
1998-2003: El Impacto de desequilibrios económicos en el valor de los operadores de telecomunicaciones

Oliver Alexander Flögel

Arbor CLXXV, 690 (Junio 2003), 987-998 pp.

Resumen Ejecutivo

Las operadoras de telecomunicaciones son parte de un sistema económico que debe mantenerse en equilibrio para su desarrollo sostenible.

La evolución de la capitalización bursátil de las operadoras de telecomunicaciones durante el periodo 1998-2003 puede dividirse en tres etapas: Expansión; Reparación y Nuevo Equilibrio.

La primera etapa de expansión se caracteriza por un fuerte crecimiento orgánico e inorgánico de las compañías, donde generalmente este último crecimiento, dado principalmente por adquisiciones y fusiones, es financiado mediante aportaciones de capital de sus accionistas o emisiones de deuda. Este crecimiento alimenta a todo el sistema, incrementando de manera continuada su valor. Durante el año 2000 se produce el primer punto de inflexión profundo en esta tendencia alcista del valor de los activos debido a una ineficiencia del sistema económico donde se produce una transferencia desequilibrada de valor hacia uno de sus agentes: el gobierno.

La segunda etapa, que abarca el periodo 2000-2003, implica un proceso de reparación del sistema por parte de los operadores para revertir esta transferencia de valor. Este proceso de reparación afecta a todos los agentes en mayor o menor medida.

Durante el 2003 se ha producido un segundo punto de inflexión mas tenue y aun frágil donde un nuevo aparente equilibrio sienta las bases para una nueva etapa de crecimiento del valor global del sistema económico.

Agentes que sustentan el desarrollo económico.

Como se ha comentado anteriormente, las operadoras de telecomunicaciones son parte de un sistema económico que debe mantenerse equilibrado si quiere progresar y desarrollarse.

Todos los agentes interactúan entre sí y con la operadora. Para nuestros efectos analizaré exclusivamente la relación de la operadora con cada uno de los agentes y no el comportamiento de los agentes entre sí.

El primer agente es el accionista, dueño final de la operadora. El accionista inyecta fondos en la compañía mediante aportaciones de capital iniciales y ampliaciones de capital para financiar proyectos de expansión. Como retribución al capital aportado a la operadora los accionistas esperan recibir retornos económicos a través de la revalorización bursátil de la operadora y / o a través del pago de dividendos.

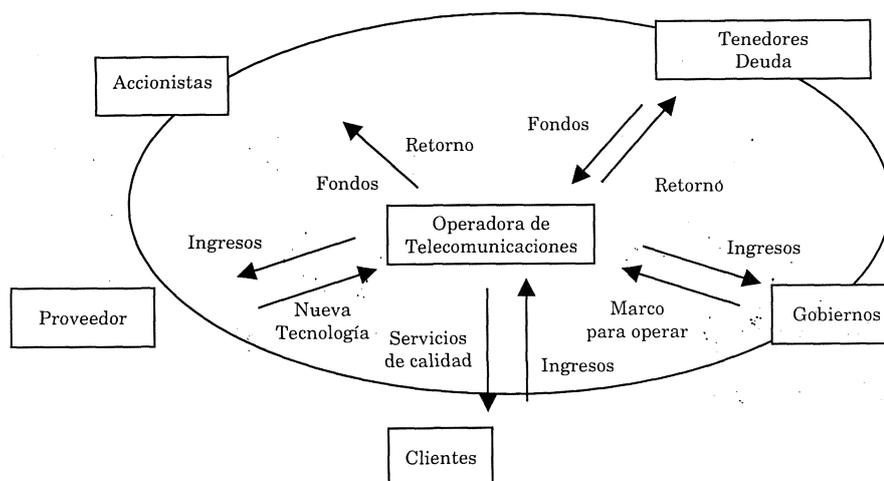
Un segundo actor es el tenedor de deuda. La segunda vía de financiación de los proyectos de expansión es mediante la captación de deuda ya sea en el mercado privado o en el mercado público. El retorno exigido por los tenedores de deuda es función del riesgo asociado al proyecto y las garantías de recuperación del capital invertido.

Los clientes forman un tercer agente, que recibe los servicios de telecomunicaciones de las operadoras. Los clientes son la principal fuente de ingreso de los operadores de telecomunicaciones y deciden a quién contratan sus servicios. Para ello, los operadores invierten en dos pilares fundamentales: (i) tecnología de mayor calidad que a su vez aumenta el gasto del cliente y (ii) gastos comerciales de captación y atención al cliente.

