

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

DESARROLLO PRODUCTIVO

Nº 24

LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTRANJERO EN LA ECONOMÍA CHILENA ACCESO RENOVADO Y NUEVOS USOS

Alvaro Calderón y Stephany Griffith-Jones

RED DE EMPRESAS TRANSNACIONALES E INVERSIÓN EXTRANJERA



NACIONES UNIDAS

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

**LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTRANJERO EN LA
ECONOMÍA CHILENA
ACCESO RENOVADO Y NUEVOS USOS**

Alvaro Calderón y Stephany Griffith-Jones



**NACIONES UNIDAS
DIVISIÓN DE DESARROLLO PRODUCTIVO Y EMPRESARIAL
Santiago de Chile, 1995**

LC/G.1868
Septiembre de 1995

El presente documento fue preparado por el señor Alvaro Calderón, funcionario de la Unidad Conjunta CEPAL/UNCTAD de Empresas Transnacionales de la División de Desarrollo Productivo y Empresarial y la señora Stephany Griffith-Jones, consultora de la Secretaría Ejecutiva de la CEPAL e investigadora del Instituto de Estudios para el Desarrollo (The Institute of Development Studies) de la Universidad de Sussex en Brighton (Inglaterra). Los autores agradecen los valiosos comentarios de los señores Ricardo Ffrench-Davis y Gonzalo Cid, y la asistencia estadística de Carlos Ríos.

Las opiniones expresadas en este documento son de la exclusiva responsabilidad de sus autores y pueden no coincidir con las de la Organización.

ÍNDICE

	<i>Página</i>
RESUMEN	5
SUMMARY	7
I. INTRODUCCIÓN	9
A. LA ECONOMÍA CHILENA	9
B. MARCO ANALÍTICO	9
II. REINGRESO A LOS MERCADOS DE CAPITALES	11
III. LOS NUEVOS FLUJOS DE CAPITAL	13
A. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED)	15
1. Inversión extranjera directa en el sector minero	20
B. INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA	23
1. American Depository Receipts (ADRs)	23
2. Fondos de inversión de capital extranjero	31
3. Bonos	33
IV. INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS CHILENAS: UN PROCESO CON UN ALTO COEFICIENTE DE CAPITAL EXTERNO ...	35
V. ESTUDIOS DE CASO	41
1. La Escondida: de un comienzo difícil al mayor productor de cobre del mundo	41
2. Compañía de Teléfonos de Chile: un ejemplo del acceso de Chile a recursos externos	42
3. Chilectra: una estrategia de globalización a varios niveles	45
VI. CONCLUSIONES	49
Notas	51

BIBLIOGRAFÍA	57
CUADROS Y GRÁFICOS	
Cuadro 1: Volumen y composición de los flujos de capital privado de mediano y largo plazo, 1980-1994	14
Cuadro 2: Inversión extranjera como porcentaje de la formación bruta de capital fijo	15
Cuadro 3: Distribución sectorial de la IED (DL 600 y capítulo XIX)	17
Cuadro 4: Participación de las empresas extranjeras en la industria manufacturera chilena	18
Cuadro 5: Inversión materializada por sector (20 millones de dólares y más) y relación ventas-exportaciones	19
Cuadro 6: Inversión extranjera directa en las principales empresas mineras	22
Cuadro 7: Colocación de ADRs de empresas chilenas en los mercados internacionales	25
Cuadro 8: Usos de los recursos captados mediante emisiones internacionales de acciones	28
Cuadro 9: Inversiones realizadas por intermedio de los fondos de inversión de capital extranjero	32
Cuadro 10: Emisiones internacionales de bonos de empresas privadas chilenas	33
Cuadro 11: ADR, bonos y capítulo XII	36
Cuadro 12: Variación de las utilidades de Chilectra debido a inversiones en Argentina	47
Gráfico 1: Flujos de capital de mediano y largo plazo de fuentes privadas	12
Gráfico 2: Inversión extranjera directa en Chile (DL 600)	21
Gráfico 3: Evolución del mercado accionario en Chile y Estados Unidos	26
Gráfico 4: Inversiones chilenas en el exterior en virtud del Capítulo XII del CNCI	37

RESUMEN

En el presente documento se analiza lo que ha sido la reinserción de Chile en los mercados internacionales de capital desde mediados de los años ochenta. Se describe la variedad de instrumentos utilizados, desde los programas de conversión de deuda externa en capital hasta los nuevos instrumentos financieros, como las emisiones internacionales de acciones o bonos, concentrándose en los episodios más recientes de la década de 1990. Durante estos últimos años los ingresos de capital crecieron considerablemente y se diversificaron las fuentes de financiamiento, adquiriendo un rol central aquellas de más largo plazo destinadas a actividades productivas, como la inversión extranjera directa (IED). Al respecto, se incluye un completo análisis de las características de la IED en la economía chilena.

El análisis de los nuevos instrumentos de financiamiento externo se concentra en la colocación de acciones, principalmente en la Bolsa de Nueva York, a través del mecanismo de los certificados de depósito de acciones en el mercado estadounidense (*American Depositary Receipts* - ADRs). En el documento se señalan los factores positivos de este tipo de instrumentos, por ejemplo el rápido acceso al financiamiento externo, así como los inconvenientes, entre los que destacan el incremento de la volatilidad del precio de las acciones y sus efectos sobre el manejo macroeconómico. Por otro lado, un análisis microeconómico del destino de los recursos obtenidos a través de estos instrumentos ha permitido comprobar que en un alto porcentaje han financiado el proceso de internacionalización de muchas empresas chilenas, lo que se percibe como un elemento positivo en favor de una integración económica regional liderada por la inversión.

Este último antecedente permite sustentar la tesis de que Chile se ha convertido en un "centro de reciclaje" de recursos externos. En este sentido, se analizan los principales efectos que podría significar para la economía chilena esta creciente exportación de capital y se describen las motivaciones y principales intereses de las empresas líderes chilenas que han iniciado este proceso de internacionalización.

Finalmente, se presentan tres estudios de casos, cuya finalidad es identificar los mecanismos utilizados por empresas chilenas de muy diferentes actividades y orígenes para restablecer la confianza de los acreedores e inversionistas extranjeros. En ellos se señala cómo esas empresas, luego de las duras experiencias vividas durante los años ochenta, fueron mucho más pragmáticas en el uso de dichos recursos.

SUMMARY

This document analyses what has constituted Chile's re-entry into international capital markets since the mid-1980s. It describes the variety of instruments used, from debt-for-equity conversion programmes to new financial instruments, such as international issuances of stocks and bonds, with emphasis on the most recent activities of the 1990s. In recent years capital inflows have increased considerably and sources of financing have become more diversified, with those made available for longer-term productive activities, such as foreign direct investment (FDI), acquiring a central role. In this regard, this document contains a complete analysis of the characteristics of FDI in the Chilean economy.

The analysis of new instruments for external financing concentrates on the placement of shares, especially on the New York Stock Exchange, through the mechanism of American Depositary Receipts (ADRs). The document points out both the positive elements of this type of instrument, such as rapid access to external financing, and also the negative aspects, especially the increase in share price volatility and its effects on macroeconomic management. Furthermore, a microeconomic analysis of the use to which the funds obtained through these instruments have been put has confirmed that a high percentage has financed the internationalization process of many Chilean companies, and this is seen as an argument in favour of investment-led regional economic integration.

This finding supports the view that Chile has become a "recycling centre" for external funds. The authors therefore analyse the main consequences that this growing exportation of capital could have for the Chilean economy, and they describe the motives and concerns of leading Chilean companies that have given rise to this internationalization process.

In conclusion, the document presents three case studies whose goal is to identify the mechanisms used by Chilean companies of very different origins and engaged in very different spheres of activity to restore the confidence of foreign creditors and investors. These case studies show how these companies, after their harsh experience of the 1980s, have been much more pragmatic in their use of the funds in question.

I. INTRODUCCIÓN

A. LA ECONOMÍA CHILENA

Antes de comenzar nuestro análisis, presentaremos una breve reseña de la reciente evolución de la economía chilena y de sus vínculos con los flujos de capital extranjero. Luego definiremos el marco analítico dentro del cual analizaremos el empleo de dichos flujos en Chile.

En 1994, Chile completó, nueve años de crecimiento sostenido del Producto Interno Bruto (PIB). Este resultado se logró después de un proceso de profundos cambios estructurales, entre los que destacan la apertura comercial, financiera y con respecto a la inversión extranjera; un masivo programa de privatizaciones; la aplicación de un ambicioso mecanismo de conversión de deuda externa en inversiones; reformas de los mercados de trabajo y previsión social, y la ampliación y profundización del mercado de capitales.

El crecimiento económico ha estado encabezado por las exportaciones, cuya participación en el PIB aumentó notablemente, de 12.6% en 1970 a 28.6% en 1985 y 36.5% en 1993, según datos de la CEPAL.

El aumento sostenido del PIB,¹ así como el prudente y pragmático manejo de la política macroeconómica, han contribuido a atraer capital extranjero, tanto en forma de inversión directa como de inversión de cartera.² La confianza en la economía chilena ha ido en aumento y se ha consolidado con la obtención de una buena clasificación en los mercados internacionales.³

B. MARCO ANALÍTICO

La entrada de un gran volumen de capital en la economía de un país produce dos tipos de efectos. El primero es de naturaleza keynesiana y se refleja, a través de una mayor demanda efectiva y una reducción de las restricciones externas, en un aumento de la tasa de crecimiento del producto. Cuando la entrada de capitales es sólo transitoria, este efecto keynesiano también lo es. El peligro que encierra esta situación es que si el crecimiento del gasto ha provenido de endeudamiento externo o aportes de capital extranjero, la suspensión de estos flujos puede ocasionar reducciones del producto y la inversión en el futuro.

El segundo efecto de la entrada de capitales, que debe distinguirse del anterior, es el que afecta la *capacidad de producción* del país. Lo esencial en este contexto es la proporción de capitales externos que se canaliza a inversiones en el país receptor, cuán productiva es esa inversión y qué parte de ella se destina, directa o indirectamente, a producir bienes transables. Si un alto porcentaje de los recursos se traduce en inversiones eficientes, y una alta proporción de la actividad producida por dicha inversión conduce a

un aumento de la producción de bienes transables en el país o remesas de utilidades hacia éste generadas por inversión nacional en el extranjero, es mucho más probable que el servicio futuro de la deuda u otros pagos derivados de las entradas originales, entre otras remesas de utilidades al exterior, puedan financiarse sin dificultades. En tal caso, el aumento de la deuda o la inversión extranjera tendría un efecto positivo en el mediano plazo, ya que aumentaría la tasa de crecimiento del país receptor.

Sin embargo, si el incremento de la inversión derivado de los flujos de origen externo es insuficiente o ineficiente, y no se refleja en un aumento considerable de la producción de bienes transables, o de las utilidades enviadas desde el extranjero, existe el peligro de que la expansión inicial del producto sea seguida por un problema de deuda, lo que podría llevar a una reducción del PIB a niveles inferiores al que hubiera tenido sin la entrada inicial de capitales. Estos efectos negativos se podrían ver acentuados por tendencias adversas de los términos de intercambio, por aumentos del costo del servicio de los capitales externos, o por salidas de capitales, especialmente los más volátiles, como ha ocurrido en la reciente crisis mexicana.

Por lo tanto, es esencial determinar qué proporción de los flujos que ingresan a un país se destina a la inversión, a la producción de bienes transables, y a inversión nacional en el extranjero, y cuál es su capacidad de generar remesas de utilidades hacia el país. Para determinar el destino de los flujos externos hacia la economía chilena es importante en primer lugar examinar las distintas categorías de flujos.

Este estudio no se basa sólo en fuentes estadísticas; fue complementado con entrevistas a altos ejecutivos de las áreas estratégica y financiera de empresas chilenas líderes con alto coeficiente de capital extranjero, a los que agradecemos la información que nos proporcionaron.

II. REINGRESO A LOS MERCADOS DE CAPITALS

Durante gran parte de los años ochenta, Chile, vivió un proceso de crecimiento condicionado por la aguda crisis de la deuda externa, al igual que el resto de América Latina.

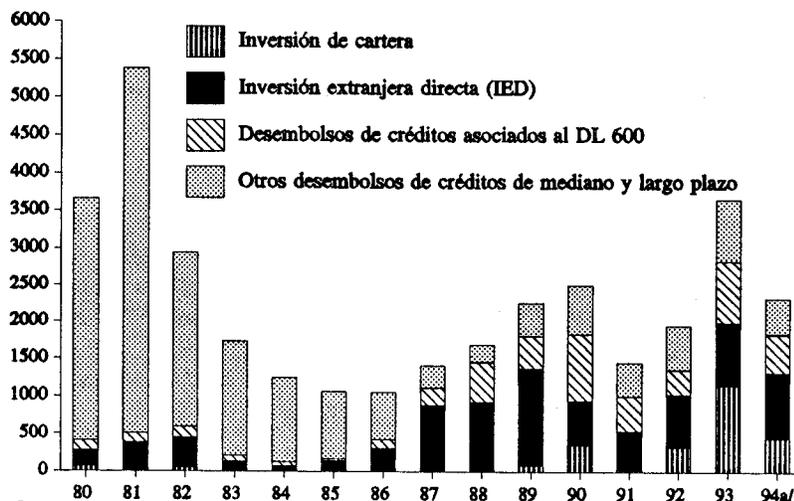
La reactivación de la corriente de capital externo comienza a manifestarse a partir de 1987. A pesar de la solidez a largo plazo de las reglas del juego aplicadas a los inversionistas extranjeros (Decreto Ley 600 de 1974), de la estabilidad de la economía chilena en general y de los buenos pronósticos de que era objeto, parece evidente que el mecanismo de conversión de deuda en capital (capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central) fue un factor importante del aumento de los flujos de capital, principalmente de la inversión extranjera directa (IED) (véase el gráfico 1). Durante el período en que estuvo vigente (1985-1990), generó más del 80% del total de la IED en el país y cerca del 51% si además se consideran los créditos vinculados al Decreto Ley (DL) 600.⁴ La gran aceptación que tuvo este mecanismo se debió a que los inversionistas que lo utilizaron se vieron beneficiados por un subsidio implícito, a través de descuentos, estimado en un 46% del valor de las inversiones (Ffrench-Davis, 1990), al que no tuvieron acceso aquellos que se acogieron al DL 600.⁵ La amplia difusión internacional que se le dio a este mecanismo contribuyó a crear un clima favorable entre los inversionistas extranjeros y a despertar su interés en Chile. Debido al aumento del precio de la deuda externa en los mercados secundarios, este mecanismo dejó de ser rentable, lo que significó que a partir de 1991 no se realizaron nuevas operaciones.

Mediante la conversión de la deuda externa, se financiaron importantes proyectos en la industria manufacturera; la producción de celulosa, papel y sus derivados fue el sector más beneficiado. Si a esto le sumamos las inversiones destinadas a la adquisición y el desarrollo de empresas madereras, el sector forestal en su conjunto concentró más del 30% de los recursos que ingresaron en virtud de este mecanismo. Estas inversiones, al igual que las realizadas en actividades vinculadas a la explotación de recursos agrícolas (fruta fresca) y pesqueros, le dieron un impulso importante a las exportaciones chilenas de estos productos. Otra área que concentró un gran volumen de recursos fue la de servicios, en especial en los sectores de electricidad y telecomunicaciones (que fueron privatizados a mediados de los años ochenta), las administradoras de fondos de pensiones (AFP), los bancos y el sector turismo.

Este proceso de reactivación de los flujos de IED también se extendió a los recursos canalizados a través del mecanismo tradicional (DL 600), especialmente hacia operaciones en el sector minero con fines de exportación.⁶ Entre 1985 y 1994, las actividades mineras absorbieron más del 50% de los capitales que ingresaron mediante el DL 600. Dos grandes minas de cobre (La Escondida y La Disputada de Las Condes) captaron más del 60% de estos recursos. Durante el período 1990-1994 la IED en el sector manufacturero mostró un mayor dinamismo, y se concentró en la industria forestal, de celulosa y papel, y en la producción de alimentos destinados a los mercados externos. En el área de los servicios, la IED se concentró en el sector financiero (véase el cuadro 3).

Gráfico 1

FLUJOS DE CAPITAL DE MEDIANO Y LARGO PLAZO DE FUENTES PRIVADAS
(Millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Banco Central de Chile.

a/ Hasta junio de 1994 (primer semestre).

Sin embargo, un elemento muy importante y digno de mención del caso chileno es el hecho de que un porcentaje importante de estas nuevas inversiones se ha utilizado para la adquisición de activos existentes. Esta situación se presentó especialmente en la aplicación del capítulo XIX, dado que más del 50% de los ingresos pertinentes se destinaron a adquisiciones de esa índole (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1994).

En el período 1990-1994, el acceso al capital externo se fortaleció debido a la diversificación de instrumentos (especialmente los relacionados con las inversiones de cartera),⁷ la estabilización de los flujos de IED y el acceso al mercado de créditos voluntarios de la banca comercial internacional. En los planes de las empresas transnacionales en Chile figuran varios grandes nuevos proyectos y la expansión de algunas explotaciones mineras. Minas como Collahuasi (1 000 millones de dólares de los EE.UU.),⁸ El Abra (1 000 millones), Zaldívar (600 millones), La Candelaria (540 millones) y Cerro Colorado (500 millones), e importantes productoras de celulosa como Celulosa Arauco y Constitución (600 millones) y Celulosa del Pacífico (587 millones) contribuirán en una medida importante a la estabilidad de los flujos de IED en el futuro cercano. En otras palabras, es evidente que el capital extranjero está jugando en Chile un importante papel en la consolidación de los sectores de recursos naturales, factor fundamental de la estrategia de crecimiento chileno.

III. LOS NUEVOS FLUJOS DE CAPITAL

Los flujos de capital privado registraron una notable reactivación a partir de 1987. Junto con el incremento del volumen de los recursos externos, el reciente repunte de las corrientes de capital se ha caracterizado por una importante diversificación de las fuentes de financiamiento. En el período anterior, en el que se observaron cuantiosos ingresos de capital y que abarca desde la segunda mitad de la década de 1970 a comienzos de los años ochenta, la principal fuente de financiamiento fueron los créditos externos, otorgados principalmente por la banca comercial. Estos créditos representaron más del 90% del total de ingresos de capital en la primera mitad de los años ochenta (véase el gráfico 1). Durante el período 1986-1989, como se mencionó en la sección anterior, el programa de conversión de deuda externa en inversiones (capítulo XIX) fue un factor importante, pero cabe destacar que este mecanismo no implicaba un ingreso de capitales, sino una modificación de su estructura.

Desde el inicio de la década de 1990, la diversificación de las fuentes de financiamiento ha ido en aumento. La formación de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE) y las emisiones internacionales de acciones y bonos por parte de empresas privadas chilenas han contribuido a este fenómeno. La inversión extranjera de cartera en el período 1990-1993 representó casi el 20% del total de los ingresos de capital y ascendió a poco menos del 26% en 1993. En igual período la IED efectiva, es decir, la que ingresó fundamentalmente en virtud del DL 600, sin incentivos especiales, tuvo una participación fundamental y creciente; si se le suman los créditos asociados, el desarrollo de actividades con inversión extranjera directa ha pasado a ser el principal receptor de recursos externos (53%) (véase el cuadro 1).

Por otra parte, este ingreso masivo de capital ha tenido un efecto importante en la estructura productiva del país. Como se indica en el cuadro 2, los flujos de capital externo son un componente esencial de la inversión total, especialmente a partir de 1987, y durante la vigencia del programa de conversión de deuda, período en que la IED representaba más del 20% de la formación bruta de capital fijo (FBCF); si además se consideran los créditos asociados su importancia aumenta a más de 30% en dicho período. A pesar de los problemas metodológicos que presenta este indicador,⁹ nos muestra cómo contribuyeron los flujos de capital, especialmente la IED, a recomponer la estructura productiva chilena (véase el cuadro 2). Esto se da en un contexto de expansión de la inversión nacional¹⁰ en el que la FBCF tiene una importancia creciente en el Producto Interno Bruto (PIB), que supera el 21% en 1993.

A pesar de que no es el tema central de este estudio, creemos necesario hacer algunos alcances sobre el acceso del sector privado nacional a los créditos comerciales de libre disposición en los últimos años. Recién en julio de 1990 una empresa privada chilena obtuvo el primer crédito voluntario otorgado por la banca extranjera desde la crisis de 1982, lo que sin duda fue un hito en la reincorporación de Chile al mercado financiero internacional.¹¹ Luego de esa operación, muchas otras empresas chilenas han recibido créditos por sumas más altas y en mejores condiciones. Sin embargo, los créditos a mayor

plazo estaban vinculados en gran medida a proyectos de inversión y a inversión extranjera directa materializada, básicamente, en virtud del DL 600, que representaron el 50% de esos desembolsos (véase el cuadro 1).

