se refiere el Artículo 10 de esta Ley.

Se permitirá a los participantes precalificados, de la forma más amplia, el examen de los libros y bienes del INTEL, S.A., a fin de que tengan todos los elementos de juicio para la preparación de sus respectivas propuestas.

Durante este período, el Ministerio de Hacienda y Tesoro, en coordinación con el Gerente General del INTEL, S.A., y las demás personas mencionadas en el segundo párrafo de este artículo, negociarán con los participantes precalificados el contrato de compraventa de las acciones y el contrato de concesión, así como modificaciones al Pacto Social, con el objeto de preparar documentos homologados para todas las partes. Este período de negociación tendrá un plazo no menor de noventa (90) días ni mayor de doscientos diez (210) días calendario.

**Artículo 20.** Finalizadas las negociaciones con acuerdo entre las partes, se someterán a la aprobación del Consejo de Gabinete los documentos de la licitación que se hubiesen convenido, debiéndose aprobar la concesión respectiva mediante resolución motivada por parte de la Asamblea Legislativa.

De no lograrse acuerdo dentro del período de tiempo que determinen el Ministerio de Hacienda y Tesoro, en coordinación con el representante de la Junta Directiva y el Gerente General del INTEL, S.A., éstos elaborarán los documentos finales para la licitación, incluyendo el contrato de concesión y el pliego de cargos, los cuales deberán ser aprobados por el Consejo de Gabinete.

Artículo 21. Aprobados los documentos finales para la licitación por parte del Consejo de Gabinete, el Ministerio de Hacienda y Tesoro, en coordinación con el Gerente General del INTEL, S.A., y el representante legal de la Junta Directiva del INTEL, S.A., convocará al acto de presentación de las propuestas, publicando el aviso correspondiente por tres (3) días consecutivos, en dos (2) diarios de circulación nacional. Este aviso se publicará con no menos de treinta (30) días de anticipación, e indicará fecha, lugar y hora en que se celebrará el referido acto público. A partir del aviso de convocatoria, se pondrán a disposición de los candidatos precalificados los documentos finales de la licitación.

Artículo 22. El acto para la presentación de las propuestas será presidido por el Ministerio de Hacienda y Tesoro. Participarán, además, un representante del Ministerio de Gobierno y Justicia y otro de la Contraloría General de la República .

También podrán participar en este acto todos los proponentes y sus representantes o apoderados.

En ningún caso se aceptarán pagos con títulos de la deuda pública nacional.

Sólo se admitirá un sobre cerrado por proponente que deberá contener:

1. El precio que se ofrece por hasta el cuarenta y nueve por ciento (49%) de las acciones del INTEL, S.A. y el derecho de la concesión;
2. Los documentos de la licitación aprobados por el Consejo de Gabinete, debidamente <sup>firmados</sup> firmados por el proponente;
3. La declaración de aceptación del pliego de cargos y demás documentos de la licitación, sin condiciones, objeciones o reservas; y
4. Un documento de compromiso de pago expedido por un banco previamente aceptado por el Ministerio de Hacienda y Tesoro, en el que el banco se comprometa a pagar, irrevocablemente y

en efectivo, la suma ofrecida en la propuesta por hasta el cuarenta y nueve por ciento (49%) de las acciones del INTEL, S.A., y el derecho de concesión. Los términos, condiciones y características de este documento serán establecidos en los documentos de la licitación.

El Ministerio de Hacienda y Tesoro podrá, en el mismo acto, firmar el contrato de compraventa que represente la mayor propuesta, siempre que ésta no sea inferior al precio de venta de referencia.

Artículo 23. El Estado se reserva, en todo momento, el derecho de declarar desierta la licitación o no adjudicarla, cuando considere que no están adecuadamente salvaguardados los intereses públicos.

Artículo 24. Antes de la firma del contrato de compraventa de las acciones del INTEL, S.A. y el de concesión, por parte de los Ministros de Hacienda y Tesoro y de Gobierno y Justicia, respectivamente, el proponente favorecido deberá presentar las fianzas y garantías que se establezcan en el contrato.