El cuarto agente del sistema en el que se mueven la compañías que prestan servicios de telecomunicaciones son los proveedores. Estos desarrollan la tecnología que los operadores proporcionan a sus clientes, transformándose en una fuente de ingresos para la operadora y a su vez siendo la fuente de ingresos de los proveedores en un círculo virtuoso que maximiza los servicios prestados a los clientes.

Finalmente hay que considerar a los gobiernos que, por un lado, son los encargados de diseñar la regulación que sienta las bases del

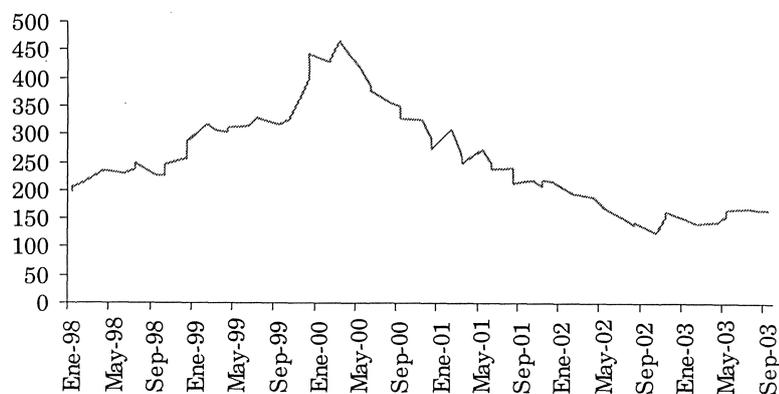
juego para las operadoras de telecomunicaciones y, por otro, reciben ingresos por vía de los impuestos a las ganancias, el crecimiento económico del país en el que se desarrollan los operadores y mediante la venta de activos como el espectro radioeléctrico.



Evolución bursátil del periodo 1998-2003

A efectos de analizar el impacto del desequilibrio causado por la transferencia de valor hacia de los agentes es ilustrativo la evolución del *Dow Jones Telecom Index*. Este índice está compuesto por 30 operadoras de telecomunicaciones, tanto operadores fijos como móviles e integrados de mercados asiáticos, europeos y americanos.

Dow Jones Telecom Index 1998-2003



Etapa de Expansión

En el gráfico se observa claramente cómo en el periodo 1998-2000 hay una senda de revalorización continua de los operadores de telecomunicaciones que componen el índice. Esta es la fase de expansión. El valor bursátil de las operadoras se determina en función de las expectativas futuras de generación de caja de las mismas y de sus expectativas de crecimiento.

Las operadoras continuamente buscaban nuevas oportunidades de negocio que potenciaron sus perspectivas de crecimiento y flujo de caja futuro. La subida sostenida del valor de los activos hizo que cada vez las adquisiciones también resultasen más onerosas en términos relativos y absolutos.

En el ámbito latinoamericano, durante 1998 el gobierno brasileño concluyó la privatización de su sistema de telecomunicaciones *Telebras*, mediante la venta de tres operadoras de telefonía fija y diez operadoras de telefonía móvil, siendo hasta la fecha la mayor privatización de la historia de Latinoamérica, recaudando para las arcas del estado más de 19 billones¹ de dólares en total.

En Europa, en 1999 Mannesmann adquirió un 44,8% de Orange por un valor de empresa de 34,7 billones de dólares, equivalente a casi 10.000 dólares por cliente. El operador estadounidense Bellsouth incursiona en Europa con la compra de un 77,5% de E-Plus por un valor total de compañía equivalente a 9.500 millones de dólares, Deutsche Telecom adquiere la totalidad de One 2 One por más de 13 billones de dólares, un desembolso de más de 4.000 dólares por cliente, Mannesmann adquiere una participación de 23,0% de Omnitel valorando la empresa en más de 25 billones de dólares y la Británica Vodafone, una de las compañías con mayor expansión inorgánica durante el periodo de expansión adquiere el 100% del capital de Mannesmann por 128 billones de dólares, equivalente a 9.800 dólares por cliente.