Cuadro 1

VOLUMEN Y COMPOSICIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL PRIVADO DE MEDIANO Y LARGO PLAZO, 1980-1994

(Millones de dólares)

	Flujo anual promedio				Flujo anual								
	1980-1982	1983-1985	1986-1989	1990-1993	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 ^a	
A. Inversión del exterior	373	119	879	1131	890	933	1376	949	547	1031	1998	1325	
1. Inversión extranjera directa (IED)	332	119	857	663	890	933	1292	590	522	698	841	873	
Inversión extranjera directa efectiva ^b	332	92	118	605	104	124	182	235	562	730	891	881	
Conversión de deuda en capital ^c	0	27	739	58	786	809	1107	355	-40	-32	-50	-8	
2. Inversión de cartera	41	0	22	468	0	0	87	359	25	332	1157	452	
Bonos ^d	41	0	0	81	0	0	0	0	0	0	324	0	
Capital	0	0	22	387	0	0	87	359	25	332	833	452	
Fondos de inversión ^e	0	0	22	100	0	0	87	254	56	50	40	22	
American Depositary Receipts (ADRs)	0	0	0	287	0	0	0	105	-31	282	793	430	
B. Créditos de mediano y largo plazo ^f	3626	1231	727	1266	520	757	888	1564	901	927	1671	1011	
Desembolsos de créditos vinculados al DL 600	134	53	324	630	226	524	437	888	458	328	847	515	
Otros desembolsos de mediano y largo plazo ^g	3492	1178	403	636	294	233	451	676	443	599	824	496	
C. Total	3999	1350	1605	2397	1409	1690	2264	2513	1449	1958	3669	2335	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Banco Central de Chile.

- ^a Hasta junio de 1994 (primer semestre).
- ^b Corresponde a los ingresos netos en virtud del Decreto Ley 600 y el capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile (CNCI).
- ^c Corresponde principalmente a los ingresos netos en virtud del capítulo XIX del CNCI.
- ^d Bonos emitidos exclusivamente por empresas privadas. En 1991 y 1992 hubo emisiones de bonos por parte de entidades estatales por 200 y 120 millones de dólares de los EE.UU., respectivamente.
- ^e Corresponde a los fondos constituidos en virtud de la ley 18657.
- ^f Corresponden a los flujos brutos (desembolsos) de créditos privados de mediano y largo plazo. El haber utilizado los valores netos habría introducido distorsiones en el peso relativo de los nuevos flujos de capital externo, dada la significación que tienen las amortizaciones de la deuda contraída con anterioridad al año 1982.
- ^g Incluye los desembolsos de créditos de mediano y largo plazo de proveedores; los que ingresaron en virtud del artículo 15 del CNCI, y los otorgados a bancos, empresas y particulares por la banca comercial internacional.

Cuadro 2

**INVERSIÓN EXTRANJERA COMO PORCENTAJE DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL FIJO
(Porcentajes)**

	IED efectiva	IED efectiva más créditos asociados
1977	1.9	1.9
1978	12.2	12.2
1979	12.5	12.6
1980	7.9	12.4
1981	11.9	15.8
1982	20.6	28.2
1983	8.1	13.0
1984	4.0	6.5
1985	6.7	8.1
1986	12.2	16.4
1987	27.1	33.9
1988	24.9	38.3
1989	27.2	36.5
1990	10.8	27.1
1991	9.5	17.9
1992	10.4	15.2
1993	9.5	17.8

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Banco Central de Chile.

Finalmente, recién en 1993 algunas empresas privadas chilenas comenzaron a recurrir a la emisión internacional de bonos, lo que contribuyó a diversificar aún más las opciones de financiamiento externo.

A continuación, analizaremos en más detalle los instrumentos más importantes que inciden en el incremento del ingreso de capitales.

A. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED)

Como se ha señalado, una proporción muy alta del capital que ha ingresado a Chile durante la década de 1990 corresponde a inversión extranjera directa (IED) realizada en virtud del DL 600, y que incluye tanto aportes como créditos asociados.¹² Durante el período 1990-1994 la IED registró un crecimiento muy significativo, puesto que los ingresos se duplicaron con creces en relación con el período 1985-1989, de tal modo que en los últimos cinco años ingresó más de la mitad del total de recursos captados mediante el DL 600 en sus 20 años de vigencia.

Como se puede apreciar en el cuadro 3, poco menos del 60% de la IED realizada en el período 1974-1994 se concentró en el sector primario, sobre todo en la minería

(49%). Esta tendencia se vio acentuada en el período 1990-1994, debido a la gran cantidad de recursos que ingresaron al país para nuevas explotaciones mineras, principalmente de cobre (véase el cuadro 6).

También fue importante la IED canalizada hacia actividades vinculadas a los servicios, especialmente en el sector financiero. Sin embargo, hay que aclarar que parte de esos recursos, unos 509 millones de dólares en el período 1989-1994, corresponden a los Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE) que, a pesar de ser inversiones de cartera, están incluidos en estas estadísticas, ya que ingresaron al país de conformidad con las normas del DL 600 (véase la sección III.B.2). En este sentido, sería conveniente que los organismos que producen estadísticas sobre IED en Chile excluyan las inversiones de cartera, que son de distinta naturaleza.

También cabe señalar la escasa importancia del sector industrial como foco de atracción de la IED que ingresó en virtud del DL 600. Durante todo el período de vigencia de ese marco legal, la industria manufacturera concentró el 17% de esas inversiones, proporción que no varió durante el período 1990-1994, a pesar de que tuvo un impresionante aumento en términos absolutos y ascendió a unos 450 millones de dólares en 1993. Sin embargo, ha habido importantes variaciones en lo que respecta a los sectores en que se concentraron las mayores inversiones. En el período 1974-1984 los sectores de alimentos, bebidas y tabacos, y las industrias químicas y del plástico fueron los focos más atractivos para la IED en el sector industrial, lo que es coherente con los primeros intentos de reestructuración de las subsidiarias de empresas transnacionales que se vieron afectadas por una competencia creciente de las importaciones, a consecuencia del proceso de apertura de la economía iniciado en esos años.¹³ En el período siguiente se comenzó a observar una mayor diversificación. En 1990-1994, el sector de productos de papel y sus derivados, así como la industria de la madera, se transformaron en los principales receptores de IED, fundamentalmente por el desarrollo de tres "megaproyectos".¹⁴

Durante el mismo período se realizaron importantes inversiones en los sectores de alimentos, bebidas y tabacos, y en la industria química y del caucho. En la primera de estas categorías destacan las inversiones para procesamiento de recursos naturales, principalmente en las industrias agrícola, forestal y pesquera. En ambos sectores varias empresas transnacionales de amplia cobertura mundial han efectuado importantes inversiones, con el fin de consolidar su posición en el mercado nacional. En el primero destacan las inversiones realizadas por Nestlé (Suiza), British American Tobacco (BAT Reino Unido) y Pepsi Cola (EE.UU.), mientras que en el segundo destacan las realizadas por Unilever (Reino Unido), Procter & Gamble Co. (EE.UU.), The Goodyear Fire and Rubber Co. (EE.UU.), Hoechst (Alemania) y Basf (Alemania). Dichas empresas han tenido un papel dominante en sus respectivos sectores (véase el cuadro 3).

Para sintetizar, si se suman las inversiones correspondientes al DL 600 y al capítulo XIX se observa que los sectores de la minería y la industria manufacturera son los que recibieron más recursos durante el período 1974-1994, fundamentalmente a partir de 1987. Esto significa que, según algunas estimaciones, los sectores vinculados a productos transables habrían recibido más del 75% de la inversión extranjera directa en el período 1987-1993 (Riveros y Vatter, 1994).¹⁵ Esta situación contribuye a explicar, a pesar de los evidentes rezagos, el gran aumento registrado durante ese período por las exportaciones chilenas, que aumentaron de 5 224 millones de dólares en 1987 a más de 9 200 millones en 1993.

Cuadro 3
DISTRIBUCIÓN SECTORIAL DE LA IED (DL 600 Y CAPÍTULO XIX)
(Millones de dólares)

	Decreto Ley 600 a/									Capítulo XIX		Total (%)	
	Flujo anual promedio			Flujo anual					Monto acumulado (porcentaje)		1985-1990 b/ (%)		
	1974-1984	1985-1989	1990-1994	1990	1991	1992	1993	1994	1974-1994	1990-1994			
SECTOR PRIMARIO	86	429	786	837	470	583	923	1117	57.1	59.8	1263	37.9	52.8
Agricultura y caza	4	8	12	9	14	12	15	11	1.2	0.9	302	9.0	3.0
Silvicultura y extracción de madera	1	1	13	19	11	7	22	7	0.7	1.0	345	10.3	2.8
Pesca y piscicultura	1	1	3	6	5	1	2	2	0.3	0.2	179	5.4	1.4
Explotación de minas de carbón	0	1	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0	0.0	0.0
Producción de petróleo y gas natural	1	71	0	0	0	0	0	0	2.6	0.0	0	0.0	2.0
Extracción de minerales metálicos	72	320	715	768	394	544	853	1014	48.9	54.4	438	13.1	40.9
Extracción de otros minerales	7	28	43	35	46	19	31	83	3.5	3.3	0	0.0	2.7
SECTOR SECUNDARIO	54	64	222	98	236	121	450	204	16.9	16.9	1211	36.3	21.3
Alimentos, bebidas y tabaco	13	10	36	28	13	20	87	30	3.2	2.7	236	7.1	4.0
Industria textil e industria del cuero	4	1	24	4	7	1	106	0	1.5	1.8	62	1.8	1.5
Industria de la madera	1	6	22	8	65	16	15	7	1.2	1.7	81	2.4	1.5
Papel, imprentas y editoriales	3	10	53	33	49	27	74	83	2.9	4.1	697	20.9	7.0
Industria química y del plástico	18	10	52	16	90	14	136	4	4.3	3.9	95	2.8	4.0
Productos de minerales no metálicos	6	3	7	0	0	0	3	29	1.0	0.5	4	0.1	0.8
Industrias metálicas básicas	1	0	19	1	10	24	9	50	0.9	1.4	9	0.3	0.8
Productos metálicos, maquinaria y	8	10	5	7	2	9	7	1	1.3	0.4	22	0.7	1.1
Otras industrias manufactureras	0	14	5	1	1	10	12	0	0.7	0.4	7	0.2	0.6
SECTOR TERCIARIO	60	202	305	387	274	292	322	251	26.0	23.2	861	25.8	25.9
Electricidad, gas y vapor	0	0	1	0	0	0	3	4	0.1	0.1	47	1.4	0.4
Obras hidráulicas y suministro de agua	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	0	0.0	0.0
Transporte y almacenaje	9	5	22	5	32	24	22	29	2.0	1.7	0	0.0	1.6
Construcción	6	21	28	6	41	20	44	27	2.5	2.1	92	2.8	2.6
Comercio	0	0	8	3	1	15	10	12	0.4	0.6	87	2.6	0.9
Turismo	2	1	16	3	17	6	38	17	0.9	1.2	16	0.5	0.8
Comunicaciones	0	70	20	3	15	41	16	24	3.3	1.5	177	5.3	3.8
Establecimientos financieros c/	37	100	157	342	98	128	144	74	13.8	12.0	188	5.6	11.9
Seguros	3	0	20	17	44	20	15	6	1.2	1.6	145	4.4	1.9
Bienes inmuebles y servicios a empresas	2	5	23	6	18	33	22	36	1.4	1.7	29	0.9	1.3
Servicios de saneamiento y similares	0	0	0	0	0	0	1	0	0.0	0.0	0	0.0	0.0
Otros servicios	0	0	8	1	8	5	7	21	0.4	0.6	79	2.4	0.9
TOTAL	200	695	1313	1322	981	996	1695	1572	100.0	100.0	3335	100.0	100.0

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Comité de Inversiones Extranjeras de Chile y Banco Central de Chile.

a/ Incluye los créditos vinculados al DL 600; las cifras de 1994 corresponden al período enero-agosto.

b/ Operaciones realizadas en virtud del capítulo XIX entre 1985 y el 30 de junio de 1990.

c/ Incluye los aportes para la constitución de los Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE), que en rigor no corresponden a inversión directa, sino más bien a inversión de cartera.

Cuadro 4

**PARTICIPACIÓN DE LAS EMPRESAS EXTRANJERAS EN LA
INDUSTRIA MANUFACTURERA CHILENA ^{a/}**

Sector	Total de empresas		Empresas extranjeras		Porcentaje del total correspondiente a empresas extranjeras	
	Ventas	Exportaciones	Ventas	Exportaciones	Ventas	Exportaciones
	(millones de dólares)		(millones de dólares)		(porcentajes)	
Agroindustria, alimentos, bebidas y tabaco	4 752	532	2080	205	44	39
Madera y productos forestales	1 377	435	336	207	24	48
Productos pesqueros	682	559	276	283	40	51
Calzado	247	4	174	2	70	47
Textiles y vestuario	485	24	21	2	4	8
Papel, pulpa y editorial	1 595	530	418	110	26	21
Química, petroquímica y cosméticos	1 058	141	711	120	67	85
Caucho y plásticos	228	36	113	25	49	70
Cemento, vidrio y minerales no metálicos	376	2	288	2	77	100
Metalurgia	507	40	236	38	46	96
Siderurgia	435	50	327	49	75	99
Productos metálicos	666	80	137	17	21	21
Maquinaria	352	1	293	1	83	100
Electrónica y electrodomésticos	297	11	97	6	33	50
Automotriz y autopartes	1 594	53	868	9	54	17
TOTAL	14 651	2 498	6375	1076	44	43

Fuente: Elaboración propia sobre la base de la lista de las 500 empresas de mayor magnitud publicada en *The Chile Inc. Sourcebook, 1994. The User's Guide to Business in Chile*, The South Pacific Mail SRL, Santiago de Chile, 1993.

^{a/} Empresas agrupadas de acuerdo a la clasificación presentada en la fuente original.

A continuación, analizaremos en más detalle la influencia de estos ingresos de capital en la producción de bienes y servicios de exportación. En el cuadro 5 se presentan algunos indicadores relevantes correspondientes a una muestra de actividades financiadas con IED en virtud del DL 600, consistente en aportes directos y créditos asociados por más de 20 millones de dólares, sobre las cuales se disponía de información tanto sobre las ventas como las exportaciones.¹⁶ Dicha muestra representa el 60% del total de la IED que se materializó durante el período 1974-1993.¹⁷

Del total de la muestra, el 53.5% de la ventas efectuadas en 1992 por las empresas constituidas sobre la base de inversión extranjera directa se destinó a exportaciones. En el sector minero (cuya muestra es muy representativa), la proporción de ventas correspondiente a exportaciones es altísima, puesto que asciende al 92%. En cambio, en la industria manufacturera, cuya muestra también es bastante representativa, sólo el 11% de las ventas corresponde a exportaciones.¹⁸ En el sector servicios, cuya muestra es sumamente pequeña, la proporción de ventas en el extranjero es muy baja, como era de

esperar. De hecho, como se advirtió anteriormente, una parte importante de la IED en el sector servicios corresponde al sector bancario, que no genera exportaciones directamente. Pese a que es difícil cuantificar su impacto, también presta servicios que contribuyen a las exportaciones. Se podría argumentar que entre los servicios indirectos importantes para las exportaciones que pueden prestar los bancos extranjeros se contarían los siguientes: a) facilitar la obtención de créditos en el extranjero a intereses más ventajosos para sus clientes, y b) facilitar operaciones de comercio exterior, especialmente con los países en los que tienen filiales.¹⁹

Cuadro 5

**INVERSIÓN MATERIALIZADA POR SECTOR (20 MILLONES DE DÓLARES Y MÁS)
Y RELACIÓN VENTAS-EXPORTACIONES
(1974-1993)**

	Total inversión materializada (1)	Subtotal inversión materializada muestra (2)	(2)/(1) (%)	Ventas en 1992 (3)	Exportaciones en 1992 (4)	(4)/(3) (%)
Servicios	965.0	40.7	4.2	78.8	1.3	1.6
Minería	4 617.2	3 337.5	72.3	1 240.6	1 142.0	92.0
Industria	833.1	457.4	55.0	1 018.8	109.0	10.6
TOTAL	6 415.3	3 835.6	59.7	2 338.2	1 252.3	53.5

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada en Comité de Inversiones Extranjeras (CIE), *Chile: inversión extranjera en cifras, 1974-1993*, Santiago de Chile, Vicepresidencia Ejecutiva, marzo de 1994 y The South Pacific Mail, *The Chile Inc. Sourcebook, 1994. The User's Guide to Business in Chile*, Santiago de Chile, 1993.

Volviendo al cuadro 5, es importante destacar que en el total de la muestra es bastante elevada la proporción de las ventas correspondientes a exportaciones (más del 50%). En ese sentido, por lo menos en el caso de los recursos que ingresaron en virtud del DL 600, es bastante positiva la evaluación que se puede hacer de la capacidad de esas inversiones para fomentar la producción, especialmente de bienes transables. Cabe señalar que la proporción de la producción destinada a éstos, que incluye no sólo exportaciones sino también sustitución de importaciones, es aún más elevada. En el presente estudio no hemos estimado el impacto sobre la sustitución de importaciones, debido a la complejidad metodológica de la operación.

Es importante destacar que tanto las conclusiones que se desprenden de la muestra analizada como las proyecciones efectuadas en un estudio reciente (CBC, 1993) indican que en el futuro cercano una proporción importante de la producción derivada de la IED y los créditos vinculados a ésta se destinaría a exportaciones. Según proyecciones realizadas como parte de ese estudio, una muestra de empresas que han recibido IED dedicarán en el período 1994-1997, el 67% de la producción generada por las inversiones analizadas a exportaciones.²⁰

De acuerdo con las conclusiones de dicho estudio, los proyectos de inversión extranjera se traducirán en exportaciones por más de 2 800 millones de dólares durante 1994, cifra que representaría alrededor del 28% del total de las exportaciones del país. Los embarques realizados por las empresas constituidas con capitales extranjeros han registrado un dinámico crecimiento. En 1985, las exportaciones de estas empresas alcanzaban a unos 460 millones de dólares y en 1993 ascendieron a cerca de 2 500 millones, cifra equivalente a el 26% de las exportaciones del país. Sin embargo, la participación futura de estas empresas en las exportaciones se incrementará; se estima que en 1997 superarían los 4 500 millones de dólares, fundamentalmente a consecuencia de la puesta en marcha de grandes operaciones mineras como Collahuasi, La Candelaria, Zaldívar y Quebrada Blanca. Por consiguiente, las exportaciones de la muestra analizada aumentarían más de 80% entre 1994 y 1997. También se proyecta un aumento importante de exportaciones no mineras, basada en su mayor parte en IED en madera, celulosa y papel y en la industria de alimentos.

Por lo tanto, se puede concluir que en el caso chileno una parte importante de la inversión extranjera directa (que incluye los aportes y créditos asociados recibidos en virtud del DL 600) está orientada a las exportaciones, especialmente mineras. En la medida en que los precios internacionales de dicho productos, particularmente los mineros, pero también los de otros productos que exportan inversionistas extranjeros, como la celulosa, se mantenga a niveles aceptables, la inversión se traducirá en un gran volumen de exportaciones y, por ende, de ingresos de divisas para el país. Aun más, la alta rentabilidad y el éxito de las actividades en curso permitirían a menos que haya cambios importantes en el contexto internacional, que en el futuro la IED siguiera siendo importante y que una proporción elevada de las utilidades generadas por ésta reinvirtieran en el país. Cabe señalar, sin embargo, que la IED tiende a concentrarse en aquellos sectores en que el país tiene ventajas comparativas naturales. Podría ser conveniente, por lo tanto, que el país y las autoridades gubernamentales hicieran un esfuerzo por atraer inversión extranjera hacia el sector manufacturero.

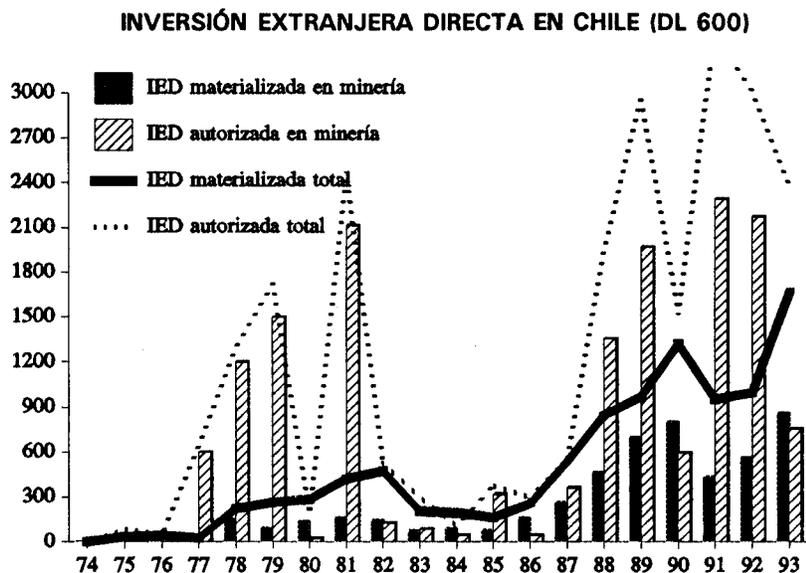
1. Inversión extranjera directa en el sector minero

Como ya hemos indicado, más de la mitad de la IED en el país y más del 65% de la IED autorizada durante los últimos 20 años se ha concentrado en el sector minero. Como se observa en el gráfico 2, la IED autorizada en el sector minero ha tenido un comportamiento extremadamente procíclico. A fines de los años setenta, las expectativas de los inversionistas, reflejadas en las cuantiosas sumas autorizadas en términos de la evolución, eran muy altas de esa actividad en Chile; sin embargo, la crisis de la deuda externa impidió casi por completo la materialización de los proyectos para el sector, por lo que se produjo una profunda brecha entre inversión autorizada y concretada. A partir de 1987, a raíz de la rápida y sostenida recuperación de la economía chilena, las sumas autorizadas crecieron notablemente, a lo que se sumó una tasa de materialización muy elevada.