Artículo 25. Una vez firmado el contrato de compraventa, el Ministerio de Hacienda y Tesoro entregará al comprador, previo su pago, las acciones del INTEL, S.A. que le correspondan. Para todos los efectos legales, la fecha de pago determinará la fecha de la transferencia de las referidas acciones, las cuales deberán registrarse en el libro de registro de acciones a nombre del comprador.

#### CAPÍTULO III

##### DE LA GARANTÍA DE ESTABILIDAD Y PROTECCIÓN DE LOS DERECHOS DE LOS TRABAJADORES Y SU PARTICIPACIÓN EN EL CAPITAL SOCIAL DEL INTEL, S.A.

Artículo 26. Al momento de la transferencia de activos y pasivos al INTEL, S.A. de acuerdo con el Artículo 3 de esta Ley, la nueva empresa asumirá y mantendrá a todos los trabajadores del INTEL al momento de la promulgación de esta Ley y su correspondiente pasivo laboral, así como a su organización sindical. El Código de

Trabajo, el Reglamento Interno vigente y una Convención Colectiva que contenga como mínimo las prestaciones, derechos y garantías establecidas en la Ley No.8 de 1975, regirán las relaciones laborales a partir de la promulgación de esta Ley. Mientras no se haya celebrado la respectiva Convención Colectiva, regirán las disposiciones de la Ley No.8 de 1975.

Los trabajadores del INTEL, S.A., después de la venta de cualquier porcentaje de las acciones, tendrán las siguientes opciones:

1. Mantener y continuar acumulando sus prestaciones laborales con todos sus derechos; o
2. Solicitar la liquidación de sus prestaciones laborales en efectivo, incluyendo la indemnización; con garantía de un nuevo contrato de trabajo por tiempo indefinido, en los mismos términos y condiciones del que tenían al momento de la liquidación.

En uno u otro caso, el INTEL, S.A. no podrá dar por terminada la relación laboral sin que medie causa justificada prevista por la Ley y según las formalidades de ésta. No se aplicará lo dispuesto en los numerales 1 y 3 del Artículo 212 del Código de Trabajo, a los trabajadores que provienen del INTEL.

Artículo 27. Al momento de la venta de cualquier porcentaje de las acciones del INTEL, S.A., el Ministerio de Hacienda y Tesoro constituirá un fideicomiso irrevocable, designándose al Banco Nacional como fiduciario, al cual el Estado transferirá las acciones que representen el dos por ciento (2%) del total del capital social del INTEL, S.A. Este fideicomiso le otorgará a la Junta Directiva del sindicato de trabajadores del INTEL, S.A., el derecho de elegir no menos de un miembro de la Junta Directiva del INTEL, S.A.

Este fideicomiso se mantendrá en beneficio de los trabajadores del INTEL, S.A. y de sus trabajadores que se jubilen a partir de la fecha de venta de las acciones del INTEL, S.A. El fideicomiso se

constituirá de conformidad con la Ley No.1 de 1984, y los dividendos se distribuirán entre los beneficiarios del fideicomiso, de conformidad con la fórmula que se establezca en el instrumento de fideicomiso en el cual se expresará que el fiduciario no recibirá remuneración por sus servicios.

#### CAPÍTULO IV

##### DISPOSICIONES GENERALES

Artículo 28. El INTEL, S.A., incorporará a sus programas de administración y control interno, la contratación anual de una firma de auditores independientes de reconocido prestigio, para que analicen todas las operaciones realizadas durante el período fiscal y presenten el correspondiente informe de auditoría, conforme a las normas de contabilidad generalmente aceptadas.

Artículo 29. El proponente que adquiera las acciones del INTEL, S.A., y el contrato de concesión, no podrá participar en la operación ni en el capital social del operador de la Banda A de telefonía móvil celular, y viceversa.

Artículo 30. Previa la licitación de las acciones y del otorgamiento del contrato de concesión al INTEL, S.A., se deberá haber dictado y promulgado una ley que regule el servicio de telecomunicaciones y la constitución de la entidad reguladora, que estará a cargo de la vigilancia y aplicación de dichas normas.

Artículo 31. El INTEL, S.A., mantendrá la vigencia de los convenios de cooperación técnica celebrados con instituciones públicas de educación superior y garantizará el servicio gratuito de comunicaciones que demanden las redes públicas de datos nacionales e internacionales, como un aporte al desarrollo académico de la Nación.