Durante el 2000, continúa la actividad de fusiones y adquisiciones en una carrera de las compañías por obtener mayor tamaño que redunde en cada vez mayores niveles de crecimiento y economías de escala. Telefónica hizo una oferta de canje de acciones por varios activos latinoamericanos en Argentina, Perú y Brasil, para tomar el control total de compañías en las que previamente tenía una participación accionaria por un valor total de 19 billones de dólares.

También en ese año fue anunciada la incursión de Deutsche Telecom en el mercado estadounidense, donde se fusionó con Voicestream en una transacción valorada en más de 50 billones de dólares.

El punto culminante de la carrera por el crecimiento llegó con la subasta de las licencias de tercera generación donde los gobiernos europeos recaudaron en conjunto más de 125 billones de Euros, siendo las subastas más sonadas las de Alemania y el Reino Unido.

Mientras tanto, los proveedores continuaban desarrollando nuevas tecnologías que prometían ofrecer nuevos servicios que incrementasen la demanda por servicios de telecomunicaciones de los clientes y la dedicación de una porción más importante del gasto familiar hacia los operadores de telecomunicaciones. Esta inversión en desarrollo esta impulsada por las perspectivas de venta de dichas tecnologías a los operadores.

Etapa de Reparación

Durante la primera etapa de expansión, la inflación vertiginosa en el valor de los activos hizo que los niveles de endeudamiento global del sector crecieran a un ritmo considerable. Las perspectivas de flujos de caja futuros mantenían a los mercados de deuda optimistas y los flujos de capital sin recurso a activos eran estables.

Sin embargo, dos factores afectaron negativamente las perspectivas de generación de flujo de caja futuro:

Por un lado, en Europa, la venta de las licencias de tercera generación generó grandes expectativas en los mercados financieros respecto de la adopción por parte de los clientes de nuevos productos y servicios que potenciasen los ingresos de las compañías. Las primeras declaraciones de los proveedores de que las nuevas tecnologías sufrirían retrasos alimentó el pesimismo de los mercados que pronto comenzaron a cuestionarse los planes estratégicos de los operadores y a dudar del tamaño del mercado y de su apetito por las nuevas tecnologías.

Por otro lado, en Latinoamérica, los crecimientos esperados comenzaron a desvanecerse como consecuencia de las turbulencias macroeconómicas que atravesaba la región, que devaluó sus monedas y consecuentemente los flujos esperados como retorno de las inversiones de operadores internacionales.

Las primeras recomendaciones de venta aparecieron en los mercados de valores y la mayor percepción de riesgo financiero primero encareció la oferta de crédito y posteriormente la eliminó para aquellas compañías con niveles de endeudamiento más elevado.

Con los valores de las compañías cayendo en picada, los tenedores de deuda comenzaron a ver como la relación de endeudamiento de

las compañías estaba empeorando continuamente y comenzaron las dificultades de refinanciación, obligando a los operadores de telecomunicaciones a dar un giro en su estrategia de expansión para concentrarse en la recomposición de sus balances, cortando inversiones y reduciendo costes.

Las calificaciones de riesgo de los principales operadores comenzaron a deteriorarse, llevando al sector a la necesidad de comenzar una nueva etapa de reparación de sus balances.

La siguiente tabla muestra el deterioro de las calificaciones de algunos operadores de telecomunicaciones durante el periodo 1998-2003:

	1998	2000	2003
Deutsche Telecom	AA-	A-	BBB+
BT	na	na	A-
Telefónica	A+	A+	A
France Telecom	AA+	A	BBB
KPN	AA	A-	BBB+
PT	A+	A+	A-
Vodafone	A+	A	A
Telecom Italia	nd	nd	BBB+
ATT Wireless	nd	nd	BBB
BellSouth	AAA	AA-	A+
Verizon	A+	A+	A+

El exceso de optimismo de los operadores de telecomunicaciones y la sobre-valoración de los planes de negocio del UMTS concluyó en una transferencia desmedida de valor de uno de los agentes a otro: el gobierno.

Para reestablecer el equilibrio los operadores necesitan dedicar la mayor parte de su flujo de caja a la recomposición de su balance, eliminando el sustento de otro de los agentes: los proveedores.