Entre 1987 y 1993, se realizaron inversiones extranjeras directas por más de 4 536 millones de dólares en el sector minero. De esa suma, 4 102 millones correspondieron a operaciones realizadas en el marco del DL 600 (aportes más créditos asociados); el resto de los recursos ingresaron mediante conversiones de deuda externa (434 millones). Esta masiva entrada de capital extranjero produjo el mayor auge del sector minero de la historia de Chile y permitió incrementar las exportaciones privadas de ese sector de unos 550 millones de dólares en 1980 a más de 2 500 millones en 1993. Cabe suponer, entonces, que la actividad minera seguirá siendo la principal fuente de divisas del país. Durante el

período 1990-1993, las exportaciones del sector (4 421 millones de dólares en promedio) representaron el 48.5% del total de embarques del país, un 24% de los cuales correspondieron a la minería privada.

Gráfico 2



Fuente: Comité de Inversiones Extranjeras de Chile.

Entre las inversiones más importantes en el sector minero destacan la explotación de La Escondida (1 100 millones de dólares), encabezada por la empresa australiana Broken Hill Proprietary (BHP) y la británica Río Tinto Zinc (RTZ), que inició sus operaciones comerciales en diciembre de 1990 (véase el estudio de caso de La Escondida), y las efectuadas por la empresa estadounidense Exxon para la compra de la mina Disputada de la Condes (932 millones de dólares en 1978), la expansión de las minas El Soldado y Los Bronces, y la modernización de la Fundición Chagres, que ha supuesto inversiones por más de 1 735 millones.

Las operaciones en curso, principalmente en el sector cupríferos y entre las que destacan Collahuasi, La Candelaria, Zaldívar, Quebrada Blanca y Cerro Colorado, le darán una fisonomía totalmente diferente a la minería chilena en los próximos años (véase el cuadro 6). De acuerdo a estimaciones de la Comisión Chilena del Cobre, si se suman todas las nuevas operaciones a las preexistentes, incluidas las de CODELCO, la producción de cobre crecerá entre 1993 y principios del próximo siglo cerca de un 70%.²¹ Por consiguiente, las 13 minas de cobre más importantes deberían aumentar su producción en más de 700 000 toneladas métricas, lo que daría origen a nuevas exportaciones por más de 1 000 millones de dólares. Además, la relación entre producción estatal y privada se invertirá a fines de la década. Mientras en 1993 la producción de CODELCO representaba el 60% del total, en el año 2 000 la empresa estatal sólo participará con un 39% y los privados, en su mayoría extranjeros producirán el 61%. Por otra parte las seis minas

Cuadro 6
INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA EN LAS PRINCIPALES EMPRESAS MINERAS

Empresa	Inversionistas	Inversión total estimada	Inversión materializada a/	Etapas del proyecto
Cía. Minera Disputada de Las Condes (Región Metropolitana)	Exxon-Estados Unidos (100%)	2 400	1 736	En operación desde 1916. Modernización y ampliación Los Bronces y El Soldado, construcción nueva fundición de Chagrea.
Minera La Escondida Ltda. (II Región) b/	BHP Utah, Australia (57.5%) RTZ, Reino Unido (30%) JECCO, Japón (10%) CFI, Banco Mundial (2.5%)	1 100	888	En operación y ampliación. Las nuevas instalaciones comenzarán a operar durante el segundo semestre de 1994. La tercera etapa está prevista para 1997.
Cía. Minera Doña Inés de Collahuasi S.A. (I Región)	Falconbridge, Canadá (33%) Shell, Reino Unido (33%) Minera Mantos Minorco, Luxemburgo (33%)	1 000	106	En estudio de factibilidad. Inicio de producción comercial en 1998.
El Abra (II Región) c/	CODELCO, Chile (49%) Cyprus Amax Minerals Co., Estados Unidos (51%)	1 000	-	El nuevo acuerdo entre Cyprus y Codelco contempla iniciar la producción a mediados de 1997.
Cía. Contractual Minera Zaldívar Chile Ltda. (II Región)	Placer Dome Inc., Canadá (50%) Outokumpu, Finlandia (50%)	600	36	Estudio de factibilidad terminado y comienzo de producción estimada para 1995.
Cía. Minera La Candelaria (III Región)	Phelps Dodge, Estados Unidos (80%) Sumitomo Metal Mining Co., Japón (20%)	538	362	En construcción. Inicio de producción comercial estimado para comienzos de 1995.
Cía. Minera Cerro Colorado (I Región)	Río Algom Ltd., Canadá (100%)	500	266	En construcción. Inicio de operación comercial durante 1994.
Cía. Minera Mantos de Oro (III Región)	Placer Dome Inc., Canadá (50%) TVX Gold Inc., Canadá (50%)	400	305	En operación mediante la explotación de la mina La Coipa.
Cía. Minera Quebrada Blanca (I Región)	Cominco Ltd., Canadá (47.3%) Teck Corp., Canadá (29.2%) S.M. Pudahuel, Chile (13.5%) ENAMI, Chile (10%)	375	263	En operación desde abril de 1994.
Cía. Minera El Indio (IV Región)	Lac Minerals Ltd. (100%)	360	63	En operación desde 1979.
Cía. Minera Cerro Colorado Ltda. (I Región)	Río Algom Ltda., Canadá (100%). Río Algom pertenece en un 51% a RTZ.	287	266	En construcción. Inicio de producción comercial estimado para fines de 1994.
Empresa Minera de Mantos Blancos S.A. (Manto Verde) (III Región)	Marvis Corp., Sudáfrica (47.9%) Anglo American Corp., Sudáfrica (20.6%) Otros (31.5%)	175	...	Inicio de producción comercial en junio de 1995.
Empresa Minera de Mantos Blancos S.A. (Santa Bárbara) (II Región)	Marvis Corp., Sudáfrica (47.9%) Anglo American Corp., Sudáfrica (20.6%) Otros (31.5%)	77	34	En estudio de factibilidad. Inicio de operaciones en 1995.
TOTAL		8 797	4 325	

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Comité de Inversiones Extranjeras y la Comisión Chilena del Cobre.

Cuadro 6 (concl.)

- a/ Inversión materializada en virtud del DL 600 durante el período 1974-1993.
- b/ En la tercera etapa de expansión de La Escondida se contemplan nuevas inversiones del orden de los 520 millones de dólares. Por lo tanto, la inversión estimada total del proyecto ascendería a más de 1 620 millones de dólares.
- c/ CODELCO adjudicó en octubre de 1993 el 51% del yacimiento El Abra al consorcio formado por la estadounidense Cyprus Minerals Company y la canadiense Lac Minerals Limited, en el marco de la Ley No. 19.137 que faculta a CODELCO para asociarse con privados en proyectos de exploración y explotación. Sin embargo, debido a la crisis sufrida por CODELCO a principio de 1994, el contrato definitivo no se firmó. Posteriormente, Lac Minerals abandonó el proyecto y Cyprus tomó el control del 51% de éste.

de oro más importantes prácticamente duplicarán las exportaciones chilenas de ese metal, con lo que el país pasará a ser el octavo productor mundial. Finalmente, la explotación de tres nuevas minas de plata triplicará la producción nacional. Así como la IED ha permitido duplicar con creces las exportaciones de la minería privada en los últimos cinco años, en los próximos cinco contribuirá a intensificar este cambio estructural.

Este espectacular aumento de la producción despierta preocupación por la evolución futura del precio del cobre en los mercados internacionales. Los expertos se muestran optimistas, debido a que la mayoría de las operaciones en estudio, en proceso de preparación iniciadas recientemente en la minería del cobre en Chile tienen costos de explotación bajos.²² Si bien los precios del cobre están altos, la experiencia demuestra que pueden producirse bajas no previstas de los precios de los productos primarios.

B. INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA

1. American Depository Receipts (ADRs)²³

En junio de 1994 habían ingresado al país 1 579 millones de dólares mediante la colocación de acciones, de 10 empresas chilenas principalmente en la Bolsa de Nueva York, a través del mecanismo de los ADR y a partir de esa fecha se han incorporado a los mercados internacionales de valores otras ocho empresas.²⁴ De ese total, 681 millones corresponden a colocación inicial o primaria de acciones (véase el cuadro 1). Los ingresos percibidos mediante ADR pueden seguir aumentando en el futuro, ya que estas empresas tienen autorización para colocar más de 4 000 millones de dólares en los mercados bursátiles internacionales.

La venta de acciones chilenas en el extranjero se realiza en dos etapas. La primera, colocación inicial, consiste en que un banco extranjero emite ADR de una empresa chilena, que se venden en dólares a personas naturales o jurídicas residentes en el exterior. Una vez finalizada la transacción, la empresa emisora tiene el derecho de acceder al mercado cambiario formal, para remitir el producto de la venta de acciones, y de cancelar los correspondientes dividendos.²⁵ Este proceso es autorizado por el Banco Central de Chile. La segunda etapa se rige por condiciones de ingreso mucho menos restrictivas,²⁶ y consiste en la compra de títulos en el mercado bursátil de Chile que luego se cajean por ADR transables en Estados Unidos. Esta operación se le conoce como proceso de *inflow*. Como contrapartida, también existen las operaciones *flowback*, que consiste en la conversión de ADR en acciones o bonos y su reventa en el mercado local.

Cabe señalar que a través del *inflow* y el *flowback* se produce el arbitraje o proceso de igualación de precios, cuando dos mercados intercomunicados (las bolsas de Nueva York y Santiago) transan un mismo título a distintos precios.

El proceso de colocación de acciones en la Bolsa de Nueva York fue iniciado en 1990 por la Compañía de Teléfonos de Chile (CTC), que fue la primera empresa latinoamericana en utilizar este mecanismo (para mayores detalles véase el estudio de caso de la CTC). A fines de diciembre de 1994, la CTC transa en el mercado internacional títulos por un valor superior a los 929 millones de dólares, cifra que representaba el 24% de su propiedad. A la misma fecha, el valor total de las acciones chilenas con cotización en el exterior ascendía a 3 111 millones (véase el cuadro 7). Esto ha significado que las acciones correspondientes a estas empresas se transen mucho más en Nueva York que en la Bolsa de Comercio de Santiago.²⁷

Hay gran interés entre las empresas nacionales por emitir nuevas acciones con este mecanismo, debido, entre otros factores, a que estos instrumentos les otorgan un rápido acceso a los mercados internacionales de capital y ayudan a la promoción de la imagen de la compañía emisora, lo que puede facilitar la colocación de instrumentos de la deuda. Además, permite a la empresa captar fondos mediante la emisión de títulos de capital y aumentar la liquidez de sus valores.

La colocación de ADR también presenta ciertos inconvenientes. A nivel de las empresas emisoras, éstos son, entre otros, el mayor costo que supone el cumplimiento de las exigencias de información de la Comisión de Bolsa y Valores de los Estados Unidos, la posible pérdida de control de las operaciones a consecuencia del ingreso de nuevos accionistas y el sometimiento a mayores regulaciones, ya que no sólo están sujetas a las leyes chilenas, sino también a las de los Estados Unidos (Bolsa de Comercio de Santiago, 1993). Por otra parte, la colocación de ADR ha supuesto una influencia creciente de las bolsas estadounidenses en el mercado local (véase el gráfico 3). La demanda extranjera de acciones de empresas que se transan en el mercado estadounidense, y de las que se encuentran en proceso de emitir ADR ha tendido a hacer más volátil el precio de las acciones en el mercado bursátil chileno. Durante 1993, el valor de las acciones de las empresas que emitieron ADR registró un alza superior al 100% y al de otros títulos chilenos. Además, en 1994 las acciones de las empresas que emitieron ADR sufrieron bajas más importantes que las de otras empresas chilenas.²⁸ Esto se debió a la gran inestabilidad de los mercados internacionales provocada por las alzas ocurridas y previstas de las tasas de interés a corto plazo, principalmente en los Estados Unidos.²⁹ A esto se sumó la rebelión de Chiapas y el asesinato del candidato favorito en las elecciones presidenciales mexicanas, Luis Colosio, lo que introdujo un cierto elemento de incertidumbre en todos los mercados bursátiles de la región. Las acciones chilenas también bajaron en forma bastante marcada durante la crisis mexicana de fines de 1994 y comienzos de 1995, lo que se estima que se debió en gran medida al efecto de las cuantiosas ventas de ADR en el mercado local. Lo ocurrido en México demuestra también que en una crisis como la que se produjo en ese país los ADR son sumamente volátiles, lo que además ejerce fuertes presiones sobre el tipo de cambio y las reservas internacionales.

El aumento de la inestabilidad del precio de las acciones no sólo tiene efectos a nivel de las empresas, sino también macroeconómico. Las fluctuaciones acentuadas de estos precios tienden a afectar el comportamiento de los agentes económicos en la medida que influyen en la propensión al gasto. La repercusión de estos cambios en la composición y el volumen de la demanda agregada pueden complicar el manejo macroeconómico. Por ejemplo, las burbujas bursátiles tienden a incrementar la demanda interna a través del efecto riqueza, lo que puede dificultar el logro de las metas de la autoridad monetaria con respecto a la inflación y obligarla a subir las tasas de interés con el fin de

Cuadro 7

COLOCACIÓN DE ADRS DE EMPRESAS CHILENAS EN LOS MERCADOS INTERNACIONALES ^{a/}

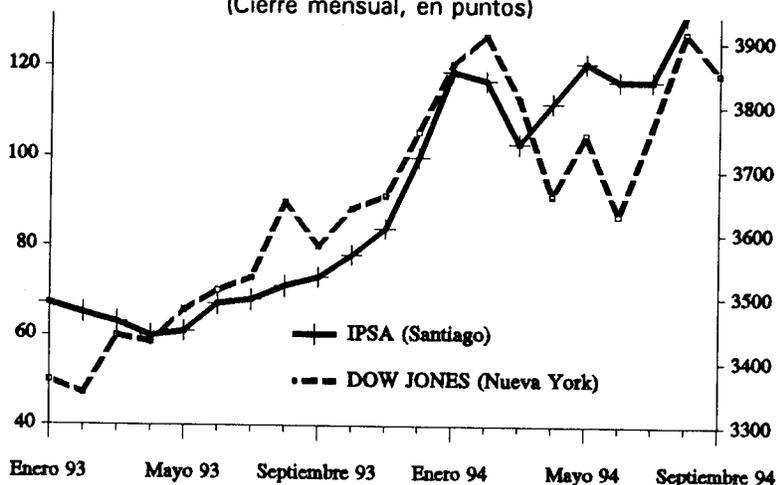
Empresa	Fecha	Mercado	Colocación inicial (millones de dólares)	Inflows ^{b/} (millones de dólares)	Total ^{c/} (millones de dólares)	Porcentaje actual de la empresa	Precio inicial (en dólares)	Precio al 30 de diciembre de 1994 (en dólares)	Variación nominal (%) ^{d/}
CTC	20/07/90	NY.EE.UU.	92.6	836.6	929.2	23.6	15.12	77.38	411.7
CHILECTRA ^{e/}	12/02/92	OTC-USA	72.7	87.4	160.1	9.6	25.00	48.25	93.0
CCU	24/09/92	NASDAQ-USA	54.0	93.5	147.5	11.2	12.62	25.00	100.0
MADECO	28/05/93	NY.EE.UU.	64.9	118.3	183.2	20.5	15.12	25.89	71.1
MASISA	17/06/93	NY.EE.UU.	54.7	168.4	223.1	36.8	15.75	23.25	47.6
SOQUIMICH	21/09/93	NY.EE.UU.	94.0	81.0	175.0	30.0	25.75	29.50	14.6
ENERSIS	18/10/93	NY.EE.UU.	55.4	144.7	200.1	5.7	18.00	25.25	40.3
CRISTALES	25/01/94	NY.EE.UU.	96.0	-8.4	87.6	27.1	23.87	17.50	-20.0
O'HIGGINS	19/05/94	NY.EE.UU.	70.0	13.7	83.7	15.8	14.25	16.88	18.4
LAB CHILE	28/06/94	NY.EE.UU.	26.6	19.4	46.0	14.0	14.50	20.75	45.6
EMB. ANDINA	06/07/94	NY.EE.UU.	126.0	81.0	207.0	13.6	18.00	25.25	40.3
CHILQUINTA	08/07/94	SEAO-LONDRES	26.4	-10.2	16.2	2.7	15.00	18.00	20.0
CHILGENER	18/07/94	NY.EE.UU.	62.0	122.1	184.1	12.1	23.00	23.75	3.3
ENDESA	26/07/94	NY.EE.UU.	52.8	157.3	210.1	3.0	22.30	26.13	18.1
CONCHA Y	13/10/94	NY.EE.UU.	54.0	-10.8	43.2	23.1	18.80	17.38	-7.6
TELEX CHILE	13/10/94	NY.EE.UU.	76.5	-21.3	55.2	10.2	18.79	11.63	-38.1
BANCO	04/11/94	NY.EE.UU.	144.0	-53.1	90.9	35.9	13.50	11.75	-13.0
PROVIDA	16/11/94	NY.EE.UU.	70.0	-0.8	69.2	22.5	19.00	18.88	-0.7
TOTAL			1 293.2	1 818.2	3 111.4				

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información del Banco Central de Chile; Banco de Chile, Departamento de Comisiones de Confianza; y Chile Market, Corredores de Bolsa.

- ^{a/} Un ADR corresponde a un paquete de acciones ordinarias. En el caso de la CTC, a 17 acciones; Chilectra, a 10 acciones; CCU, a 5 acciones; MADECO, a 10 acciones; Masisa, a 30 acciones; SOQUIMICH, a 10 acciones; Enersis, a 50 acciones; Cristales, a 3 acciones; ENDESA, a 30 acciones; Concha y Toro, a 50 acciones; Télex Chile, a 2 acciones; Banco Osorno y AFP Provida, a 1 acción.
- ^{b/} Compras de acciones ordinarias efectuadas por extranjeros en Chile y convertidas posteriormente en ADR.
- ^{c/} Colocación de ADR chilenos en los mercados internacionales (colocación inicial más operaciones de *inflows*).
- ^{d/} Variación nominal del valor de los ADR en los mercados internacionales desde la primera colocación hasta el cierre de operaciones el 30 de diciembre de 1994.
- ^{e/} Chilectra realizó una emisión especial, ya que registró sus acciones en una bolsa autorizada con la sola finalidad de darse a conocer en el mercado internacional, escogiendo para ello el mercado extrabursátil (over the counter market).

Gráfico 3

EVOLUCIÓN DEL MERCADO ACCIONARIO EN CHILE Y ESTADOS UNIDOS
(Cierre mensual, en puntos)



Fuente: Elaboración propia sobre la base de información oficial.

a/ Índice de precios selectivos de las acciones.

mantener un programa coherente de expansión del gasto agregado de la economía. Otro posible efecto es el que se relaciona con la inestabilidad macroeconómica que puede producirse a consecuencia de la volatilidad del tipo de cambio real o la baja del precio de las acciones debido a una salida abrupta de un gran volumen de capitales externos invertidos en instrumentos financieros en el país. Por lo tanto, una drástica disminución del precio de las acciones podría reducir la demanda interna a través del efecto riqueza, lo que podría producir una contracción de la actividad económica. Por otra parte, una baja pronunciada del precio de las acciones puede, debido a importantes vínculos entre la actividad bursátil y el sistema bancario, poner en peligro la estabilidad del sistema financiero local. Asimismo, la mayor volatilidad del tipo de cambio, unida a la volatilidad de la compra y venta de acciones nacionales por extranjeros, complica notablemente el manejo macroeconómico. Ambos aspectos han sido dramáticamente ilustrados por lo sucedido recientemente en México.

El interés por los títulos chilenos se intensifica cuando se producen diferencias de precio importantes entre el mercado local y el mercado externo, que aprovechan los inversionistas extranjeros, lo que produce el proceso de *inflows*. Este proceso es el que se da con mayor frecuencia en la actualidad, por lo que las acciones compradas en el mercado local y luego convertidas en ADR tienen un valor de 1 818 millones de dólares (véase el cuadro 7). Además, desde la perspectiva del inversionista extranjero, los ADR tienen otros dos atractivos: no están sujetos a los impuestos sobre las ganancias de capital que se aplican a la inversión extranjera directa y tienen liquidez inmediata.

Algunos observadores han señalado que existe una asimetría entre las dos etapas de colocación de títulos chilenos en el exterior. Por esta razón, se podría tratar de limitar en alguna medida la facilidad para colocar ADR en una segunda etapa, por ejemplo mediante la limitación del porcentaje de acciones de la empresa que pueden convertirse en ADR. En todo caso, habría que analizar más a fondo si dicha regulación sería deseable, cuáles serían sus beneficios y costos, y cuál sería la mejor manera de reducir la asimetría entre ambas etapas. Cuando se analicen los beneficios y costos de algún tipo de modificación de la reglamentación sobre los ADR, habría que otorgar primordial importancia a los

beneficios macroeconómicos de reducir la volatilidad del precio de las acciones y el tipo de cambio, y comparar con los posibles efectos microeconómicos asociados al mayor costo del capital para algunas empresas. En relación con lo segundo, cabe destacar que también la volatilidad tiene un alto costo microeconómico para las empresas.