Artículo 32. Los ingresos provenientes de la venta del cuarenta y nueve por ciento (49%) de las acciones del INTEL, S.A., no podrán ser utilizados para financiar gastos corrientes del Estado, con la única excepción de los gastos que genere el mismo. Después de sufragados los gastos del proceso de venta de las acciones del INTEL, S.A. la totalidad de los dineros provenientes de la venta de

dichas acciones deberán ser destinados a inversiones públicas en el sector social.

Para los propósitos de este artículo, los fondos así obtenidos serán transferidos a un fideicomiso que el Ministerio de Hacienda y Tesoro como fideicomitente, constituirá en el Banco Nacional de Panamá como fiduciario. Se deberá obtener la autorización previa de la Comisión de Presupuesto de la Asamblea Legislativa y del Consejo de Gabinete, para la utilización de los fondos fideicomitados en inversiones públicas.

Artículo 33. Mientras el Estado mantenga el ciento por ciento (100%) de las acciones del INTEL, S.A., se aplicará el Artículo 74 del Código Fiscal. El INTEL S.A., se regirá por las normas de derecho privado, luego que el sector privado adquiriera acciones de esta empresa.

Artículo 34. Serán aplicables al INTEL, S.A., las disposiciones que en materia tributaria establezca el Código Fiscal.

Artículo 35. Se excluye al INTEL, S.A., de la aplicación de la Ley 3 de 1977 y del Decreto Ejecutivo 75 de 1990.

Mientras el Estado sea dueño del ciento por ciento (100%) de las acciones del INTEL, S.A., no se aplicarán a esta empresa los capítulos VII y VIII del Decreto de Gabinete 214 de 1970.

Artículo 36. A partir de la fecha de transferencia de todos los activos y pasivos del INTEL al INTEL, S.A., quedarán derogadas la Ley 80 de 1973, la Ley 36 de 1975, la Ley 6 de 1977, la Ley 2 de 1979 y la Ley 79 de 1973.

Artículo 37. Esta Ley empezará a regir a partir de su promulgación.

#### COMUNIQUESE Y CUMPLASE

Dada en la ciudad de Panamá, a los 31 días del mes de enero de mil novecientos noventa y cinco.

La Presidenta,  
**BALBINA HERRERA ARAUZ**

El Secretario General,  
**ERASMO PINILLA C.**

ORGANO EJECUTIVO NACIONAL. -- PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA PANAMA, REPUBLICA DE PANAMA,  
9 de febrero de 1995.

**ERNESTO PEREZ BALLADARES**  
Presidente de la República

**RAUL MONTENEGRO DIVIAZO**  
Ministro de Gobierno y Justicia

## ASAMBLEA LEGISLATIVA

## LEY Nº 6

(De 9 de febrero de 1995)

"Por la cual se modifica el Decreto de Gabinete 235 de 30 de julio de 1969, que subroga la Ley 37 de 31 de enero de 1961, Orgánica del Instituto de Recursos Hidráulicos y Electrificación".

## LA ASAMBLEA LEGISLATIVA

## DECRETA:

Artículo 1. Modifícase el literal c) y adicionanse los literales k), l), m) y n) al Artículo 2 del Decreto de Gabinete 235 de 1969, así:

## Artículo 2.

...

"c) Construir, instalar y operar todas las fuentes adicionales de generación eléctrica que se requieran para el uso público en todo el territorio de la República, utilizando para ello cualquier medio de producción, salvo las excepciones señaladas en los literales k), l) y m)".

...

"k) Otorgar concesiones administrativas para la generación eléctrica o celebrar otro tipo de contratación para la compra de energía eléctrica a plantas de propiedad de terceros. Las concesiones o contrataciones, que al respecto se realicen, especificarán la tarifa que habrá de aplicarse o la fórmula para su establecimiento y ajuste las cuales se otorgarán de acuerdo con el procedimiento de contratación pública del Instituto. Un concesionario privado sólo podrá operar plantas de generación eléctrica, cuya capacidad instalada no sea mayor del veinte por ciento (20%) de la capacidad instalada del sistema eléctrico nacional.

La participación total de la empresa privada en la generación de energía eléctrica en ningún caso podrá exceder del cuarenta y cinco por ciento (45%) del total de la capacidad instalada en el sistema eléctrico nacional".