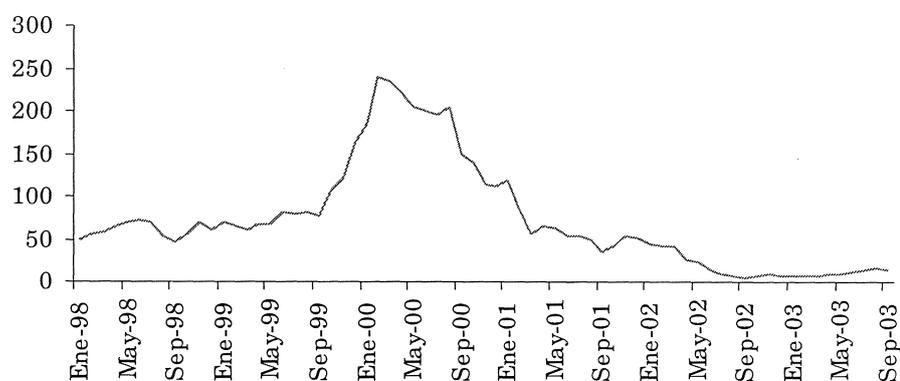
Los proveedores tienen una base de clientes mucho menos atomizada a la de una operadora de telecomunicaciones y sufren de manera directa en sus ingresos el cambio rumbo.

Mientras que los proveedores acompañaron la primera etapa de expansión y revalorización bursátil de manera similar al índice de telecomunicaciones, su pérdida de valor ha sido mucho más abrupta.

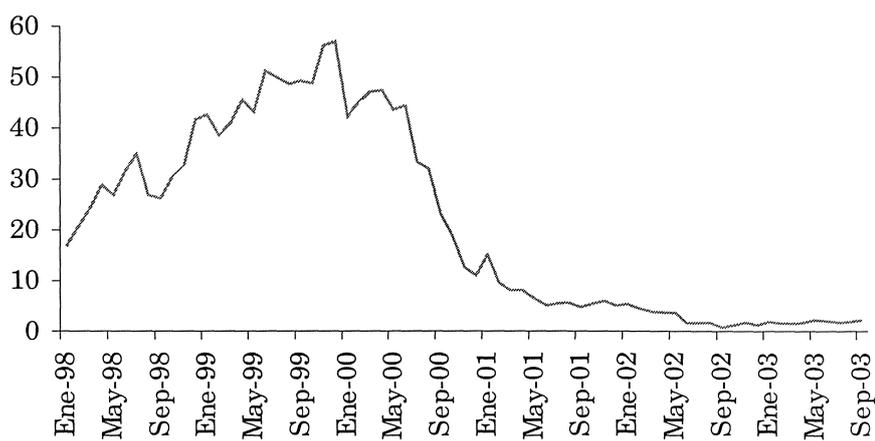
Los siguientes gráficos muestran la evolución del valor de algunos de los proveedores. Se observa claramente la violencia de la caída de valor y en muchos casos la falta de una senda de recuperación hasta

la fecha. Todas las cotizaciones han sido ajustadas para eliminar el efecto de dividendos y *splits* de acciones.