Por otra parte, al disminuir sustantivamente las diferencias de precios entre ambos mercados se ha constatado que otros factores, como el impuesto sobre las ganancias del capital, han incentivado la compra de acciones en el mercado local, que se convierten inmediatamente en ADR en la Bolsa de Nueva York. El impuesto sobre las ganancias del capital, que equivale al 15% de la diferencia entre el precio de compra y de venta de una acción no incentiva a mantener esos papeles en el país. Por consiguiente, más que un arbitraje de precios entre las bolsas de Santiago y Nueva York se está produciendo un arbitraje de impuestos, en el que el mercado local está en inferioridad de condiciones. En este sentido, es evidente que el mercado chileno tiene desventajas obvias frente a la Bolsa de Nueva York, como su menor liquidez y el hecho de que las transacciones no se realicen en dólares. Por tal motivo, lo más probable es que siga disminuyendo la participación de la bolsa local en la transacción de títulos de empresas chilenas e incrementándose la de Nueva York.³⁰ Esta situación ha despertado gran inquietud entre los operadores nacionales. Pablo Yrarrázabal, Presidente de la Bolsa de Comercio de Santiago, señaló que si este fenómeno se prolonga el mercado bursátil nacional terminará prácticamente sin acciones. "Se transformará en un mercado tan pequeño que no tendrá profundidad alguna. En esto, la autoridad económica tiene una responsabilidad muy grande, puesto que debe velar por darle una mayor profundidad al mercado nacional. Sin embargo, las normas vigentes tienden a todo lo contrario, es decir, a hacer cada vez más profundo el mercado de Nueva York para las acciones chilenas y menos profundo el chileno". Además expresó que "en ningún momento estamos criticando el concepto de ADR, que lo consideramos muy positivo; lo único que estamos pidiendo es que las reglas del juego sean parejas, para que los inversionistas chilenos y extranjeros puedan comprar acciones en Chile en iguales condiciones que lo están haciendo en Nueva York. Parece un absurdo que si nos proyectamos de aquí a 10 años, los chilenos tengamos que ir a comprar nuestras acciones al mercado estadounidense y hayamos liquidado un sector como éste, que ha sido uno de los más pujantes del país" (*El Mercurio*, 10 de octubre de 1994).

Durante 1994, luego de un período de mucha cautela a raíz de la inestabilidad de los mercados internacionales, 11 nuevas empresas chilenas realizaron emisiones de ADR (véase el cuadro 7). Además, varias empresas están preparando nuevas emisiones, lo que indicaría que en 1995 más de 25 compañías chilenas estarían transando acciones en los mercados bursátiles externos y se estima que captarían alrededor de unos 700 millones de dólares (véase el cuadro 8).

Como se observa en el cuadro 8, parte importante de los recursos captados por empresas chilenas a través de los ADR se han destinado al financiamiento de su proceso de internacionalización, especialmente mediante nuevas inversiones y compra de activos existentes en Argentina y Perú (para un análisis más detallado véase la sección IV y el estudio de caso de Chilectra).

Estos antecedentes permiten suponer que Chile pasa a ser un "centro de reciclaje" de recursos externos. La habilidad empresarial, la disminución del riesgo país y el hecho de que las empresas chilenas estén cada vez mejor conceptuadas les ha permitido tener acceso preferencial al capital externo. Por otro lado, el mercado interno, de lento crecimiento y en muchos casos ya saturado, ha estimulado a las empresas chilenas a buscar nuevos negocios fuera del país. La internacionalización de sus actividades, en especial en países limítrofes como Argentina y Perú, ha sido la tendencia imperante. Aprovechando la experiencia adquirida por las empresas chilenas en los últimos años a nivel local, la

Cuadro 8

**USOS DE LOS RECURSOS CAPTADOS MEDIANTE EMISIONES
INTERNACIONALES DE ACCIONES**

Empresa	Sector	Destino de los recursos captados mediante emisión de ADRs
Compañía de Teléfonos de Chile (CTC)	Telecomunicaciones	Estos recursos no están asociados directamente al plan de expansión de la empresa. Fue un aumento de capital para cumplir con los acuerdos de concentración a que estaba sometida la empresa (para más detalles véase el estudio de caso de CTC).
Distribuidora Chilectra Metropolitana (CHILECTRA) a/	Distribución de energía eléctrica	Enerisis, mediante Chilectra, realizó esta emisión de ADR para financiar inversiones en el sector eléctrico en Argentina. En mayo de 1992 Enerisis y Chilectra formaron parte (con un 12%) del consorcio que ganó la licitación de la Central Costanera. Posteriormente, en septiembre de 1992, ambas empresas participaron del consorcio que ganó la licitación de la distribuidora eléctrica Edesur, esta vez con una participación conjunta de 20.1% (para más detalles véase el estudio de caso de Chilectra).
Compañía Cervecerías Unidas (CCU) b/	Embotelladora de bebidas	Financiamiento de su plan de expansión, fundamentalmente a nivel local.
Manufacturas de Cobre (MADECO) b/	Manufacturas de metales	Con estos recursos, junto con la colocación de acciones en el mercado nacional, se captaron cerca de 100 millones de dólares que serán invertidos en la ampliación y modernización de sus filiales Alusa y Indalum en Chile, la ampliación de Indelqui en Argentina y la construcción de una nueva planta de Alusa también en Argentina. Además, en 1994 compró una fábrica manufacturera de cables telefónicos en Perú, empresa que debería tener un buen crecimiento tras el ingreso de Telefónica de España a la compañía de teléfonos peruana.
Maderas y Sintéticos S.A. (MASISA)	Industria de la madera	Los recursos fueron utilizados para financiar la construcción de dos nuevas plantas en Argentina. La primera está funcionando desde mediados de 1994 para la fabricación de tableros aglomerados y la segunda, que estará terminada a fines de 1995, para la producción de tableros de cartón duro de densidad media (<i>medium density fiberboard</i> , MDF) de fibra de madera, utilizados para la fabricación de muebles. Para el financiamiento de estos proyectos se utilizó, además de los ADR, un crédito de la CFI contratado en Argentina por 11 millones de dólares, a 10 años plazo.
Sociedad Química y Minera de Chile S.A. (SOQUIMICH)	Industria química	Los recursos obtenidos se utilizarán para financiar una serie de proyectos, principalmente en Minsal, del que SQM Potasio S.A. es propietaria del 75%; el restante 25% está en manos de CORFO.
Enerisis c/	Distribución de energía eléctrica	Los recursos captados mediante esta emisión serán utilizados para seguir participando en los procesos de privatización del sector eléctrico en América Latina. Enerisis está particularmente interesada en ElectroLima y ElectroPerú. En julio de 1994, Enerisis y Chilectra formaron parte del consorcio que se adjudicó el 60% de Edelnor (distribuidora eléctrica de la zona norte de Lima) en 176.5 millones de dólares. Con esto Chilectra se convirtió en la distribuidora eléctrica más grande de América Latina, con 3.8 millones de clientes (véase el estudio de caso de Chilectra).
Cristalerías Chile	Minerales no metálicos	Estos recursos serán utilizados en la modernización de la planta.
Banco O'Higgins b/	Banco comercial	Mediante esta emisión se efectuó un aumento de capital de aproximadamente 70 millones de dólares, suma equivalente al 12% del capital de la institución. Los nuevos recursos tienen por finalidad financiar el crecimiento de las operaciones del banco tanto en Chile (ampliación de la base de clientes de medianas empresas y particulares) como en el extranjero, y otros propósitos generales de la corporación financiera. Como parte de su proceso de internacionalización, el Banco O'Higgins se presentó a la licitación del 99% del Banco Internacional de Perú (Interbanc), proceso que finalmente abandonó por exigencias de la Superintendencia de Bancos y el Banco Central de Chile. Finalmente, en septiembre de 1994, se firmó el compromiso de compra del 43.5% del Banco Popular Argentino, lo que implicaría una inversión de 40 millones de dólares. El interés por entrar en Perú no ha pasado, ya que ha manifestado su interés en el Banco Continental, el segundo banco más grande de dicho país. Además, con los recursos de los ADR el Banco O'Higgins canceló la totalidad de sus obligaciones por concepto de deuda subordinada con el Banco Central de Chile.
Laboratorios Chile	Industria farmacéutica	Aumento de capital en un 60%, hasta un total de 66 millones de dólares. Con esos recursos se pretende implementar un plan de expansión por unos 70 millones de dólares, en gran parte destinados a iniciar operaciones propias en Perú (15 millones de dólares) y Argentina (entre 30 y 40 millones). A nivel local se desea dotar a la empresa de nuevos niveles de productividad para contar con la aprobación de la Dirección de Alimentación y Fármacos (Food and Drug Administration) de EEUU, y así incrementar sus exportaciones.

Cuadro 8 (cont. 1)

Empresa	Sector	Destino de los recursos captados mediante emisión de ADRs
Embotelladora Andina	Embotelladora de bebidas	Con estos recursos la empresa refinanció un crédito de corto plazo utilizado para la compra del 100% de los activos de Río de Janeiro Refrescos, embotelladora de Coca Cola en esa ciudad de Brasil, operación que demandó 120 millones de dólares. A dicha empresa Andina aportó más de 30 millones. Además existen proyectos de internacionalización, en el mismo rubro de la empresa, en Perú, Argentina y Paraguay.
Chilectra Quinta Región (Chilquinta SA)	Distribución de energía eléctrica	Financiar plan de expansión de la Central Puerto (Argentina), generadora de electricidad, el 60% de la cual fue adjudicado a un consorcio formado por empresas chilenas, en el que Chilquinta tiene el 15%. Financiar la construcción de instalaciones para la interconexión con el Sistema Interconectado Central (SIC) del sistema que la empresa tiene en San Antonio. Además, financiar la compra de la distribuidora eléctrica del sur de Lima en Perú (Edelsur), que se adjudicó Chilquinta como parte de un consorcio en el que tenía un 42%, y con una oferta de 212 millones de dólares.
Chilgener	Generación de energía eléctrica	Captar recursos (unos 62 millones de dólares) para financiar la participación en licitaciones del sector eléctrico en Argentina y Perú, en especial en la privatización del 60% de Electrolima Generación (Perú). Financiar la adquisición del 59% de la hidroeléctrica Piedra del Aguila (Argentina) y la rehabilitación de la Central Puerto (Argentina). Además, captar recursos para financiar mejoras de infraestructura a nivel local, como la construcción de una planta termoeléctrica o la transformación de la Central Renca.
Empresa Nacional de Energía S.A. (ENDESA)	Generación de energía eléctrica	La colocación de ADR es parte de un aumento de capital que se realizó a fines de 1993 y que en total le aportó 148.6 millones de dólares (56.8 millones por concepto de ADR y una cifra del orden de los 86 millones por papeles suscritos por accionistas durante el período de "oferta preferente" que terminó el 17 de julio de 1994). Estos recursos serán destinados a ejecutar el plan de desarrollo de la empresa, que tiene previsto para 1994 participar en la licitación de Edegel, filial de generación surgida de la división de ElectroLima y posteriormente en la de Electroperú. Asimismo, desarrollo de centrales eléctricas como la de Pangué y participación en futuros proyectos de infraestructura en Chile.
Télex Chile	Telecomunicaciones	Télex Chile recaudó 76 millones de dólares mediante una colocación inicial de ADR, la que podría superar los 100 millones de dólares una vez terminado el período de oferta preferente en el mercado local. Estos recursos permitirían financiar la construcción de una red de fibra óptica destinada a la prestación de servicios de larga distancia nacional e internacional a partir de su filial Chilesat; asimismo, participación en cables de fibra internacionales. Para tal efecto, adquirió el 96% de la red de telecomunicaciones TEXCOM, empresa que posee participaciones del 19.9 al 100% en compañías de larga distancia que operan en EE.UU., Colombia, Venezuela, Bolivia y Perú.
Viña Concha y Toro	Bebidas alcohólicas	Concha y Toro recaudó 54 millones de dólares, que operan y podría llegar a recaudar 75 millones una vez colocado el saldo, que se utilizarían para reducir pasivos por un monto de 33 millones. Además, se desea promover la marca a nivel internacional, desarrollar nuevos productos y acceder a nuevos mercados, lo que tendría un costo de 25 millones de dólares. Inversiones en proyectos agrícolas, plantaciones y bodegas por 22 millones. Constitución de una empresa conjunta con Distillers Chile, filial de la empresa británica IDV.
Banco Osorno	Banco comercial	Banco Osorno recaudó unos 144 millones de dólares mediante la emisión de ADRs. Parte de esos recursos se destinarán al pago adelantado del total de la deuda subordinada con el Banco Central, que asciende a unos 98 millones. También se utilizarían para financiar la reciente adquisición del Interbanc en Perú.
AFP Provida	Administradora de fondos de pensiones	Provida recaudó unos 70 millones de dólares mediante la colocación de ADR en los Estados Unidos. Los recursos obtenidos permitirán financiar la aplicación de la estrategia de internacionalización de la empresa en América Latina. A la fecha, Provida posee el 20% de AFP Horizonte de Perú y 20% en la AFP Porvenir de Colombia. En estos proyectos los recursos comprometidos ascienden a 10 millones, que han sido cubiertos con fondos provenientes de utilidades retenidas y con deuda, pero se espera que las necesidades futuras de recursos se cubran con este aumento de capital.

Cuadro 8 (concl.)

Empresa	Sector	Destino de los recursos captados mediante emisión de ADRs
FUTURAS EMISIONES DE ADRs		
Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL)	Telecomunicaciones	A principios de 1995, ENTEL prevé efectuar un aumento de capital de 350 millones de dólares, de los cuales 150 provendrían de ADR. Estos se utilizarían para participar en las operaciones de privatización de las principales empresas de telecomunicaciones de Perú (Entel Perú y Compañía Peruana de Teléfonos), en sociedad con Telefónica de España; financiar la construcción, en EE.UU., de Americatel, empresa de servicios de larga distancia internacional, y suscribir convenios de ruta directa con telefónica LD de Puerto Rico, Telmex de México, Guatel de Guatemala, Codetel de Rep. Dominicana y Mercury del Reino Unido. Finalmente, para participar en dos compañías telefónicas de larga distancia nacional e internacional en Venezuela y Colombia.
Viña Santa Carolina	Bebidas alcohólicas	Participación en diversos proyectos en estudio, tanto en Chile como en Perú, Bolivia, Argentina y Colombia.
Compañía Nacional de Teléfonos (CONATEL) ^{b/}	Telecomunicaciones	A fines de 1994, CONATEL estaría en condiciones de salir a los mercados internacionales y hacer una colocación de ADR, que según lo estimado sería de unos 50 millones de dólares. Gran parte de los recursos captados mediante esta colocación serían destinados a nuevos proyectos, principalmente en el área de la televisión por cable así como para la operación de su filial de larga distancia, que está operando en todo el país con equipos arrendados a CTC Mundo.
Telefónica del Sur ^{b/}	Telecomunicaciones	Telefónica del Sur podría colocar ADR en el mes de noviembre de 1994 o cuando se resuelva el tema de la fijación de tarifas. La empresa utilizaría los recursos (50 a 70 millones de dólares) para ampliar su participación en telefonía celular, financiar proyectos de televisión por cable y cubrir algunas necesidades financieras.
Compañía de Petróleos de Chile (COPEC)	Grupo de empresas	Los recursos captados a través de esta emisión servirían para financiar una planta de celulosa en Valdivia, que absorbería más de 1 000 millones de dólares. Esta operación está siendo ejecutado por Copec y Celulosa Arauco, asociadas en partes iguales.
Supermercados Santa Isabel	Supermercados	A principios de 1995, Santa Isabel estaría emitiendo ADR, con lo que espera captar unos 70 millones de dólares. Se estima que el 25% de las acciones de Supermercados Santa Isabel se ofrecerán en la Bolsa de Nueva York. Estos recursos permitirán financiar la construcción de un centro comercial en Viña del Mar (40 millones) y la expansión de sus operaciones en Perú (30 millones), donde ya hay cinco supermercados de la cadena.
Compañía de Aceros del Pacífico (CAP)	Siderúrgica	A fines de 1994 o principios de 1995, CAP se propone realizar una emisión de ADR, en la que captaría unos 120 millones de dólares.
Chilesat	Telecomunicaciones	A fines de 1994 o principios de 1995, Chilesat se propone realizar una emisión de ADR, en la que captaría unos 100 millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia sobre la base de informaciones publicadas en la prensa especializada (*Estrategia*, *El diario*, *El Mercurio* y *La Segunda*) y entrevistas.

^{a/} La Distribuidora Chilectra Metropolitana pertenece en un 74.5% a Enersis.

^{b/} Pertenece al grupo chileno Luksic.

^{c/} Este aumento de capital que equivale a algo más de 63 millones de dólares se suma a los 155 millones captados en Chile en el período de oferta preferente de acciones, comprendido entre el 16 de agosto y 15 de septiembre de 1993. Éstos se suman, a su vez, a 130 millones captados en el mes de agosto de 1993 mediante un crédito sindicado a largo plazo, el préstamo más grande otorgado a una empresa chilena en los últimos 10 años y a la tasa de interés más baja aplicada en el mismo período. Por lo tanto, Enersis captó durante 1993 unos 348 millones de dólares en los mercados nacional e internacional.

búsqueda de nuevas oportunidades comerciales en países con idiosincrasias similares y, en particular, el incentivo de importantes ganancias de capital en el marco de los programas de privatización han sido los factores que han influido en mayor medida en este fenómeno.

Como se indica en el cuadro 8 y en el estudio de caso de Chilectra, lo interesante es que el principal objetivo de la captación de fondos externos mediante la colocación de ADR ha sido la financiación de inversiones de empresas chilenas en el extranjero, sobre todo en operaciones de privatización en países limítrofes. Esta situación, de acuerdo a las primeras evaluaciones, permitiría suponer que en el futuro se producirán cuantiosas entradas de recursos por concepto de remesas de utilidades generadas por estas inversiones en el exterior.³¹

Este mismo proceso ha permitido una positiva aceptación inicial de los papeles chilenos en Nueva York. Uno de los factores que influye en una buena colocación de ADR es un potencial de crecimiento de la empresa emisora a partir de los recursos recibidos que asegure un aumento de las utilidades en el futuro. En este caso, varios grupos empresariales chilenos han seguido anunciando y concretando numerosas expansiones, tanto en el ámbito local como internacional, lo que en el corto y mediano plazo debería reportarles mayores ingresos.

2. Fondos de inversión de capital extranjero

En Chile existen dos tipos de fondos de inversión de capital extranjero (FICE), que se acogieron a las disposiciones del Anexo 2 del capítulo XIX del CNCI, que ya no está en vigencia, y los que operan dentro del marco legal establecido por la ley No. 18.657.³² Este último mecanismo se utiliza para canalizar la mayor parte de los recursos con que se constituyen esos fondos, cuya creación se remonta a agosto de 1989, cuando la Superintendencia de Valores y Seguros autorizó el funcionamiento de dos entidades de esa índole en el país. A fines de 1989 ya había cinco fondos autorizados y en diciembre de 1994 operaban el país 19 FICEs, que habían aportado más de 500 millones de dólares, en su mayoría invertidos en títulos accionarios. En cuanto a los fondos más activos, destaca GT Chile Growth Fund, que a diciembre de 1994 había acumulado 99.5 millones de dólares, que fueron invertidos en instrumentos financieros, principalmente acciones por un valor que a la fecha ascendía a los 550 millones, y había realizado remesas netas de beneficios por 15.9 millones. Sin duda, un caso interesante es el de The Chile Fund Inc. que con aportes de 74.3 millones de dólares y un patrimonio actual que asciende a 280 millones ya ha efectuado remesas netas de beneficios por un total de 45.8 millones.

Transcurridos más de cinco años desde que los FICE comenzaron a operar en Chile, el ingreso de capitales a través de este mecanismo se ha reducido (véanse los cuadros 1 y 9). El auge de los FICE se vivió entre los años 1989 y 1991, período en que los aportes ascendieron a 395.6 millones de dólares, cifra que representa más de 78% del total invertido mediante este mecanismo en el país. La alta rentabilidad proporcionada por el mercado accionario fue sin duda lo que incentivó este significativo ingreso de capitales. En este sentido, cabe recordar que en 1991 las acciones más transadas registraron utilidades superiores a un 100% real.

Posteriormente, debido a la inestabilidad de la bolsa de valores de Chile y al notable crecimiento de otros mercados latinoamericanos,³³ así como al hecho de que otros mecanismos (por ejemplo, los ADR) también permitían invertir en acciones chilenas, los fondos extranjeros redujeron considerablemente el flujo de recursos e iniciaron un período

Cuadro 9

**INVERSIONES REALIZADAS POR INTERMEDIO DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN
DE CAPITAL EXTRANJERO**
(Millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Número de fondos	5	9	13	16	17	19
Acciones	...	361.4	871.4	1 024.9	1 524.9	2 020.7
Otros activos	...	96.2	89.4	71.4	48.0	70.4
Total activos g/	...	457.6	960.6	1 096.3	1 572.9	2 091.1
Aportes acumulados al mes de diciembre	86.0	338.7	395.6	447.0	483.3	506.7
Remesas acumuladas al mes de diciembre	75.1	128.1	233.8

Fuente: Elaboración propia sobre la base de información publicada en Superintendencia de Valores y Seguros, *Boletín Mensual*, Santiago de Chile, varios números.

g/ Incluye depósitos a plazo, letras hipotecarias, bonos, títulos estatales y otras inversiones.

de retiro de ganancias. Así es como en 1993 las remesas totalizaron 53 millones de dólares, mientras en 1994 ascendieron a 106 millones.