- l) Autorizar la generación eléctrica a terceros, de acuerdo con los términos y condiciones que se establezcan en la correspondiente concesión, permiso o licencia, para el autoconsumo, o la venta de electricidad al Instituto o a terceros. En el caso de que varios interesados soliciten una concesión sobre el mismo bien, la preferencia se determinará en base a lo que dispone la legislación vigente para esta materia. De existir un solo interesado se procederá de acuerdo con lo siguiente:
1. Un representante del Ministerio de Hacienda y Tesoro y uno del Ministerio de Planificación y Política Económica, en coordinación con el Director y la Junta Directiva del Instituto, revisarán las condiciones de propuesta y podrán entrar en la etapa de negociación directa de los documentos de concesión, previa autorización del Consejo de Gabinete.
  2. Sólo se construirán aquellos proyectos de energía eléctrica que no contaminan el medio ambiente. En el caso de que no exista otra alternativa viable para el país de manera inmediata, se deberá comprobar que la planta que se construya es la única posibilidad de suministrar energía eléctrica".
- "m) El Instituto podrá otorgar acceso a su sistema de transmisión y distribución a los generadores que le vendan electricidad al Instituto o a terceros, de acuerdo con los términos y condiciones que se establezcan en el correspondiente acuerdo que se suscriba entre el Instituto y los mencionados generadores, el cual debe incluir la tarifa de peaje que se pagará por el uso de los sistemas del Instituto. En el caso de que no existan

redes de transmisión y distribución que permitan el abastecimiento de los generadores privados al Instituto o a los consumidores finales, el Instituto podrá autorizar la construcción y operación de dichos sistemas por parte de los interesados, para lo cual otorgará la correspondiente concesión, permiso o licencia.

Las funciones de regulación, otorgamiento de los contratos de concesiones, permisos y licencias, además de la fijación de tarifas de compra de electricidad por parte del Instituto a terceros o de venta de electricidad de generadores privados a terceros, serán ejercidas por el Instituto hasta tanto se cree el organismo regulador del sector eléctrico. Las concesiones, permisos y licencias deberán otorgarse de acuerdo con las normas que de carácter técnico, legal y ambiental, sean establecidas en la reglamentación que, para tal efecto, emitirá el Instituto, previa aprobación por parte del Consejo de Gabinete.

Esta reglamentación deberá ser emitida en un plazo no mayor de ciento veinte (120) días, contados a partir de la promulgación de la presente Ley.

Las tarifas eléctricas al usuario no serán aumentadas como consecuencia de la participación de la inversión privada en el sector eléctrico, salvo que el Instituto, o el organismo regulador en su caso, determine ajustes o modificaciones a las mismas, en atención a las actualizaciones de los costos de producción según el plan de expansión de generación del Instituto. Asimismo, esta reglamentación deberá ser revisada y adoptada por el organismo regulador del sector eléctrico, una vez se haya constituido.

La Ley que cree el organismo regulador establecerá la participación de un organismo regulador independiente

del Instituto, y dicha ley deberá ser aprobada por la Asamblea Legislativa en el plazo de un (1) año, a partir de la promulgación de esta Ley".

- "n) El Instituto podrá, cada vez que lo estime conveniente, participar conjuntamente con el sector privado o con otras instituciones del sector público, nacionales o extranjeras, en empresas o sociedades de economía mixta en las mejores condiciones para el Instituto, siempre que tales empresas o sociedades se dediquen a la generación, transmisión, distribución y comercialización de energía eléctrica.

En caso de participación del Instituto conjuntamente con el sector privado, se tomará en cuenta lo dispuesto en el literal k) del Artículo 1. El pacto social, así como los estatutos de la empresa o sociedad mixta que se constituya de acuerdo con este literal, deberán ser autorizados por la Asamblea Legislativa, conforme a lo dispuesto en la Constitución Política de la República de Panamá".

Artículo 2. Adiciónase el Artículo 6A al Decreto de Gabinete 235 de 1969, así:

"Artículo 6A. El Instituto estará en la obligación de desarrollar acciones permanentes de investigación y actualización tecnológica, con el fin de crear nuevas y mejores opciones de control de los contaminantes y proyectos de energía eléctrica que no contaminen el medio ambiente".