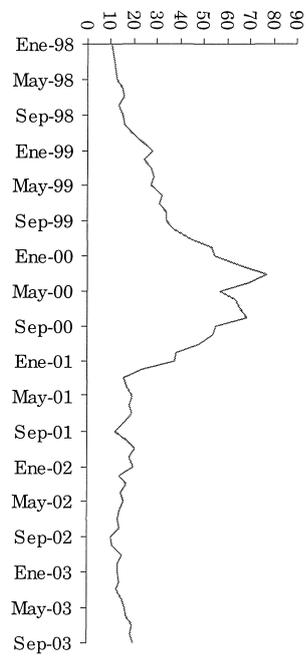
Ericsson 1998-2003



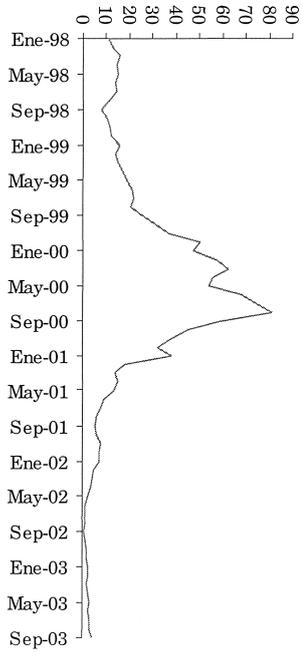
Lucent Technologies 1998-2003



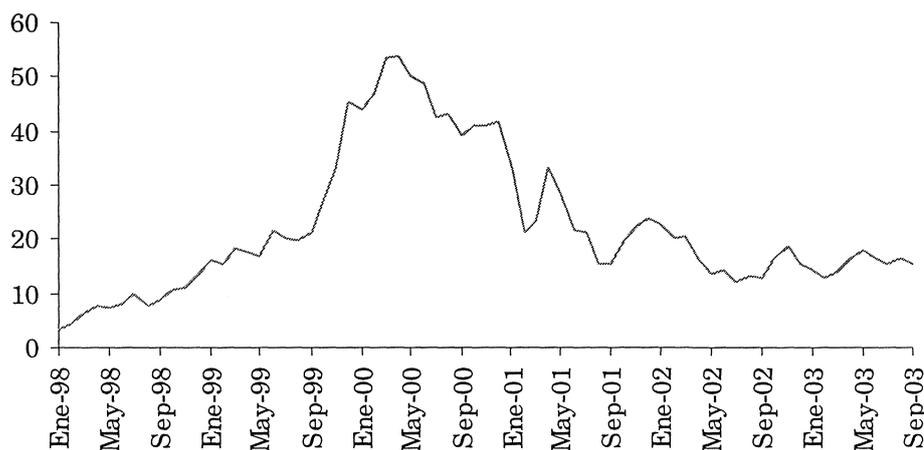
Cisco



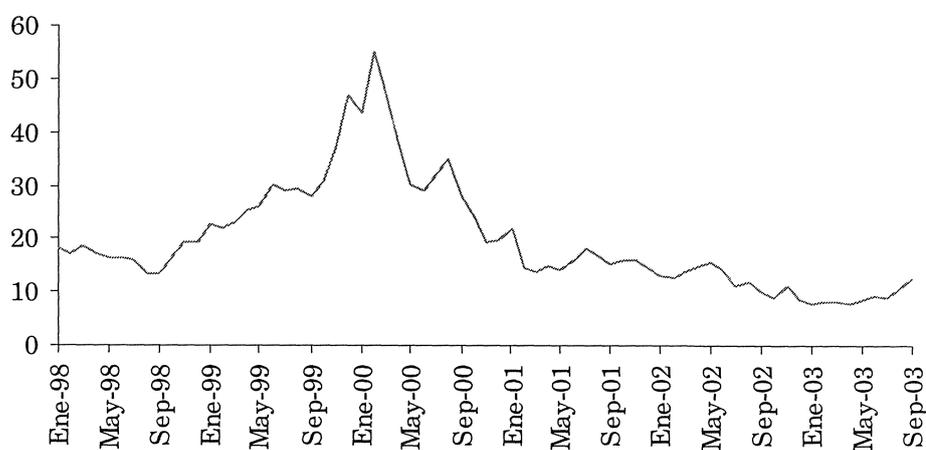
Nortel Networks



Nokia



Motorola



Es destacable la alta correlación en la evolución bursátil de los proveedores siendo el pico máximo de valor de empresa ligeramente distinto en función del momento en el que la reducción de las inversiones de los operadores de telecomunicaciones afectó sus perspectivas de ingresos.

Actualmente la situación de los proveedores continúa siendo delicada y muchos analistas consideran que después de esta etapa de reparación

para asegurar un crecimiento sostenido de este agente es necesaria una consolidación y reducción del número de proveedores. Dentro del sistema económico en el que se mueve este agente una consolidación tiene sentido no solo por las eficiencias de costes y sinergias de investigación y desarrollo sino por la potencial complementariedad de sus carteras de clientes.

Situación Actual

Después de un periodo de más de tres años en el que el sistema económico en el que se desarrollan los operadores de telecomunicaciones ha sufrido un periodo de contracción, fundamentado en la reducción de inversiones y la búsqueda de una mayor eficiencia operativa, han comenzado a aparecer señales de que el proceso está llegando a su fin.

Por un lado, el reconocimiento de operadores europeos del menor valor de las licencias de tercera generación se ha visto reflejado en las fuertes provisiones de estos operadores, generando la caída del valor de los activos, fuertes pérdidas contables que han mejorado ostensiblemente la relación entre activos tangibles y activos intangibles.

Por otro lado, la emisión de nuevo capital por parte de operadores para reconstruir la relación de deuda y capital de sus balances han saneado a la industria. Este saneamiento ha tenido impacto en otro de los agentes del sistema: los accionistas, que han visto licuada su participación en la compañía recapitalizada o han tenido que aportar fondos para mantener su participación. Aquellas compañías que debido a la prudencia financiera durante la fase de expansión han entrado a la fase de reconstrucción menos endeudadas o con mayores flujos de caja provenientes de sus negocios tradicionales han conseguido equilibrar la ecuación sin necesidad de acudir al mercado de valores en una etapa de caída de capitalización bursátil.