A fines de 1994, los FICE mantenían en el país recursos por un valor de mercado superior a los 2 091 millones de dólares, más del 96% de los cuales correspondía a acciones de empresas cotizadas en la bolsa, principalmente del sector eléctrico y de telecomunicaciones. La cartera de acciones de los FICE muestra un alto grado de concentración, ya que sólo seis títulos representan más del 52% de sus inversiones. Entre los papeles favoritos destacan Endesa (13.4%), CTC (9.4%), COPEC (7.8%), Enersis (7.6%), Embotelladora Andina (7.5%) y Chilgener (6.3%). Otras inversiones de menor importancia de los FICE son los depósitos a plazo (1.9%) y los títulos estatales (1.7%).

Los FICE también han logrado una importante participación en la propiedad de algunas empresas chilenas, puesto que en 11 de las 120 sociedades en las que tienen recursos poseen más de un 10% del capital social. Entre éstas, destaca la empresa cervecera de Punta Arenas, el 20% de la cual pertenece a fondos de inversión de capital extranjero. Otras empresas importantes en las que los FICE tienen una importante participación son Cerámicas Cordillera (17.4%), Embotelladora Andina (14%), Provida (9.3%), Bata (9.1%), Compañía de Aceros del Pacífico (8.1%) y Laboratorios Chile (8.1%).

Una de las causas del aparente desinterés observado durante 1994 por incrementar las operaciones de los fondos en el país, es la creciente incertidumbre que afectaba a los mercados bursátiles, no sólo de Chile sino de todo el mundo. Esta situación se tradujo en una baja del valor de los activos que en forma global administran estos fondos y ha reducido el porcentaje de su cartera que orientan a cada mercado. La persistente tensión ante las nuevas alzas de tasas de interés en Estados Unidos y el debilitamiento del dólar frente a otras monedas han contribuido a restarle valor a esta alternativa. Por lo tanto, actualmente los inversionistas están menos dispuestos a tener activos de estos fondos, y pueden verse motivados a venderlos o bien a colocar menos dinero en ellos. Esta situación es muy común en Chile, puesto que los fondos se orientan hacia acciones de

un número reducido de empresas abiertas. Durante el primer semestre de 1994, el precio de algunas de ellas sufrió una marcada baja, como ocurrió con la CTC, que registró una caída acumulada de más de 22%.

Por otra parte, la colocación de un número cada vez mayor de ADR de empresas chilenas en el mercado estadounidense indudablemente también ha sido un factor limitante de los FICE. Esto se debe a que los inversionistas extranjeros tienen la posibilidad de adquirir los mismos títulos chilenos, pero con la garantía de retirar los recursos sin plazos mínimos, y sin cancelar el impuesto sobre las ganancias del capital establecidos virtud de la reglamentación de los FICE.

3. Bonos

Las colocaciones de empresas chilenas en el mercado de eurobonos han sido limitadas. De hecho, la primera emisión realizada después de 1981 se concretó recién a mediados de 1993. La primera empresa que recurrió a este mecanismo fue la Compañía de Teléfonos de Chile (CTC), que colocó 71.8 millones de dólares en bonos convertibles en acciones. Esta fórmula permite al inversionista extranjero transformar el instrumento de deuda en acciones de la compañía después de un determinado período de tiempo (véase el estudio de caso de la CTC). Otras dos empresas optaron por la colocación de eurobonos, Celulosa Arauco y Constitución y la Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV), que presentaban un alto nivel de capitalización, por lo que les convenía contraer cierto endeudamiento antes de diluir aún más los dividendos entre los accionistas. A mediados de 1993, la CSAV efectuó una emisión de eurobonos por 100 millones de dólares, que se colocaron a una tasa anual de 7.375%, hasta esa fecha la más baja aplicada a una empresa latinoamericana a largo plazo (10 años). La CSAV tenía un amplio margen para incrementar su endeudamiento, dado que a fines del primer trimestre de 1993 sus pasivos ascendían a sólo el 16% de su capital, porcentaje muy inferior al 37% que, en promedio, registraban las empresas más transadas en la Bolsa. En marzo de 1994, después de la colocación, su endeudamiento ascendía a 48% (Turner, 1994). Celulosa Arauco y Constitución efectuó una emisión de eurobonos por 150 millones de dólares (véase el cuadro 10).

Cuadro 10

EMISIONES INTERNACIONALES DE BONOS DE EMPRESAS PRIVADAS CHILENAS

Deudor	Acreedor	Monto autorizado (millones de dólares de los EE.UU.)	Fecha contrato	Tasa de interés (porcentaje)	Plazo total (meses)	Saldo al 31 de diciembre de 1993 (millones de dólares)
Compañía de Teléfonos de Chile	Bank of New York	182.6	22/03/93	7.25	120	74.7
Celulosa Arauco y Constitución	Chase Manhattan Bank-Londres	150.0	07/05/93	7.25	60	150.0
Compañía Sudamericana de Vapores	Citibank-Nueva York	100.0	05/11/93	7.38	120	99.3
Total		432.6				324.0

Fuente: Banco Central de Chile.

A diferencia de otras compañías latinoamericanas, las empresas chilenas no entraron en el mercado de eurobonos en forma rápida y masiva, sobre todo por dos razones. En primer lugar, a consecuencia de las restricciones impuestas por el Gobierno a la emisión de bonos conforme a su política de control del ingreso de capital externo.³⁴ En segundo término, porque ya en 1990 y con el desarrollo del sistema privado de fondos de pensiones tenían acceso a créditos internos a largo plazo todos los prestatarios calificados, por lo general a tasas bastante competitivas. Debido a su aversión al riesgo cambiario, muchos prestatarios preferían los fondos nacionales.

En general, los recursos captados a través de estas emisiones han sido utilizados para la expansión de las operaciones locales de las empresas (véase el estudio de caso de la CTC).

IV. INTERNACIONALIZACIÓN DE LAS EMPRESAS CHILENAS: UN PROCESO CON UN ALTO COEFICIENTE DE CAPITAL EXTERNO

A fines de los años ochenta, un grupo de empresas chilenas líderes presentaba un excelente nivel de gestión y participaba en un mercado local competitivo y ordenado, logros alcanzado en parte debido a su prolongada exposición a las políticas de liberalización y apertura. En varios sectores se lograron ventajas competitivas importantes; tal es el caso de las empresas de telecomunicaciones, de generación y distribución de energía eléctrica, de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), las imprentas y editoriales, los supermercados y multitiendas, y algunas ramas de la industria manufacturera. Esta situación condujo a una rápida maduración de mercados, con un crecimiento que empezaba a estancarse. Sin embargo, no había suficientes alternativas expeditas para captar el volumen de recursos que exigía la expansión de sus operaciones en el exterior. Como ya se ha indicado, las principales limitaciones provenían de la política gubernamental de control de los movimientos de capital³⁵ y la desconfianza aún existente con respecto a Chile en los mercados internacionales, a consecuencia de la crisis de la deuda.

El rápido desarrollo del mercado de capitales local durante la segunda mitad de la década de 1980 generó los recursos necesarios para la expansión a nivel nacional de estas empresas líderes. Sin embargo, hacia fines del decenio se comenzó a buscar otras fórmulas para acceder a nuevos mecanismos de financiamiento. El creciente interés de los inversionistas institucionales en la bolsa local y el desarrollo de mecanismos como los FICE fueron los primeros elementos que permitieron a las grandes empresas chilenas incorporarse efectivamente a un proceso cada vez más amplio de globalización financiera. Debido a la inclusión de estas empresas en la nueva cartera de los grandes inversionistas, éstas fueron evaluadas por instituciones internacionales clasificadoras de riesgo, lo que les dio un acceso cada vez mayor a los mercados de capital, especialmente para la colocación de instrumentos de la deuda.

Paralelamente a este proceso, algunas empresas chilenas recurrieron a otras fórmulas para captar recursos externos. Entre ellas destaca la creación de filiales en "paraísos fiscales", como las Islas Caimán, para acceder a créditos sindicados de instituciones financieras, lo que les permitió realizar, con financiamiento competitivo, las primeras incursiones en el exterior, fundamentalmente en Argentina.³⁶ Además, les permitió captar divisas mediante créditos de corto plazo, aprobados rápidamente por bancos comerciales en respuesta a la urgencia con que se presentaban las oportunidades de inversión. Sin embargo, estos fondos resultaron insuficientes para financiar las inversiones chilenas en el exterior, por lo que las empresas tuvieron que entrar al mercado internacional de los inversionistas institucionales, que es más exigente. Esto ocurrió precisamente cuando estos inversionistas mostraban un gran interés por invertir en América Latina (Griffith-Jones, 1994). La colocación de valores en estos mercados, sobre todo ADR y más recientemente bonos, permitió acelerar el proceso de globalización financiera de este grupo de empresas líderes, lo que les dio rápido acceso a nuevo capital y les brindó la oportunidad de recibir créditos a largo plazo en dólares. Mediante este

mecanismo, las empresas han logrado captar recursos para refinanciar sus compras en el exterior³⁷ (véase el cuadro 11).

Cuadro 11

ADR, BONOS Y CAPÍTULO XII

(Millones de dólares)

	Entradas de capital		Salidas de capital
	ADR a/	Bonos	Capítulo XII b/
1990	104.6		15.2
1991	-31.2		99.7
1992	281.5		353.0
1993	793.2	324.1	410.9
1994 c/	429.7		305.7
Total acumulado 1990-junio 1994	1 577.8	324.1	1 184.5d/

Fuente: Banco Central de Chile.

a/ ADR menos reexportaciones.

b/ Incluye a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

c/ Estado de situación al 30 de junio de 1994.

d/ El total acumulado desde 1975 asciende a 1 350 millones de dólares.

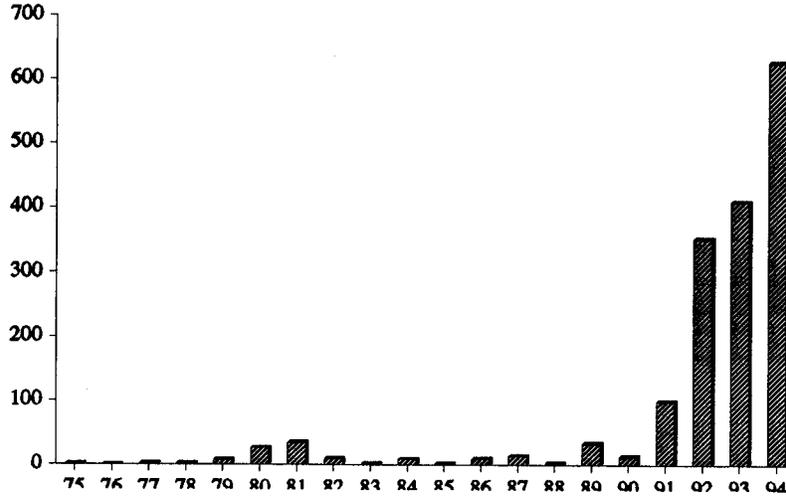
La alternativa preferida por las empresas más grandes ha sido el aumento del capital. Mientras las empresas de gran tamaño y renombre internacional acceden con cierta facilidad al financiamiento internacional, las más pequeñas siguen utilizando herramientas locales. Ese es el caso de la cadena de supermercados Santa Isabel, que financió parte de sus incursiones en el extranjero mediante la colocación de acciones de la empresa en la Bolsa de Santiago. Santa Isabel emitió en marzo de 1993 acciones equivalentes al 25% de su capital accionario, con lo que logró captar un monto cercano a los 20 millones de dólares.

A fines del año 1990, las inversiones chilenas en el exterior eran muy reducidas, puesto que ascendían a un total acumulado de 178 millones de dólares, pero una vez que el Banco Central de Chile flexibilizó las normas aplicadas a estas inversiones,³⁸ que habían alcanzado en diciembre de 1994 a 1 905.9 millones³⁹ (véase el gráfico 4), comenzaron a incrementarse notablemente.

El debate en torno a la apertura de la cuenta de capitales se inició en Chile a raíz del cuantioso excedente de reservas netas internacionales acumulado por el Banco Central en 1990. Esto influyó decisivamente en que el tipo de cambio real se mantuviera sobrevaluado, lo que no fue bien recibido por los agentes económicos, en especial por los exportadores. Por estas razones, después de una amplia discusión, la autoridad económica

Gráfico 4

INVERSIONES CHILENAS EN EL EXTERIOR EN VIRTUD DEL CAPÍTULO XII DEL CNCI
(Millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

liberalizó aún más la salida de capitales⁴⁰ y, a la vez, se impusieron algunas restricciones a la entrada de capitales (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1994).

De acuerdo a las estadísticas del Banco Central, entre 1975 y diciembre de 1994 cerca del 40% de las inversiones chilenas en el exterior se realizaron en Argentina, principalmente para la compra de activos dentro del proceso de privatización, en el que empresas como Chilgener, Enersis, Chilquinta y Endesa desempeñaron un rol protagónico. El proceso se extendió aun más y en la actualidad hay más de 150 empresas que pertenecen o están vinculadas a chilenos, muchas de las cuales se encuentran en el sector servicios, aunque también hay algunas en el sector manufacturero, especialmente empresas medianas. También destacan las que operan desde hace muchos años en Chile, como la cadena de supermercados Jumbo, Di Foto y el "mini *holding*" del grupo Luksic en la zona de Salta.

El proceso de privatizaciones que se llevó a cabo en Argentina fue todo un éxito desde el punto de vista de los inversionistas chilenos, ya que tres de las cuatro empresas en que se dividió Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires (SEGBA) quedaron en poder de compañías eléctricas chilenas, si se toma en cuenta que éstas controlan la mayor parte del paquete de acciones de los consorcios ganadores. A fines de marzo de 1992, el 60% del capital accionario de la Central Puerto fue adjudicada a las empresas chilenas Chilgener (49.5%) y Chilquinta (10.5%) en 92.1 millones de dólares. En mayo de 1992, el 60% de la Central Térmica Costanera fue adjudicado al consorcio formado por las empresas chilenas Endesa (30% y desempeño como operador) y Enersis (9%), Chilectra (3%), la argentina Pérez Compac (15%) y la norteamericana Public Services of Indiana (3%) en 90.1 millones de dólares. Finalmente, en julio de 1992 el 51% de las empresas

distribuidora EDESUR fue adjudicada por el mismo consorcio ganador de la Central Costanera en 511 millones de dólares. Sin embargo, por tratarse de una actividad distinta de la generación de energía eléctrica, la participación mayoritaria correspondió a las empresas chilenas Enersis y Chilectra, que concentraron un 20.1%, lo que sumado al 5% Endesa eleva a 25.1% la presencia chilena, seguida por el grupo argentino Pérez Compac con un 20.6%. La única sociedad en la que no participaron inversionistas chilenos fue la Empresa del Norte (EDENOR), que fue vendida al consorcio encabezado por el grupo argentino Astra, en el que destacan además Electricité de Francia y la Empresa Nacional de Electricidad S.A. de España, en 428 millones de dólares.

Varios inversionistas chilenos participaron en una de las más grandes privatizaciones realizadas hasta el momento en América Latina: la venta de Gas del Estado (Calderón, 1993). La empresa chilena Gasco S.A., en sociedad con la argentina José Construcciones Civiles, con un 40% cada una, y el Banco Francés del Río de la Plata con el 20% restante, adquirió el 90% de las acciones de la Sociedad Distribuidora de Gas Noroeste, una de las 10 en que fue dividida Gas del Estado, en una cifra superior a los 72 millones de dólares.⁴¹ También dentro del proceso de privatizaciones, la Compañía de Aceros del Pacífico (CAP), en conjunto con el grupo suizo Schmidheiny (propietario de la mayoría de las acciones de la CAP), participa con un 10% en el consorcio que se adjudicó en octubre de 1992 el 80% de la siderúrgica argentina SOMISA en 145 millones de dólares.

Otra área en que la presencia chilena en Argentina va adquiriendo rápidamente gran importancia es la de los servicios, especialmente los supermercados. Sumándose a las operaciones ya consolidadas de la cadena Jumbo, que lleva más de 10 años en Argentina y ha realizado inversiones superiores a los 40 millones de dólares en dos hipermercados (Lugano y Unicentro) y un centro comercial (Unicentro), recientemente Unimarc y Ekono-Almac decidieron ampliar sus actividades a Argentina. También son importantes el grupo Boher, que posee el 62% de Di Foto y el 50% de Errol's en Argentina; el grupo Angelini, que compró el 61% de la Compañía de Seguros La República, y un grupo de cuatro inversionistas chilenos que adquirieron los pasivos y activos de la sucursal del Royal Bank of Canada, lo que ha dado origen a una nueva institución comercial denominada Banco Transandino.

Dentro del área de servicios, la puesta en marcha en mayo de 1994 del nuevo sistema privado de previsión en Argentina ha despertado el interés de los inversionistas chilenos. El sistema está integrado por más de 20 administradoras de fondos de jubilación y pensiones (AFJP). En tres de ellas participan capitales chilenos: Hábitat, que se asoció en partes iguales con el banco argentino Mariva (mayorista) para crear Activa; Banmédica, que junto a varios bancos y grupos locales creó Anticipar, y Cruz Blanca que creó Más Vida, en conjunto con la Compañía de Seguros Inca. Pero además, la experiencia y los conocimientos de los inversionistas chilenos también han ejercido una importante influencia en la conformación del sistema argentino.⁴² Sin duda, la presencia chilena podría ampliarse a medida que el sistema se vaya consolidando y ofrezca una rentabilidad interesante.

En el sector manufacturero la presencia chilena en Argentina comienza a ser cada vez más significativa. Además de la participación en SOMISA, las empresas chilenas se han diversificado mediante la compra de activos. Eso es lo que ocurrió con Cerámicas Cordillera, que compró las fábricas de baldosas Sassuolo y San Lorenzo; la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC), que adquirió el 51% de la fábrica de pañales desechables Química Estrella en San Luis⁴³ y que en 1994 compró el 100% de la empresa Fabi, que tiene plantas en Buenos Aires, Córdoba y San Luis;⁴⁴ de Indura, que compró una planta de llenado de cilindros de gas y productos de soldadura en Córdoba; de Cemento Polpaico, que compró el 12% de la Corporación Cementera

Argentina (Corcemar) en 12 millones de dólares; de Costa-Carozzi, que compró el 60% de la fábrica de confites Bonafide y el 100% de Caramelos Rodríguez de la Fuente; de Madeco, que adquirió las fábricas de cables Indelqui (cables de cobre) y la Industria de Cables Lavallol (cables de aluminio), y del Grupo Boher, que controla el 50% de Industrias del Maíz (Imasa). Pero no sólo se han comprado activos existentes; algunas empresas chilenas también han creado nuevas sociedades en Argentina. La CMPC está construyendo una nueva fábrica de papel facial (tissue) cerca de Buenos Aires, que estará en pleno funcionamiento a mediados de 1995, lo que ha significado una inversión de más de 60 millones de dólares. La empresa Alusa, filial de Madeco, inauguró a fines de 1993 una nueva planta de envases en San Luis, que exigirá inversiones de más de 40 millones de dólares en el período 1993-1997, en tanto que la empresa de confites Dos en Uno construyó una nueva planta en San Luis con una inversión de 14 millones. Entre las próximas inversiones destacan las de Laboratorios Chile (alrededor de 40 millones) para la instalación de una planta productora, con los recursos captados mediante una emisión de ADR; de la empresa Lucchetti, vinculada al grupo Luksic, que construirá con una inversión de 20 millones una planta de alimentos, orientada a satisfacer la demanda del mercado argentino y del MERCOSUR; de la empresa Masisa, que ya tiene una planta en operación y está construyendo otra para la producción de tableros de cartón duro de densidad media, lo que significaría que Masisa acumularía inversiones por más de 120 millones de dólares sólo en Argentina, financiados en parte a través de emisiones de ADR (véase el cuadro 8); de la Sociedad de Productores de Leche (Soprole), que invertiría unos 50 millones de dólares durante el período 1994-1997 en la instalación de una planta productora, y de la Compañía de Cervecería Unidas (CCU), que anunció que invertiría cerca de 100 millones de dólares en los próximos cinco años para ingresar en el mercado argentino, aunque todavía no sabía si construiría una planta propia o se asociaría con cerveceros argentinos.

La asociación con empresarios argentinos también ha empezado a tener una importancia creciente. Algunos ejemplos de este tipo de asociación son los casos de Sipetrol (filial de ENAP), que se asoció con la petrolera YPF para actividades de exploración de petróleo en el Estrecho de Magallanes; Lord Cochrane, que se asoció con la Editorial Atlántica,⁴⁵ e Industrias Ambrosoli, que estableció una empresa conjunta con la empresa Chocolates Bariloche. Además, muchas otras empresas han tratado de asociarse con sociedades importantes en la economía argentina.

A partir de 1993, Perú también ha despertado el interés de los inversionistas chilenos, por lo que éstos han instalado más de 30 empresas en dicho país. En Perú, al igual que en Argentina, los negocios más importantes han estado vinculados a la privatización de las empresas públicas y a las nuevas oportunidades surgidas a consecuencia de la liberalización de la economía, entre otras cosas con la entrada en vigor del nuevo sistema privado de previsión social.