Artículo 3. Los literales g) y h) del Artículo 17 del Decreto de Gabinete 235 de 1969, quedan así:

Artículo 17.  
...

- "g) Autorizar gastos, operaciones o transacciones mayores de quinientos mil balboas (B/.500,000.00) que deba realizar el Instituto, previo concepto favorable del Director General".

"h) Hacer las adjudicaciones definitivas de las licitaciones por compras o ventas mayores de quinientos mil balboas (B/.500,000.00), o autorizar las compras directas, previo concepto favorable del Director General".

...

Artículo 4. Los literales k) y l) del Artículo 21 del Decreto de Gabinete 235 de 1969, quedan así:

Artículo 21.

...

"k) Autorizar todo gasto, operación, negocio, obligación, contrato o transacción que deba efectuar el Instituto hasta por quinientos mil balboas (B/.500,000.00)".

"l) Otorgar, mediante resueltos, las adjudicaciones definitivas de las licitaciones y de los concursos de precios por compras o ventas hasta por quinientos mil balboas (B/.500,000.00)".

Artículo 5. El Artículo 25 del Decreto de Gabinete 235 de 1969, queda así:

"Artículo 25. La Contraloría General de la República tiene la facultad discrecional <sup>«1»</sup> de realizar el preáudito o control previo de las operaciones y transacciones que realice el Instituto, relacionado con el registro contable del gasto; la verificación de la existencia ~~de~~ la partida presupuestaria disponible, así como la verificación de que la erogación esté debidamente autorizada.

También podrá efectuar posteriormente las investigaciones y confrontaciones que estime convenientes, cuando alguna circunstancia o hecho así lo amerite.

El Instituto podrá, además, contratar los servicios de firmas de contadores públicos autorizados para el servicio de su auditoría externa".

Artículo 6. La presente Ley modifica el literal c) del Artículo 2, los literales g) y h) del Artículo 17, los literales k) y l) del Artículo 21 y el Artículo 25 del Decreto de Gabinete 235 de 1969. Adiciona los literales k), l), m) y n) al Artículo 2 y el Artículo 6A al decreto de gabinete 235 de 1969.

Artículo 7. Esta Ley empezará a regir a partir de su promulgación.

**COMUNIQUESE Y CUMPLASE**

Dada en la ciudad de Panamá, a los 3 días del mes de febrero de mil novecientos noventa y cinco.

La Presidenta,  
**BALBINA HERRERA ARAUZ**

El Secretario General,  
**ERASMO PINILLA C.**

ORGANO EJECUTIVO NACIONAL. -- PRESIDENCIA DE LA REPUBLICA, - PANAMA,  
REPUBLICA DE PANAMA, 9 de febrero de 1995.

**ERNESTO PEREZ BALLADARES**  
Presidente de la República

**NITZIA R. DE VILLARREAL**  
Ministra de Gobierno y Justicia

**MINISTERIO DE GOBIERNO Y JUSTICIA**  
**DECRETO EJECUTIVO Nº 638**  
(De 14 de diciembre de 1994)

*Por medio del cual se autoriza la impresión y emisión de sobresellos de sobrecarga y descarga de diferentes sellos postales de saldos sobrantes, contemplados en los Decretos No. 47 de 13 de mayo de 1987 y No. 3 de 19 de enero de 1988, modificado por el Decreto Ejecutivo No. 64 de 25 de agosto de 1988.*

*El Presidente de la República*  
*en uso de sus facultades legales,*

**CONSIDERANDO:**

*Que es facultad del Organo Ejecutivo por conducto del Ministerio de Gobierno y Justicia, autorizar la impresión de sobresellos de descarga y sobrecarga de sellos postales de saldos sobrantes, necesarios para la prestación del servicios de Correos.*

**DECRETA:**

**Artículo Primero:** *Autorizar a la Dirección General de Correos y Telégrafos del Ministerio de Gobierno y Justicia para que realice la impresión de sobresellos de descarga y sobrecarga sobre diferentes sellos postales de saldos sobrantes, que a continuación se detalla:*

**A- Descarga de Valor Facial**

Nombre de la emisión	Base Legal	Cantidad Existente	Cantidad Original	Nuevo Valor
----------------------	------------	--------------------	-------------------	-------------