Por otro lado, las economías latinoamericanas han entrado en una etapa de estabilización macroeconómica, en muchos casos aun muy precaria, después de un periodo de fuerte ajuste interno de sus cuentas fiscales, necesario como consecuencia de la caída de los flujos de inversión extranjera, que durante la etapa de expansión fueron su motor de crecimiento. La lección de que no se pueden cubrir déficits estructurales con entadas de capital puntuales conlleva una mayor sostenibilidad de la recuperación económica de la región.

La reducción de inversiones y el enfoque en recorte de gastos ha reducido las tasas de crecimiento orgánico de las operadoras de telecomunicaciones, como consecuencia de una menor tasa de desarrollo tecnológico, que su vez ha afectado a otro de los actores del sistema: los clientes.

Con una situación financiera reestablecida, la industria está comenzando a buscar vías que potencien el crecimiento de ingresos, y este crecimiento pasa indefectiblemente por la inversión en nuevas tecnologías que potencien la demanda.

El proceso de contracción de los proveedores ha retrasado el desarrollo de nuevas tecnologías pero no lo ha frenado, disponibilizando finalmente las soluciones tecnológicas prometidas con tres años de retraso.

Perspectivas

Todos los actores del sistema en el que se desenvuelven los operadores de telecomunicaciones han sido impactados en alguna medida como consecuencia del desequilibrio sistémico causado por la primera etapa de expansión.

Los accionistas han visto reducido el valor de sus carteras y en muchos casos su participación ha sido diluida por la necesidad de ampliaciones de capital y planes de salvataje. Los tenedores de deuda han visto reducido el valor de su inversión y en ocasiones se han visto forzados a aceptar reducciones o reprogramaciones de deuda que han reducido el valor presente de los activos. Los proveedores han sufrido la congelación de inversiones y los gobiernos han dejado de percibir ingresos fiscales y en ocasiones han visto como el desarrollo de la sociedad de la información se ha frenado como consecuencia de la necesidad de los operadores de telecomunicaciones de revisar sus estrategias y, finalmente, los clientes se han visto perjudicados con pérdida de calidad de servicio y retraso en el acceso a nuevas tecnologías.

Es vital para el desarrollo de la nueva etapa de crecimiento que todos los actores mantengan el equilibrio económico del sistema.

El desarrollo de nuevas tecnologías es fundamental para colaborar a este crecimiento pero debe ser tratado responsablemente por todos los actores. El desarrollo y lanzamiento de tecnologías sin un claro retorno para todos los actores debe ser analizado cuidadosamente para no poner en juego este nuevo crecimiento.

La proliferación de tecnologías sin retornos evidentes puede llevar a una canalización de los ingresos del sistema y forzar a sus actores a una nueva etapa de ajuste.

Igualmente, los gobiernos deben revisar el marco regulatorio en el que se desarrolla el sistema para evitar movimientos arbitrarios de flujos económicos que impidan el desarrollo del sistema como un todo.

Solo de esta manera accionistas, tenedores de deuda y operadores volverán a inyectar flujos económicos al sistema que lo alimente y desarrolle.

Este desarrollo acelerará la disponibilidad de productos y servicios de calidad a los clientes finales.

Conclusiones

Todo indica que el sistema económico en el que se desenvuelven los operadores de telecomunicaciones ha recuperado su equilibrio y que existen bases para un nuevo ciclo de crecimiento sostenido.

Sin embargo, es necesario que todos los miembros del sistema tomen conciencia de su interdependencia y de la necesidad de preservar a todos sus miembros para que este ciclo de crecimiento se materialice.

De otra manera siempre podrá haber un miembro del sistema que en su afán de recibir un mayor valor a corto plazo ponga en peligro a otros miembros del sistema y en consecuencia al sistema como un todo.

*La historia se repite. Ese es uno de los errores de la historia.
Charles Darwin*

Notas

¹ A lo largo de todo el artículo, el término «billón» debe entenderse como mil millones; es decir, según su significado en el inglés norteamericano, que es el que se ha impuesto en el mundo de las finanzas.