El mayor éxito en el marco del programa de privatizaciones, desde el punto de vista de los inversionistas chilenos, fue la adjudicación de las dos compañías de distribución de energía eléctrica de Lima. El 60% de la Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte (Edelnor) fue adquirido en 176.5 millones de dólares por el consorcio formado por Enersis y Chilectra de Chile, Endesa de España, y los grupos peruanos Cosapi y Romero. Otro grupo de chilenos, encabezado por Chilquinta, se adjudicó el 60% de la Empresa de Distribución Eléctrica del Sur de Lima (Edelsur), en conjunto con la empresa canadiense Hydro Ontario, en más de 212 millones de dólares.⁴⁶ También dentro del programa de privatización de empresas públicas, un grupo de empresarios chilenos vinculados a Enagas, Lipigas y Codigas compró el 81% de la Compañía Peruana de Gas (Solgas), la mayor empresa de gas natural del país, por la que pagó alrededor de 9 millones de

dólares. Además, la empresa chilena Ultramar, y la peruana Multimares, en partes iguales, se adjudicaron el 100% de la empresa naviera Petrolera Transoceánica en 25.2 millones. Finalmente, dentro de la ola de privatizaciones destaca la compra de la mina Quellaveco por parte de la minera Mantos Blancos, que pagó 12 millones de dólares y se comprometió a invertir otros 530.

Con posterioridad a las privatizaciones, el establecimiento en junio de 1993 del nuevo sistema privado de seguridad social despertó el interés de los inversionistas chilenos por participar en sociedades mixtas para la creación de administradoras de fondos de pensiones (AFP). A mediados de 1994, las ocho entidades de este tipo existentes en Perú contaban con capitales chilenos: el Grupo AIG (accionista de la AFP Unión Chile) controla el 60% de la AFP Unión; Provida, un 20% de la AFP Horizonte; Banmédica, el 30% de Megafondo; Hábitat, el 32% de Providencia; Cuprum, el 33.3% de Nueva Vida; Cruz Blanca, el 21% de Profuturo, y Santa María, el 30% de Integra, en tanto que un grupo de accionistas vinculados al banco BHIF tiene participación en la AFP El Roble. Si bien la mayor parte de las contribuciones de los inversionistas chilenos a este negocio proviene en este caso de sus conocimientos especializados, sus aportes en divisas superan 20 millones de dólares.

Los inversionistas chilenos también están participando activamente en otros sectores, particularmente en el sector de la banca. Varios nuevos bancos con capitales chilenos están en etapa de formación, pero sin duda el hecho más relevante ha sido la adjudicación del Interbanc a un grupo de accionistas ligados al Banco Osorno en 51 millones de dólares. Otra área de interés ha sido la de los supermercados, sobre todo para la cadena Santa Isabel.

En el sector manufacturero la presencia chilena se ha limitado a pequeñas y medianas empresas, muchas de las cuales han dado en Perú los primeros pasos en sus proceso de internacionalizasen.

A pesar que Argentina y Perú han concentrado el interés de los inversionistas chilenos, éstos están buscando nuevas oportunidades comerciales más lejos de sus fronteras. En ese ámbito, destaca la compra del 100% de la compañía brasileña Río de Janeiro Refrescos S.A. en 120 millones de dólares por Embotelladora Andina, en una operación financiada con los recursos captados mediante la colocación de ADR en Nueva York.⁴⁷ La empresa Embotelladora Andina espera invertir en el período 1994-1996 unos 96 millones de dólares en una filial en Brasil. La estrategia de esta empresa consiste en extenderse a nuevos mercados en el Cono Sur y el primer paso de ese proceso sería la adquisición de la planta en Brasil. Además, posee el 14% de la Embotelladora de Coca Cola de Córdoba (Argentina).

Sin duda, debido al incremento de las inversiones chilenas en el exterior registrado recientemente, en los próximos años también aumentarán las remesas de utilidades que éstas produzcan. Cabe señalar que los problemas existentes en las empresas en las que se ha invertido capital chileno, así como los problemas macroeconómicos en los países de destino, podrían limitar el monto de las remesas de utilidades.

V. ESTUDIOS DE CASO

1. La Escondida: de un comienzo difícil al mayor productor de cobre del mundo

El caso de La Escondida nos muestra cómo se puede concretar un ambicioso proyecto a partir de condiciones iniciales muy difíciles. La Escondida se ha transformado en uno de los mayores receptores de inversión extranjera directa en Chile (es producto de la segunda IED materializada en el país durante el período 1974-1993 en orden de importancia), y a la vez genera el volumen más elevado de exportaciones.⁴⁸ De hecho, en 1993 La Escondida produjo el 6% del total de las exportaciones chilenas y, según proyecciones de la empresa, éstas ascenderán al 13% en 1996. Asimismo, pasará de constituir el 1% del PIB al 1.6%.

La participación de La Escondida en la producción chilena de cobre alcanza en la actualidad al 17% y se estima que ascenderá a un 29% el período en 1996-1997. La Escondida también es una empresa importante a nivel mundial, ya que actualmente genera el 4% de la producción total de cobre, y se espera que llegue a un 6.5% a fines de la década, por lo que desplazará a Chuquibambilla como el mayor yacimiento de cobre del mundo.

La Escondida fue descubierta en marzo de 1981, pero la empresa que concretó su explotación fue organizada recién en octubre de 1985. Los propietarios de La Escondida son la mayor empresa australiana, Broken Hill Proprietary Inc. (BHP), que posee el 57.5%; la empresa británica Río Tinto Zinc (RTZ), con un 30%; un consorcio japonés encabezado por Mitsubishi, con el 10%, y la Corporación Financiera Internacional (CFI) del Banco Mundial, con el 2.5% restante.

A pesar de la alta rentabilidad estimada de esta empresa, por haber empezado a funcionar a mediados de los años ochenta le fue prácticamente imposible acceder a créditos privados externos, debido a que Chile, así como el resto de América Latina, recién comenzaba a salir de la profunda crisis de la deuda externa. Por esta razón, la única fuente privada de financiamiento que tuvo en su etapa inicial fue el aporte directo en virtud del Decreto Ley 600, de BHP, RTZ y Mitsubishi, que ascendió a alrededor de 460 millones de dólares. Por otra parte, la participación de la Corporación Financiera Internacional, institución que no sólo proporcionó 70 millones sino que también participó en las negociaciones iniciales, jugó un papel catalizador clave puesto que le dio el "sello de calidad" al proyecto.⁴⁹ Por lo tanto, contribuyó notablemente a la obtención de los créditos oficiales descritos a continuación.

Las principales fuentes de financiación de La Escondida fueron instituciones estatales que otorgan créditos para exportaciones y que concedieron préstamos a cambio de contratos de suministro de concentrado de cobre a largo plazo, de acuerdo con los cuales se comprometía a entregar el 75% de la producción⁵⁰ directamente a fundiciones de Japón, Alemania y Finlandia durante 12 años, es decir hasta el año 2002. Dado que la producción aumentó por encima de lo previsto, la proporción que debía entregarse

directamente a esas fundiciones como pago de los créditos se ha reducido a un 60% del total.

El propósito inicial de esta inversión era exclusivamente la producción de concentrado de cobre; sin embargo, debido a la rentabilidad del proyecto y las características del mineral y del mercado de cobre, se decidió invertir unos 270 millones de dólares en la construcción de una planta de cátodos. De este modo, para 1995 se proyecta una producción de 480 mil toneladas métricas (TM) de cobre fino, que se compondrán de 400 000 TM de cobre fino en concentrados y 80 000 TM de cobre fino en cátodos de alta pureza.⁵¹ El financiamiento de estas ampliaciones se efectuó con recursos generados por la misma empresa, que, debido a su alta rentabilidad, no ha tenido que solicitar financiamiento externo; además, se estima que las futuras expansiones podrían financiarse con recursos propios o con créditos privados externos.

En julio de 1994, la empresa minera La Escondida anunció un tercer plan de expansión, que le permitirá incrementar su producción de 480 000 TM a 800 000 TM de cobre fino al año, a partir de mediados de 1996. La producción se dividirá en 80 000 TM en forma de cátodos y el equivalente a 720 000 TM en concentrados. La inversión necesaria para aplicar este plan de desarrollo asciende a unos \$520 millones de dólares, cifra que elevaría el total de inversiones de esta empresa en el país a 1 625 millones. La concreción de esta tercera etapa de expansión le permitiría realizar ventas brutas del orden de los 1 760 millones de dólares en 1997.

Inicialmente, la producción de La Escondida se destinaba en su totalidad a exportación, pero a partir de julio de 1993 una parte del cobre producido se venderá a Refimet, una refinera chilena de metales que posteriormente exportará el producto.

Finalmente, parece de interés destacar las razones por las que según ejecutivos de La Escondida, se estableció la empresa en Chile,⁵² éstas pueden sintetizarse en cuatro puntos: i) estabilidad económica y jurídica (largo plazo); ii) posibilidad de ingresar en virtud del DL 600; iii) la tradición minera del país, y iv) el profesionalismo de los trabajadores. Cabría destacar, además, que la alta rentabilidad del proyecto y el trato tributario relativamente favorable dado a la minería también fueron factores importantes.

2. Compañía de Teléfonos de Chile: un ejemplo del acceso de Chile a recursos externos

La Compañía de Teléfonos de Chile (CTC) es la mayor empresa de telecomunicaciones del país, puesto que es dueña de 95% de todas las líneas telefónicas. Presta servicios de comunicación local y a larga distancia (nacional e internacional) y, además, ofrece diversos otros servicios de telecomunicaciones.

Con el objeto de reducir significativamente la demanda insatisfecha de líneas telefónicas, la CTC adoptó en 1988 un plan de desarrollo muy importante, que le ha permitido duplicar con creces el número de líneas (hasta 1.4 millones de líneas a fines de 1993) y comenzar a prestar nuevos servicios muy avanzados de telecomunicaciones. En promedio, esto ha significado una inversión anual de 400 millones de dólares entre 1988 y 1994.

Para financiar las actividades previstas en dicho plan de desarrollo, la CTC ha recurrido a una combinación de fuentes externas y nacionales. Una de las razones por las que es interesante estudiar el caso de la CTC en este contexto es que tal vez sea la empresa que ha usado la gama más amplia de instrumentos financieros externos en Chile, ya que ha recurrido a créditos de la Corporación Financiera Internacional (CFI), a créditos bancarios, a bonos y a ADR; de hecho, fue la primera empresa latinoamericana en colocar

ADR y estos instrumentos de la CTC representan alrededor de 50% del valor total de los ADR que las empresas chilenas transan en el exterior (véase el cuadro 7).

La otra razón por la que el caso de CTC es interesante es que un organismo público internacional (la CFI) jugó un rol crucial en su evolución, dado que facilitó el acceso de la empresa a fuentes privadas externas;⁵³ en ese sentido, hay un cierto paralelo con el caso de La Escondida (véase el estudio de caso pertinente), en el que organismos públicos —como la misma CFI y entidades gubernamentales que garantizan y otorgan créditos de exportación— también jugaron un papel catalizador clave de recursos externos, en un momento en que el riesgo país era relativamente alto. Efectivamente, el financiamiento externo en gran escala del plan de desarrollo de la CTC comenzó con un crédito de la Corporación Financiera Internacional por 80 millones de dólares.

Antes de la concesión del crédito del CFI, la única fuente de financiamiento externo eran créditos de proveedores, que se otorgaban a plazos bastante largos (de hasta siete años) pero tenían un costo muy alto, debido a la difícil situación en que se encontraba quien era entonces el principal dueño de la CTC (el australiano Allan Bond) y porque Chile todavía era considerado como un país con riesgo bastante elevado. La CTC se vio obligada entonces a recurrir al financiamiento interno, entre otras cosas mediante bonos, a un costo muy alto, estimado en un 11% real, que debía ser cubierto por la empresa, por no disponer de otra fuente externa de fondos.

El crédito inicial de la CTC, la CFI (IFC-A) otorgado en 1989, tenía una serie de condiciones bastante detalladas. En primer lugar, estaba sujeto al estricto cumplimiento del plan de desarrollo, con metas muy específicas definidas a cuatro años de plazo. También imponía condiciones de tipo financiero, como límites al endeudamiento además, se exigía que la compañía fuera codeudora con todas sus filiales. Finalmente, tenía como requisito previo la provisión de información sobre diversos aspectos de su gestión. El crédito estaba dividido en dos tramos: el primero de 60 millones de dólares, y el segundo, de 20 millones, correspondiente a deuda subordinada, cuyo diferencial aumenta hasta 6% según el nivel de utilidades; este último no podía pagarse antes del vencimiento, por lo que era sumamente caro.

En los siguientes meses, la CTC colocó ADR por 98.5 millones de dólares en la Bolsa de Nueva York. Es interesante que la principal motivación para su colocación haya sido que permitan reducir la concentración de acciones en manos del principal accionista a 43%, lo que facilitaba la inversión por parte de las administradoras de fondos de pensiones chilenas en la CTC.⁵⁴ Es interesante destacar que la principal motivación en este caso no estaba vinculada específicamente al plan de expansión, sino a una modificación de la estructura de propiedad de la empresa, que facilitaba el acceso a importantes fuentes de financiamiento. Posteriormente, se vendieron acciones ya emitidas ("viejas") como ADR a un valor superior al de las acciones de la emisión original. Se estima que una proporción elevada de los ADR fue adquirida por fondos de pensiones y fondos mutuos, en su mayor parte estadounidenses. Los criterios que han aplicado en el caso de la CTC han sido de muy corto plazo, ya que permanentemente están comprando y vendiendo acciones de la empresa.⁵⁵

También en 1990, la CTC obtuvo un crédito sindicado de 14 bancos europeos por 113 millones de dólares a siete años. Según fuentes de la empresa, la CTC pudo recibir ese préstamo en gran parte gracias a que ya había recibido el crédito IFC-A. De hecho, este crédito fue otorgado por un consorcio de bancos encabezado por la Corporación Financiera Internacional (denominado IFC-B) y tenía exactamente las mismas condiciones que el IFC-A.

En esa oportunidad la CTC tuvo acceso en condiciones mucho más favorables que antes al mercado nacional de bonos, por lo que pudo colocar el equivalente de 90 millones

de dólares en dicho mercado, a un plazo de hasta 25 años y a una tasa real de interés de 6.45%, mucho menor que el 11% pagado anteriormente.

Finalmente, en 1993 la CTC colocó en el extranjero bonos convertibles en acciones, a 10 años y a una tasa de interés de 7.25%. Estos bonos tienen una característica interesante: la CTC puede exigir su conversión en acciones de la empresa a partir de 1997. Una de las razones por las que la CTC puede colocar bonos en el extranjero en condiciones favorables es que ha recibido una buena clasificación de tres clasificadoras de riesgo importantes.

La CTC obtuvo en 1994 un crédito bancario de 80 millones de dólares de J.P. Morgan en condiciones muy favorables. Se preveía que el resto de los fondos que necesitaba la CTC en 1994 se obtendrían en el mercado chileno de bonos, mediante una emisión en pesos, equivalente a 200 millones de dólares (The South Pacific Mail, 1993). Según el gerente de finanzas de la empresa, la captación de recursos en el país mediante bonos se debe a que la empresa percibe sus ingresos en pesos. Además, debido al alza de las tasas de interés estadounidenses de largo plazo, los bonos colocados en el mercado de los EE.UU. tienen un costo más alto que antes y, asimismo, implican un riesgo cambiario para la empresa. Desde 1988, la CTC ha realizado siete emisiones de bonos en el mercado chileno, lo que le ha aportado 623 millones de dólares.

Como se señaló anteriormente, los recursos externos se destinaron en su mayor parte a financiar la aplicación del plan de desarrollo, que es, fundamentalmente, un plan masivo de extensión de líneas y de expansión. Muchas de las actividades de la CTC se realizan a través de empresas subsidiarias, entre otras CTC Celular (para teléfonos celulares), CTC Corp. (servicios de telecomunicación privados), CTC Equipos (venta de equipos de teléfonos y telecomunicaciones) y CTC Mundo, establecida sobre todo para presentarse a licitaciones de concesiones en el mercado nacional e internacional de servicios telefónicos a larga distancia.

En esta última área existen disposiciones que limitan el número de llamadas internacionales que se pueden hacer a través de la CTC; si dichos límites se excedieran, la empresa tendría que pagar elevadas multas. Por lo tanto, la empresa no recibe ni recibirá una proporción importante de sus ingresos en moneda extranjera. En 1993, sólo el 15% de los ingresos operacionales de la empresa provenían de llamadas internacionales, lo que también significa que no puede recurrir a la colocación de bonos en el extranjero garantizados por fondos por recibir, siguiendo el ejemplo de Telmex, la empresa telefónica mexicana.

La CTC aún no ha realizado inversiones en gran escala en el exterior, aunque está estudiando la posibilidad de hacerlo. En parte, esto se debe al hecho de que para invertir en las grandes empresas privatizadas se requiere un volumen mínimo de operaciones (número de líneas), que la CTC aún no ha alcanzado. Sin embargo, está analizando la posibilidad de participar en el 10% del capital de la empresa telefónica peruana, con la posibilidad de que su principal aporte consista en servicios de gestión de la empresa. En ese caso, la CTC estaría aprovechando sus bajos costos a nivel internacional, debidos en parte a muy buenas relaciones con proveedores, y su excelente capacidad de su gestión. La CTC ya ha hecho pequeñas inversiones en el extranjero. Por ejemplo, CTC Celular vendió un sistema de operaciones celulares y de administración en Argentina y Brasil y, junto con la Telefónica de España, esta subsidiaria está participando en un consorcio que ha recibido una licencia para servicios de telefonía celular en Colombia.

3. Chilectra: una estrategia de globalización a varios niveles

Chilectra ha pasado a ser no sólo la empresa distribuidora de electricidad más grande de Chile, sino también de América Latina. Esto último ha ocurrido recientemente, debido a la compra de acciones en importantes empresas que se estaban privatizando tanto en Argentina como en Perú. El gran tamaño y la rápida expansión de la empresa se debe en parte a su exitosa estrategia de globalización, que se ha aplicado a varios niveles.

Antes de examinar la estrategia de globalización de Chilectra, daremos brevemente algunos antecedentes de la apertura de su capital. El proceso se inició con la promulgación de la ley sobre servicios eléctricos en 1982; ésta estipulaba que el aporte financiero para la ampliación de la capacidad que las empresas eléctricas pueden exigirles a los usuarios que solicitan servicios debe ser reembolsado en acciones comunes de las propias empresas o en instrumentos de la deuda. En la práctica, la Corporación de Fomento, que era la propietaria de las empresas eléctricas, dispuso que los aportes fuesen reembolsados en acciones, por lo que entre 1982 y 1985 se transfirió al sector privado alrededor de 5% del capital de distintas empresas, entre otras de Chilectra.

En 1985, se modificaron las reglas sobre las administradoras de fondos de pensiones, a las que se autorizó a invertir en sociedades anónimas que cumplieren con ciertos requisitos de solvencia, seguridad y desconcentración. Esto permitió transferir una parte importante de la propiedad de Chilectra, así como de otras empresas eléctricas, a las AFP.

También en 1985 la CORFO estableció un sistema de venta de acciones a los trabajadores interesados en comprarlas con el adelanto de 50% de la indemnización por años de servicio. El primer adelanto otorgado por Chilectra contó, además, con la garantía de la empresa de comprar las acciones al valor correspondiente al dividendo que hubiera generado la indemnización, es decir de cubrir diferencia en caso de que el trabajador resultara perjudicado. En total, se otorgaron tres adelantos de este tipo, los dos últimos sin garantías.

Paralelamente, los trabajadores de Chilectra organizaron sociedades de inversiones que recibieron préstamos bancarios garantizados por las acciones de su propiedad. Con esos créditos compraron a la CORFO y a otras entidades parte importante de las acciones de la compañía.

Como consecuencia de este proceso, en 1994 el 29% del capital de Chilectra era de propiedad de sociedades de inversión creadas por los trabajadores. También cabe destacar que el proceso descrito no sólo se tradujo en la privatización de la empresa; además, sus acciones comenzaron a transarse en el mercado de capitales nacionales y se hicieron conocidas.

A través de este proceso y sobre la base del buen nivel técnico y administrativo de Chilectra, comienza su etapa de globalización; como indica J.P. Morgan, "Chilectra es una de las pocas empresas latinoamericanas con una perspectiva y estrategia regional" (J.P. Morgan, 1994). El proceso tiene varias etapas, la primera de las cuales es el financiamiento externo, de particular interés en este estudio. Sin embargo, cabe destacar que en el caso de Chilectra el proceso de globalización del financiamiento está íntimamente ligado a la internacionalización de la empresa en la esfera de las inversiones; este último aspecto está relacionado a su vez a un proceso de globalización de la empresa que "exporta" sus conocimientos técnicos, de administración y de organización industrial, y también a una cierta difusión por lo menos en los países latinoamericanos, del marco regulatorio de empresas eléctricas basado en el modelo chileno. Según ejecutivos de Chilectra, estos dos últimos aspectos son importantes porque sirven de base a los dos primeros.

El vínculo entre los diferentes aspectos de la globalización de Chilectra parece ser significativo; en el aspecto financiero, dicho vínculo es muy estrecho, porque es evidente que el financiamiento internacional de Chilectra se canaliza precisamente a sus inversiones en el exterior, ya que es política de la empresa no distraer recursos necesarios para las operaciones locales para invertir fuera del país.⁵⁶

En cuanto a la globalización del financiamiento de Chilectra, el proceso se inició con el primer crédito voluntario otorgado por la banca internacional a Chile al principal accionista de Chilectra (Enersis) después de la crisis de la deuda; aunque era por sólo 10 millones de dólares, este crédito es importante porque se otorgó sin garantías fuera de la que ofrecía la empresa.

Un paso más importante se dio cuando Chilectra colocó en 1992 ADR por 73 millones de dólares. Cabe destacar que fue una colocación privada realizada en el marco de la regla 144A de los EE.UU. Chilectra es la primera empresa que realiza una colocación privada de ADR en este contexto. Según ejecutivos de la empresa,⁵⁷ esto se hizo por dos razones: En primer lugar, porque era una operación rápida, ya que cuando se colocaron las acciones, Chilectra preveía su rápida entrada al mercado argentino, que le exigiría cuantiosos recursos; una colocación pública, que supone el registro de la emisión en la Comisión de Bolsa y Valores de los EE.UU., demora más que una colocación privada, por lo que no permitía satisfacer las urgentes necesidades. En segundo lugar, el costo inicial de una colocación pública también es más alto porque supone menores comisiones y gastos de adaptación de la información contable a los principios aceptados en Estados Unidos. Por otra parte, cabe destacar que la colocación pública tiene la ventaja del acceso del público en general a la emisión, lo que permite una mayor liquidez y posiblemente se traduce en un mayor valor de los activos (Chilectra, 1994a).

En todo caso, la mitad de los ADR de Chilectra se colocaron en Estados Unidos; el resto se colocó en Europa, principalmente en el Reino Unido, y en América Latina. También cabe destacar que el 40% fue colocado entre administradores de fondos, que se caracterizan por tener un criterio bastante cortoplacista, y sólo un 14% entre inversionistas institucionales; una proporción importante fue colocada en fondos de inversión. Los inversionistas extranjeros pasaron a tener el 8.5% del capital de la empresa y en 1994 ya poseían el 10.5% (Chilectra, 1994b).

Anteriormente, Chilectra y Enersis habían recibido un préstamo a corto plazo por 130 millones de dólares de la banca internacional, a tasas de alrededor de LIBOR más 1%, para financiar sus adquisiciones de empresas eléctricas en Argentina. Después de la colocación mencionada de ADR, y de que Chilectra colocara en Chile el equivalente de 77 millones de dólares, lo que significó un ingreso total de 150 millones, Chilectra y Enersis cancelaron ese préstamo, que había sido contratado como crédito puente.

Enersis, dueña de una parte importante del capital de Chilectra, colocó a su vez 55 millones de ADR en 1993 y obtuvo un crédito a cinco años plazo de 130 millones de dólares de la banca internacional, especialmente bancos europeos.

En relación con la estrategia de financiamiento, los ejecutivos entrevistados señalaron que las razones por las cuales el endeudamiento externo era más atractivo que el nacional fueron su mayor escala y su menor costo. Por ejemplo, mientras un crédito externo se puede obtener a la tasa LIBOR más 1% (es decir, a alrededor de 4% a 5% en 1993) por un crédito nacional en unidades de fomento hay que pagar un 6.5%;⁵⁸ por lo tanto, al menos en 1993 aparece como bastante más barato el crédito externo, aunque esa situación puede variar cuando la tasa LIBOR aumenta notablemente, como ocurrió en 1994. Cuando se comparan los créditos externos con los ADR, se observa una clara preferencia por estos últimos, ya que para proyectos de largo plazo como es la adquisición

o ampliación de empresas en el extranjero, las contribuciones al capital son mucho más atractivas que el crédito externo.

En relación con la globalización de las inversiones de Chilectra, cabe destacar lo siguiente: i) que su estrategia está basada en la percepción de la empresa de que, como ya cubre una parte muy importante del mercado chileno de distribución eléctrica, el principal propulsor de su expansión en ese rubro provendrá de inversiones en el exterior (la empresa también se plantea crecer en el mercado chileno, pero en otros rubros);⁵⁹ ii) la inversión externa no se financiará con recursos financieros de la empresa, ya que éstos se destinan a satisfacer la necesidad de cuantioso financiamiento local, que exige una inversión anual de 300 millones de dólares en Chile, donde la demanda de energía eléctrica aumenta alrededor de un 7% por año; iii) Chilectra invertirá en países donde estima que el equilibrio macroeconómico y el marco normativo orientado a fomentar la eficiencia ofrecen condiciones de operación relativamente similares a las que han existido en Chile, donde Chilectra ha adquirido gran experiencia. Chilectra ha concretado inversiones importantes en dos países: Argentina y Perú.

En Argentina, Chilectra participó con Enersis en un consorcio internacional (denominado Distrilect) que en 1992 se adjudicó el 51% de Edesur empresa que fue creada como parte de la privatización de Segba. Chilectra invirtió en esta operación 100 millones de dólares, cifra que equivale al 10% del capital de Edesur; empresa que tiene 2 millones de clientes y, por lo tanto, es de mayor tamaño que Chilectra. También cabe señalar que Chilectra es el operador de Edesur.

En 1992, también con Enersis y en conjunto con un consorcio internacional, Chilectra se adjudicó el 60% de la Central Costanera, que antes de su privatización integraba el área de generación de energía térmica de Segba. En este caso Chilectra invirtió alrededor de 5 millones de dólares, lo que le dio una participación de 3% en Costanera.

En un comienzo el impacto de estas inversiones fue negativo, debido a las pérdidas iniciales de Edesur, pero a partir de 1994 y especialmente de 1995 se prevé que las inversiones en Argentina aportarán a Chilectra importantes utilidades (véase el cuadro 12).

Cuadro 12

VARIACIÓN DE LAS UTILIDADES DE CHILECTRA DEBIDO A INVERSIONES EN ARGENTINA

	1992	1993	1994 (cifras estimadas)	1995 (cifras estimadas)
<u>Edesur</u>				
Resultados totales	-31.0	-58.6	0.0	25.0
Variación	-2.8	-6.2	0.0	5.0
<u>Costanera</u>				
Resultados totales	7.4	21.5	27.0	34.0
Variación	0.2	0.6	0.8	1.0
Total				
Variación	-2.6	-5.6	0.8	6.0

Fuente: Basado en información publicada por J.P. Morgan, *Chilectra S.A.: Company Update*, Nueva York, 20 de mayo de 1994.

En 1994, Chilectra, junto con Enersis y un consorcio internacional, compró acciones provenientes de la privatización de Edelnor en Perú, por un monto de 175 millones de dólares, lo que representa el 60% del capital de esa empresa distribuidora de electricidad en Lima.

Cabe destacar que actualmente Chilectra está planificando otras inversiones en el exterior, en particular en Bolivia. La empresa también contempla la posibilidad de invertir en el extranjero en el mediano plazo, más allá de los países fronterizos.

Otro aspecto de la globalización de Chilectra aún no analizado se desprende de la estrategia corporativa de la empresa, basada en el pleno aprovechamiento de su capacidad. Entre otras, Chilectra estableció empresas independientes de su actividad principal, en rubros como computación (Sinapsis) y abastecimiento de artículos industriales (Diprel). Sinapsis exporta aproximadamente la mitad de sus servicios de software y programas integrados de computación a países como Argentina, Colombia, Ecuador y Estados Unidos. Diprel también tiene un volumen de ventas crecientes en el extranjero.

En síntesis, Chilectra aplica una estrategia de globalización integrada y a distintos niveles interrelacionados. En el contexto de nuestro estudio, es importante destacar que el financiamiento externo obtenido por Chilectra en la práctica se ha destinado exclusivamente a la compra de empresas privatizadas en países limítrofes. Siempre que esas empresas generen cuantiosas ganancias y que no todas se reinviertan fuera de Chile, esto significa que en el futuro se remitirá un importante flujo de utilidades al país.

Finalmente, es interesante destacar que, debido al alto nivel de desarrollo técnico y la eficiencia económica de Chilectra, su globalización y el bajo riesgo país de Chile, algunas empresas chilenas actúan como intermediarias de fondos provenientes del extranjero y los canalizan a inversiones en el exterior.

VI. CONCLUSIONES

No cabe duda de que el pragmatismo y la coherencia de la política económica, que se han traducido en estabilidad y crecimiento, han dado confianza a los inversionistas extranjeros, que siguen incrementando sus inversiones en el país.

Dentro de las recientes entradas de capital destacan nítidamente las inversiones extranjeras directas, tanto por su volumen como por los efectos que han ejercido en la economía. La IED (aportes y créditos) representa más del 50% de los ingresos de capital en la presente década e incluso una parte significativa de la inversión nacional, principalmente en actividades de exportación en las que Chile tiene claras ventajas comparativas naturales como la minería.

Los anuncios de importantes nuevas inversiones, especialmente en el área de la minería, permiten suponer que en los próximos años la IED seguirá siendo alta. En la medida en que los precios internacionales de los productos involucrados (sobre todo los mineros, pero también otros exportados por inversionistas extranjeros, como la celulosa) se mantengan a niveles aceptables, la inversión ya realizada generará cuantiosas exportaciones y, por lo tanto, ingresos de divisas para el país.

En términos de la política económica, debido a la marcada concentración en los sectores en que el país tiene ventajas comparativas naturales, tal vez no convendría realizar esfuerzos por atraer inversiones extranjeras a otros sectores, especialmente los manufactureros.

En los años noventa las inversiones de cartera, en particular los fondos de inversión de capital extranjero (FICE) y los ADR, han constituido un porcentaje creciente de las entradas de capital. El primero de estos mecanismos se vio estimulado, especialmente entre los años 1989 y 1991, por la alta rentabilidad registrada en el mercado bursátil chileno; sin embargo, el ingreso de capitales a través de los FICE ha comenzado a decaer. La creciente colocación de ADR de empresas chilenas en el mercado estadounidense ha contribuido a la menor participación de los FICE, ya que los inversionistas extranjeros tienen la posibilidad de comprar los mismos títulos en los Estados Unidos asegurándose una liquidez absoluta y sin cancelar el impuesto sobre las ganancias de capital establecido en la normativa que los regula en Chile.

El mecanismo que ha tenido mayor auge e impacto ha sido la colocación de acciones en el extranjero, fundamentalmente a través de la emisión de ADR. Este mecanismo ha permitido que un grupo de más de 15 importante empresas chilenas haya conseguido financiamiento en dólares mediante aumentos de capital (colocación inicial). Dichos recursos se destinaron a la ampliación de su capacidad productiva a nivel local y a financiar el proceso de internacionalización, que ha traído aparejados algunos problemas, sobre todo en la segunda etapa de colocación de acciones. La gran volatilidad de los mercados bursátiles internacionales se ha transmitido a la bolsa local y se ha convertido en un factor que crea dificultades a nivel macroeconómico. Lo ocurrido recientemente en México y su repercusión en las bolsas de otros países latinoamericanos ilustra dramáticamente los riesgos de la volatilidad.

Una parte importante de los recursos captados por empresas chilenas a través de los ADR se ha destinado al financiamiento de su proceso de internacionalización, especialmente mediante nuevas inversiones y compra de activos en Argentina y Perú. Estos antecedentes permiten suponer que Chile se ha convertido en un "centro de reciclaje" de recursos externos. La habilidad empresarial, la disminución del riesgo país y el creciente prestigio de las empresas chilenas les han dado acceso preferencial a capital externo. Por otra parte, el lento crecimiento de los mercados internos y, en muchos casos, su relativa saturación han estimulado a las empresas a buscar nuevos negocios fuera del país particularmente cuando se presentan oportunidades muy rentables. La internacionalización de sus actividades, en especial en los países limítrofes, ha sido la tendencia imperante. Esta situación, de acuerdo a las primeras evaluaciones, permitiría suponer que en el futuro se producirán cuantiosas entradas de recursos correspondientes a las utilidades generadas por estas inversiones en el exterior. Sin embargo, cabe señalar que esto sólo será posible en la medida en que dichas inversiones sean rentables, lo que depende en parte de la estabilidad política y del adecuado manejo macroeconómico de los países receptores y, también en parte, de las características de estas empresas a nivel microeconómico. El hecho de que las inversiones de Chilectra en Argentina se realizaran inicialmente en empresas con pérdidas y problemas específicos (que ya se están superando y se espera que las empresas sean rentables a partir de 1994) explica la complejidad de tales operaciones, especialmente en las primeras etapas, y su impacto en las utilidades de las empresas chilenas y la balanza de pagos.

En síntesis, las características de los ingresos de capital y de su uso parecen indicar que una proporción elevada se destina a inversiones, ya sea en el país o en el extranjero, y que esta generará, en el caso de la inversión en Chile, un porcentaje bastante alto de producción orientada a la exportación y, en el caso de la inversión chilena en el exterior, cuantiosas remesas de utilidades. Esto permite considerar con bastante optimismo el posible impacto a mediano plazo de las entradas de capitales en la balanza de pagos. En ese sentido, parecería que la situación chilena se asemeja a la de los países del sudeste asiático, cuyos ingresos de capital corresponden principalmente a inversión extranjera directa y en los que el ahorro externo tiende a complementar, y no a sustituir, el ahorro interno, en tanto que la inversión extranjera se canaliza sobre todo a la producción con fines de exportación. En ese sentido, se diferencia de la situación de otros países latinoamericanos, que parecen en muchos casos y aspectos no compartir estos rasgos positivos. Cabe destacar la conveniencia de efectuar estudios detallados del uso que se da al capital proveniente del exterior en diferentes países latinoamericanos.

Finalmente, cabe señalar que, a pesar de las prudentes y pragmáticas políticas macroeconómicas aplicadas y de sus excelentes resultados, la economía chilena forma parte de América Latina, por lo que se la considera un "mercado emergente". Por lo tanto, las entradas de capital en Chile, especialmente a través de bonos y acciones, están sujetos a fluctuaciones que no dependen sólo del desempeño de la economía nacional, sino también de factores como las tasas de interés estadounidenses y la evolución de las situaciones en otras economías emergentes, especialmente de América Latina. En este sentido, no se debe descartar el riesgo de que la crisis de México y las consecuencias que tenga en otros países, lleve a una reducción, no sólo a corto plazo sino también a mediano, del interés de los prestamistas e inversionistas extranjeros en colocar fondos en "mercados emergentes". Es probable que esto reduzca el volumen y aumente el costo de los capitales externos, incluso de los que ingresen a economías consideradas muy exitosas como la chilena, aunque esta reducción sería menos dramática que en el caso de otras economías de la región, cuya conducción y situación macroeconómica se consideran problemáticas.

Notas

¹ Cabe destacar que inicialmente el crecimiento del PIB representó una recuperación después de la brusca baja de comienzos de los años ochenta, pero que posteriormente éste registró un nuevo incremento.

² Los flujos de capital hacia países como Chile respondieron también a las bajas tasas de interés internacionales y en especial las de Estados Unidos, y a otros factores endógenos para los países receptores (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993).

³ Las empresas clasificadoras de riesgo Standard & Poor's y Moody's otorgaron a Chile la clasificación BBB+ y Baa3, lo que colocó al país por debajo de los miembros de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos y de las economías recientemente industrializadas del sudeste asiático, pero a un nivel superior al del resto de los países de América Latina y el Caribe. Estas clasificaciones significan que el país cuenta con una adecuada capacidad de pago, a pesar de que puede estar expuesto a situaciones adversas.

⁴ Los préstamos vinculados al DL 600 se destinaron sobre todo a la materialización de proyectos de gran envergadura en el sector minero.

⁵ Véase Mortimore (1991), Islam y Hilton (1993), textos en los que se presenta un análisis más general.

⁶ Esta situación se debió básicamente a los estrictos límites impuestos a las inversiones mineras en virtud del capítulo XIX.

⁷ El notable crecimiento de las inversiones de cartera fue un fenómeno nuevo en Chile, pero que respondía a una tendencia generalizada en todo el mundo en el período comprendido entre 1989 y 1994. Esas inversiones se han canalizado sobre todo a través de los fondos de inversión de capital extranjero (FICE), organizados en el exterior para invertir en acciones de sociedades anónimas chilenas; emisiones de acciones de empresas chilenas en la Bolsa de Nueva York mediante American Depository Receipts (ADR) y, recientemente, emisiones de bonos, especialmente eurobonos, por parte de algunas empresas privadas (véase la sección III.B).

⁸ Estimación del volumen de inversión requerida (véase el cuadro 6).

⁹ Como se indicó anteriormente, la IED, especialmente la realizada conforme a las disposiciones del capítulo XIX, se destinó en muchos casos a la compra de activos existentes, lo que daría origen a un doble registro. Por otra parte, también es cierto que estas relaciones dan una idea general de la importancia relativa de los flujos de capital en la economía nacional.

¹⁰ La inversión nacional se mantuvo a niveles muy bajos durante la primera mitad de la década de 1980 y sólo comenzó a registrar una recuperación significativa a fines del decenio. Si tomamos el año 1981 como base, en 1993 la FBCF por habitante había aumentado en un 41% (French-Davis, Agosin y Uthoff, 1994).

¹¹ La empresa beneficiaria fue Enersis, que recibió un préstamo de un banco holandés por 10 millones de dólares a la tasa LIBOR más un 1% sin garantías.

¹² En las estadísticas sobre IED elaboradas por el Comité de Inversiones Extranjeras de Chile se incluyen tanto los aportes de capital como los créditos destinados a inversión.

¹³ Muchas de esas empresas llegaron al país atraídas por la política de desarrollo basado en la sustitución de importaciones imperante en Chile con anterioridad a 1974, que les daba acceso preferencial a mercados muy protegidos.

¹⁴ En estas áreas destacó el aporte de capital (55 millones) de la Corporación Financiera Internacional, filial del Banco Mundial, a Celulosa del Pacífico S.A. (CELPAC), empresa organizada por Simpson Paper Co. (E.E.UU.) y la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones S.A. (Chile). La mayor parte de los recursos (alrededor de 339 millones de dólares) ingresaron al país en virtud del capítulo XIX. La segunda operación en orden de importancia fue la de Forestal e Industrial Santa Fe S.A., complejo industrial productor de celulosa blanqueada y derivados, en la que participaron el banco estadounidense Citicorp, la empresa transnacional anglo-holandesa Shell Oil Co. y la firma Scott Worldwide Inc. (E.E.UU.), que se realizó básicamente en el marco del capítulo XIX (304 millones). Una situación similar se presenta en la asociación entre la Compañía de Petróleos de Chile (COPEC) y la firma neozelandesa Carter Holt Harvey Co. para la modernización y expansión de la Compañía de Celulosa Arauco y Constitución S.A. (Rozas, 1992).

¹⁵ Incluye tanto las entradas en virtud del DL 600 como las correspondientes al capítulo XIX.

¹⁶ La muestra abarca 13 operaciones realizadas con inversiones extranjeras directas, seis de las cuales corresponden al sector minero, seis al industrial y una al sector servicios.

¹⁷ Representa el 72% de las inversiones en el sector minero, el 55% de las realizadas en la industria manufacturera y el 4% de las correspondientes a servicios.

¹⁸ Estos datos coinciden con la información presentada en el cuadro 4, según el cual las empresas extranjeras del sector manufacturero, que forman parte de las 500 compañías más grandes del país, tienen una propensión a exportar del orden del 17%.

¹⁹ En la respuesta de un banquero a una encuesta cuyos resultados se presentan en Agosín (1994), argumenta precisamente que las actividades en Chile del banco extranjero al que pertenece contribuyen a los esfuerzos encaminados a ampliar las exportaciones, debido a que éste forma parte de una red internacional de sucursales, lo que no sucede con los bancos chilenos.

²⁰ Es posible que en estas proyecciones se exagere la proporción de la producción que se destina a exportaciones, ya que se incluyen muy pocos datos sobre las empresas del sector servicios que, como indicamos, suelen vender sus servicios en el mercado nacional. Aunque son muy útiles, estas proyecciones se basan en algunos supuestos cuestionables, entre otros que las exportaciones y ventas en el país se inician el mismo año en que se hace la inversión y se mantienen invariables.

²¹ Por lo tanto, Chile incrementaría su participación en la producción mundial del 22% actual a niveles que podrían ascender al 30%.

²² Los precios bajos han desplazado del mercado mundial a un gran volumen de mineral proveniente de minas de todo el mundo cuyos altos costos no les permitían seguir compitiendo. El costo promedio de la libra de cobre a nivel mundial es de 65 centavos de dólar; el costo de producción de la mitad de las minas es superior a esa cifra, en tanto que un 25% de los casos, porcentaje nada despreciable, el costo asciende a 75 centavos de dólar.

²³ Los American Depository Receipts (ADR) son certificados negociables emitidos por bancos estadounidenses ("bancos depositarios"), que representan acciones de una empresa extranjera. Los ADR facilitan el acceso de emisores extranjeros al mercado de valores de Estados Unidos, ya que se transan libremente en ese país, se cotizan en dólares y sus dividendos se pagan en la misma moneda. Las emisiones de ADR deben ser aprobadas previamente por la Comisión de Bolsa y Valores (*Securities and Exchange Commission*), entidad que reglamenta el mercado de valores en Estados Unidos, y de la bolsa donde se pueden transar los certificados. También existe un instrumento derivado de los ADR, los títulos de depósito en el mercado mundial (Global Depository Receipts, GDRs), certificados que circulan simultáneamente en varias bolsas de valores del mundo.

²⁴ En julio de 1994 cuatro empresas hicieron colocaciones de ADR: Embotelladora Andina (126 millones de dólares), Chilquinta (26.4 millones), Chilgener (62 millones) y Endesa (52.8 millones); posteriormente, en octubre del mismo año, otras dos empresas realizaron emisiones: Viña Concha y Toro (53 millones) y Télex Chile (76.5 millones). En noviembre de 1994, también emitieron ADR el Banco Osorno (149 millones) y la AFP Provida (70 millones).

²⁵ Entre las condiciones más importantes que deben cumplirse para esta colocación inicial de títulos destacan las siguientes: a) la empresa bancaria extranjera debe comprometerse ante el Banco Central de Chile a adquirir a lo menos el 90% de la colocación inicial, operación que se conoce como contrato de suscripción de acciones (*underwriting*); b) el capital que ingrese al país como resultado de la venta de estos títulos no debe ser inferior a 50 millones de dólares (en abril de 1994 esta cifra se redujo a 25 millones), y c) las acciones que se prevé colocar deben representar un aumento de capital neto de la empresa emisora.

²⁶ Sólo se exige que el comprador sea extranjero y que registre en el Banco Central de Chile el aporte de capital que ingrese de conformidad con el capítulo XIV del CNCI, cambie las divisas en el sistema financiero local y compre las acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. Además, en esta etapa no es necesario que las acciones que se adquieran representen un aumento neto de capital.

²⁷ Hasta junio de 1994, las acciones de las 10 empresas chilenas que se transaban en bolsas de los Estados Unidos registraron movimientos cuyo valor en dólares equivale al 66% del monto registrado mensualmente en la Bolsa de Comercio de Santiago, en la que se transan habitualmente cerca de 100 títulos. Las transacciones realizadas en el exterior por empresas chilenas han ido

aumentando rápidamente: en 1992 representaba el 19% del monto negociado en la Bolsa de Comercio de Santiago y algunas estimaciones indican que antes del fin de 1994 ascendería en Nueva York a volúmenes superiores al total mensual registrado en la bolsa local.

²⁸ Durante el segundo semestre de 1993 los ADR de empresas chilenas tuvieron una alta rentabilidad, especialmente los de Madeco (76.9%), Chilectra (72.34%), Masisa (69.0%), CCU (58.2%) y CTC (49.6%), aunque en los primeros seis meses de 1994 la rentabilidad fue negativa en casi todos los casos, salvo en los de Chilectra (3.1%) y Soquimich (2.6%). Algunas de las empresas cuyos precios sufrieron mayores bajas se cuentan Cristales (-32.1%), CCU (-23.8%), CTC (-16.3%), Masisa (-11.9%), Madeco (-11.3%) y Enersis (-5.6%).

²⁹ Durante los primeros ocho meses de 1994, la Reserva Federal de Estados Unidos aumentó en cinco oportunidades las tasas de interés a corto plazo, luego de mantenerlas en un 3% por más de dos años (el 4 de febrero subieron a 3.25%, el 22 de marzo a 3.50%, el 18 de abril a 3.75%, el 17 de mayo a 4.25% y el 16 de agosto a 4.75%). Esto, unido a los temores de incremento de la inflación a consecuencias de estas medidas y a la sostenida caída del dólar, acentuó la incertidumbre existente en los mercados internacionales; por lo tanto, los inversionistas estadounidenses "castigaron" de preferencia a los títulos latinoamericanos, por ser los que presentaban un mayor índice de riesgo dentro de sus carteras.

³⁰ Entre fines de septiembre y principios de octubre de 1994, más de 174 millones de dólares en acciones de Endesa y Chilgener abandonaron el mercado local transformadas en ADR. El 30 de septiembre se remató en 72.2 millones de dólares el 1.07% de las acciones de Endesa, que fueron transformadas rápidamente en ADR de la misma empresa, en la mayor operación de ese tipo registrada hasta entonces en el país. Una semana después se anunció el remate del 6.1% de Chilgener; la operación permitió a la empresa recaudar 102 millones de dólares, que también se transformaron en ADR.

³¹ Cabe señalar que las inversiones en el extranjero no siempre generan utilidades. En un estudio reciente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York se indica que, en promedio, las empresas estadounidenses adquiridas recientemente por capital extranjero arrojan pérdidas (*Financial Times*, 5 de noviembre de 1994).

³² La ley N° 18.657 autoriza y regula el funcionamiento de los fondos de inversión de capital extranjero (FICE) desde el 29 de septiembre de 1987. Pueden acogerse a esta ley las entidades contempladas en el DL 600 o los capítulos XIV y XV del CNCI, previo informe de la Superintendencia de Valores y Seguros. Se rigen por esta normativa las entidades organizadas como FICE que capten recursos fuera de Chile, mediante la colocación de cuotas de participación en un mercado extranjero de valores (fondos de colocación pública) o que ingresen al país capitales aportados directamente por inversionistas institucionales extranjeros (fondos privados), destinados a la compra de valores de oferta pública emitidos en Chile.

³³ Tal es el caso de México y Argentina y, más recientemente, de Brasil y Perú.

³⁴ El gobierno les exigía que la Comisión Clasificadora de Riesgo de los Fondos de Pensiones las clasificara como mínimo en un nivel equivalente a la categoría BBB+ de las firmas internacionales clasificadoras de riesgo por dos períodos sucesivos. Esta exigencia se suprimió en abril de 1994.

³⁵ Los bancos chilenos se mostraban renuentes a otorgar créditos a largo plazo en dólares y ninguno podía prestar más del 5% de su capital a un solo cliente sin garantías reales. Esto limitaba el monto que cada institución podía prestar a un determinado cliente. Además, las empresas de mayor magnitud, como Endesa o Chilgener, no podían recibir financiamiento de las AFP, cuyos activos suman más de 15 000 millones, cifra correspondiente a una tercera parte del PIB de Chile. Ambas empresas ya se encontraban en los límites de inversión que la normativa les imponía a las AFP para la adquisición de acciones y bonos. Por otra parte, en virtud de las regulaciones del Banco Central, se imponían límites a la autorización de una emisión de ADR o eurobonos, y se exigía que la emisión se realizara por un mínimo de 50 millones de dólares y que las empresas tuvieran una clasificación de riesgo igual o superior a la del país. A dichos límites se sumó el encaje aplicable a todos los créditos externos, impuesto por el Banco Central de Chile en 1991 con el objeto de evitar la entrada de capital especulativo a corto plazo.

³⁶ Entre las empresas que utilizaron este mecanismo destaca Endesa, que creó Endesa-Chile Overseas Co. en las Islas Caimán para captar recursos destinados a su proceso de internacionalización. Otro ejemplo es el conglomerado financiero y de recursos naturales Compañía de Aceros del Pacífico (CAP), que participó a fines de 1992 en la formación de la sociedad Port International en Curazao, para captar parte de los 25 millones de dólares que necesitaba dar como anticipo para la adquisición de la siderúrgica argentina Somisa.

³⁷ Un buen ejemplo de este proceso es lo que ocurrió con el *holding* del sector eléctrico Enersis. Una de sus filiales, Chilectra, emitió acciones en Chile en febrero de 1992, a continuación de lo cual se realizó una colocación de ADR conforme a la regla 144A de los Estados Unidos por 73 millones de dólares; en conjunto con la oferta interna, esto reportó a la empresa 150 millones de dólares correspondientes a nuevo capital. La empresa realizó esta colocación fundamentalmente con el objeto de darse a conocer en los mercados internacionales. Por su parte, Enersis inició el proceso de colocación de ADR en el mes de septiembre de 1993 con una emisión por 155 millones provenientes de ofertas preferentes en el mercado nacional. La colocación de Enersis en los mercados internacionales se efectuó en el mes de octubre y ascendió a 55 millones de dólares. En agosto de 1993, la creciente exposición de Enersis a los mercados internacionales le permitió recibir un préstamo de un consorcio de bancos, en su mayoría europeos, por 130 millones, dos a cinco años y a tasas que fluctúan entre la LIBOR más 1% y LIBOR más 1.375%. En total se recaudaron 210 millones que, sumados a los fondos provenientes del préstamo sindicado, dan un total de casi 340 millones en 1993 (véase el estudio de caso de Chilectra).

³⁸ El mecanismo legal en virtud del cual se han realizado este tipo de operaciones es el capítulo XII del CNCI del Banco Central. Según este instrumento, las remesas de divisas destinadas a inversiones o aportes de capital en el exterior debían efectuarse exclusivamente en el mercado formal y con la autorización del Banco Central. Con la modificación de dicha cláusula el 18 de abril de 1991, quedó autorizada la compra de divisas en el mercado informal, siempre que en un plazo de 20 días se diera aviso al Banco Central. Esta modificación fue posible gracias a que poco tiempo antes el Banco Central había legalizado el mercado informal o paralelo de divisas, al que podían acudir libremente los chilenos que desearan comprar dólares.

³⁹ Estas inversiones corresponden al capítulo XII del CNCI, aunque según varias otras estimaciones, las cifras oficiales son muy inferiores a los valores reales. Por ejemplo, en un estudio realizado por la Dirección General de Relaciones Económicas Internacionales del Ministerio de Relaciones Exteriores (PROCHILE), se estima que las inversiones chilenas en el exterior en el período comprendido entre 1990 y noviembre de 1993 superan en un 70% las cifras registradas en el Banco Central y asciende a 1 445 millones de dólares. Además, en la edición del diario financiero *Estrategia* del 15 de noviembre de 1993 se señala que las inversiones chilenas realizadas entre 1990 y 1993 en Argentina superaban los 2 700 millones. La discrepancia se debe a que, al parecer, en estas últimas estimaciones se incluían las ganancias de capital posteriores a las compras.

⁴⁰ En virtud de las primeras medidas tomadas con tal objeto se autorizó a las AFP a realizar inversiones en el exterior y se permitió que los bancos colocaran fuera del país hasta un 25% de sus depósitos a plazo en moneda extranjera. La medida más importante y que tuvo mayores repercusiones fue la liberalización de las disposiciones del capítulo XII del CNCI del Banco Central.

⁴¹ El consorcio que formaba la empresa chilena Gasco presentó ofertas económicas por seis de las ocho empresas distribuidoras, pero se adjudicó sólo la del noroeste.

⁴² El banco español Santander, que participa en Orígenes, cuenta en Chile con los servicios de Bansander. El banco estadounidense Citibank, que se asoció con el Banco del Río para crear Siembra, contrató a un ex ejecutivo de Provida, en la que tenía participación accionaria.

⁴³ En marzo de 1991 la CMPC compró el 51% de Química Estrella San Luis, una fábrica de pañales y toallas higiénicas, por 25 millones de dólares. Dicha empresa comenzó a producir las marcas Babysan y Ladysan, que tuvieron excelente acogida en el mercado argentino. Dos años más tarde, la empresa transnacional Procter & Gamble (P&G) le propuso que se asociaran y encargarse de distribuir las también en Uruguay, Paraguay y Bolivia. La fórmula utilizada fue la creación de una empresa conjunta. P&G pagó 95 millones de dólares por el 50% de Prosan, filial de CMPC, fabricante de esos productos en Chile y Argentina. A partir de la compra de Química Estrella San Luis y con la formación de esta sociedad, Prosan Argentina quedó con una participación del 55% en el mercado de pañales, en tanto que sus ventas, incluidas las de toallas higiénicas, se estimaban

a fines de 1994 en 150 millones de dólares, cifra que equivale a más del doble de lo que Babysan y Ladysan recaudan en Chile, donde su participación en el mercado es mucho mayor: 70% y 78%, respectivamente.

⁴⁴ Con la compra de Fabi S.A., la CMPC pasó a ser el principal fabricante de sacos resistentes y multipliegos, utilizados para cemento y harina, y de envases flexibles. La empresa concentra el 60% de las ventas del rubro, que en Argentina ascienden a 50 millones de dólares anuales, a partir de una inversión de 8 millones, que fue el precio pagado por la CMPC.

⁴⁵ Lord Cochrane estableció una asociación similar con O'Globo de Brasil.

⁴⁶ El operador del consorcio que se adjudicó Edelnor es Chilectra, empresa que es dueña del 26%. Enersis controla otro 29%, en tanto que Endesa de España posee el 30% y los socios peruanos el restante 15%. Por otra parte, el consorcio que se adjudicó Edelsur está integrado en un 60% por Chilquinta, que es el operador, y en un 40% por la compañía canadiense.

⁴⁷ A mediados de 1994, la Embotelladora Andina concretó una colocación de ADR en los mercados internacionales. Se autorizó la emisión de nuevas acciones por un total de 65 millones de dólares, de los cuales se colocaron en el exterior títulos por 42.4 millones correspondientes a ADR, en tanto que otros 7.2 millones fueron suscritos durante el período de opción preferente. La empresa recaudó 148.8 millones a través de ambos mecanismos.

⁴⁸ En la actualidad, la minera La Escondida es la tercera empresa chilena exportadora en orden de importancia (515.3 millones de dólares en 1993); sólo la superan las empresas estatales CODELCO (2 294.4 millones) y ENAMI (529.6 millones). Sus operaciones son de una magnitud mucho mayor que las de la Disputada de las Condes, la otra empresa minera privada de gran envergadura (214.7 millones) (*América Economía*, 1994).

⁴⁹ Información proporcionada directamente a los autores.

⁵⁰ La Escondida proyectaba producir inicialmente 320 mil toneladas métricas (TM) de cobre fino al año.

⁵¹ Este proceso se basa en una novedosa tecnología desarrollada en Chile por La Escondida, que permite producir cátodos mediante lixiviación del concentrado con amoníaco y electroobtención posterior. Este proceso novedoso y muy avanzado es más adecuado desde el punto de vista del medio ambiente que los procesos tradicionales de fundición y se está patentando en varios países.

⁵² Información proporcionada directamente a los autores.

⁵³ Información proporcionada directamente a los autores.

⁵⁴ Información proporcionada directamente a los autores.

⁵⁵ Información proporcionada directamente a los autores.

⁵⁶ Información proporcionada directamente a los autores.

⁵⁷ Información proporcionada directamente a los autores.

⁵⁸ La unidad de fomento, unidad contable de referencia utilizada en Chile y conocida también como UF, se reajusta diariamente sobre la base de la evolución de los precios.

⁵⁹ Cabe señalar que la distribución de gas natural, especialmente en Santiago, es una de las áreas en las que la empresa desea ampliar sus operaciones. Esta actividad no sólo le ofrece a la empresa posibilidades de diversificación, sino que además, por reducir la contaminación, contribuye a que sus clientes tengan más razones para quedarse en la capital, donde Chilectra ha realizado inversiones. En este caso coinciden el interés comercial de Chilectra y el interés colectivo en la descontaminación.

BIBLIOGRAFÍA

- Agosin, Manuel (1994), "La inversión extranjera directa en América Latina: su contribución al desarrollo", Proyecto Red de Centros de Investigación Economía Aplicada (ATN/SF-3578-RE), Santiago de Chile, Banco Interamericano de Desarrollo (BID), junio, inédito.
- América economía* (1994), "Los mayores exportadores de América Latina", número especial, Santiago de Chile, septiembre.
- Bolsa de Comercio de Santiago (1993), "¿Qué son los ADRs?", *Tendencias bursátiles*, N° 14, Santiago de Chile, julio.
- Calderón, Alvaro (1993), "Inversión extranjera directa e integración regional: la experiencia reciente de América Latina y el Caribe", serie *Industrialización y desarrollo tecnológico*, N° 14 (LC/G.1778), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), septiembre.
- Calvo, Guillermo, L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, N° 1, marzo.
- CBC (Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital) (1993), "Levantamiento de proyectos de inversión extranjera en Chile", Santiago de Chile, diciembre, inédito.
- CIE (Comité de Inversiones Extranjeras) (1994), *Chile: Inversión extranjera en cifras, 1974-1993*, Santiago de Chile, Vicepresidencia Ejecutiva, marzo.
- Chilectra (1994a), "Acceso de empresas chilenas a financiamiento externo", documento presentado al Club Monetario, Santiago de Chile, 10 de junio, inédito.
- _____ (1994b), "Apertura de capital en empresas eléctricas. La experiencia chilena", Santiago de Chile, junio, inédito.
- El Mercurio* (1994), Santiago de Chile, 10 de octubre.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1990), "Conversión deuda-capital en Chile", *Cuadernos de economía*, año 27, N° 82, Santiago de Chile, Pontificia Universidad Católica de Chile, diciembre.
- Ffrench-Davis, Ricardo, M. Agosin y A. Uthoff (1994), "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", serie Financiamiento del desarrollo, N° 23 (LC/L.854), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto.
- Financial Times* (1994), 5 de noviembre.
- Griffith-Jones, Stephany (1994), "Corrientes de fondos privados europeos hacia América Latina: Hechos y planteamientos", serie Financiamiento del desarrollo, N° 24 (LC/L.855), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto.
- Islam, A. y A. Hilton (1993), *Debt-Equity Swaps and Development* (ST/CTC/126), Nueva York, División e Empresas Transnacionales y Gestión. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.93.II.A.7.

- J.P. Morgan (1994), *Chilectra S.A.: Company Update*, Nueva York, 20 de mayo.
- Mortimore, Michael (1991), "Conversión de la deuda externa en capital", *Revista de la CEPAL*, N° 44 (LC/G/1667), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto.
- Riveros, Luis y Jaime Vatter (1994), *La inversión extranjera directa en Chile, su contribución al desarrollo: 1987-93*, serie Documentos de trabajo, N° 181, Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), julio.
- Rozas, Patricio (1992), *Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía de Chile (1974-1989). Proyectos de inversión y estrategias de las empresas transnacionales*, serie Estudios e informes de la CEPAL, N° 85 (LG/G.1677-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), agosto. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.92.II.G.7.
- The South Pacific Mail (1993), *The Chile Inc. Sourcebook, 1994. The user's guide to business in Chile*, Santiago de Chile.
- Turner, Guillermo (1994), "Financiando compras en el exterior", *América economía*, N° 87, Santiago de Chile, septiembre.

Serie Desarrollo Productivo *

- | Nº | Título |
|----|--|
| 16 | "Reestructuración y competitividad: bibliografía comentada" (LC/G.1840), Red de reestructuración y competitividad, noviembre de 1994 |
| 17 | "Síntesis del planteamiento de la CEPAL sobre la equidad y transformación productiva" (LC/G.1841), Red de reestructuración y competitividad, diciembre de 1994 |
| 18 | "Two studies on transnational corporations in the Brazilian manufacturing sector: the 1980s and early 1990s" (LC/G.1842), Red de empresas transnacionales e inversión extranjera, diciembre de 1994 |
| 19 | "Tendencias recientes de la inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe: elementos de políticas y resultados" (LC/G.1851), Red de empresas transnacionales e inversión extranjera, diciembre de 1994 |
| 20 | "Empresas transnacionales manufactureras en cuatro estilos de reestructuración en América Latina. Los casos de Argentina, Brasil, Chile y México después de la sustitución de importaciones" (LC/G.1857), Red de empresas transnacionales e inversión extranjera, mayo de 1995 |
| 21 | "Mexico's incorporation into the new industrial order: foreign investment as a source of international competitiveness" (LC/G.1864), Red de empresas transnacionales e inversión extranjera, mayo de 1995 |
| 22 | "Informe sobre la competitividad internacional de las zonas francas en la República Dominicana" (LC/G.1866), Red de empresas transnacionales e inversión extranjera, agosto de 1995 |
| 23 | "América Latina frente a la globalización" (LC/G.1867), Red de empresas transnacionales e inversión extranjera, agosto de 1995 |
| 24 | "Los flujos de capital extranjero en la economía chilena: renovado acceso y nuevos usos" (LC/G.1868), Red de empresas transnacionales e inversión extranjera, septiembre de 1995 |

* *Desarrollo Productivo* es la continuación, pero con otro nombre, de la serie *Industrialización y Desarrollo Tecnológico* (IDT), en ambos casos de la División de Desarrollo Productivo y Empresarial de la CEPAL. Se ha adoptado este nuevo nombre para representar más correctamente la problemática que éste contendrá. En efecto, los artículos que se publicarán se agruparán en torno a al menos tres temas: i) reestructuración y competitividad; ii) empresas transnacionales e inversión extranjera; y iii) desarrollo agropecuario y rural, que en términos generales responden a la organización interna de la División (Unidad Conjunta CEPAL/ONUDI de Desarrollo Industrial y Tecnológico, Unidad Conjunta CEPAL/UNCTAD de Empresas Transnacionales y Unidad de Desarrollo Agrícola) y a las redes de instituciones públicas y privadas vinculadas a éstas.

Esta serie está abierta a la colaboración de todos los funcionarios del sistema de la CEPAL y de las Naciones Unidas, y sobre todo a miembros de las instituciones integrantes de las redes así como a prestigiosos profesionales de América Latina y el Caribe y de fuera de la región.

El lector interesado en números anteriores de esta serie, puede solicitarlo dirigiendo su correspondencia a: División de Desarrollo Productivo y Empresarial, CEPAL, Casilla 179-D, Santiago, Chile.