

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

Alvaro Calderón y Stephanie Griffith-Jones¹

I. INTRODUCCIÓN

A. LA ECONOMÍA CHILENA

Antes de comenzar nuestro análisis haremos una breve referencia a la reciente evolución económica chilena y su vínculo con los flujos de capital extranjero. Luego definiremos el marco analítico en el cual analizaremos el uso de dichos flujos en Chile.

Chile cumplió en 1994 nueve años de crecimiento sostenido del Producto Interno Bruto (PIB). Estos resultados han sido logrados 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; un ambicioso mecanismo de conversión de deuda externa en inversión; reformas en los mercados del trabajo y de la previsión social; y un crecimiento y profundización del mercado de capitales.

El crecimiento económico, ha sido liderado por las exportaciones, cuya participación en el PIB ha aumentado notablemente, de 12.6 por ciento en 1970 a 28.6 por ciento en 1985 hasta alcanzar el 36.5 por ciento en 1993, según datos de la CEPAL.

La obtención de un aumento sostenido del PIB², así como el prudente y pragmático manejo de la política macroeconómica, han contribuido a atraer al capital extranjero, tanto en su forma de inversión directa como de portafolio³. La confianza en la economía chilena ha sido creciente y se ha consolidado con la obtención de la clasificación "investment grade" en los mercados internacionales⁴.

B. MARCO ANALÍTICO

Cuando se producen importantes entradas de capitales en la economía de un país, se producen dos tipos de efectos. El primero es de naturaleza Keynesiana, que se refleja -vía una mayor

¹ El Sr. Alvaro Calderón es funcionario de la Unidad Conjunta CEPAL/UNCTAD sobre Empresas Transnacionales en Santiago de Chile y la Sra. Stephanie Griffith-Jones es consultora de la CEPAL e investigadora del Instituto de Estudios del Desarrollo (*The Institute of Development Studies*) de la Universidad de Sussex en Brighton Inglaterra. Los autores agradecen los valiosos comentarios de los Srs. Ricardo French-Davis y Gonzalo Cid, y la asistencia estadística de Carlos Ríos.

² Cabe destacar que el crecimiento del PIB fue inicialmente la recuperación desde una fuerte caída registrada a comienzo de los ochenta; sin embargo, más recientemente, se ha verificado un crecimiento nuevo.

³ Los flujos de capital hacia países como Chile también estaban influenciados por las bajas tasas de interés internacionales, y en especial las de Estados Unidos, y por otros factores externos a los países receptores (Calvo, Leiderman y Reinhart, 1993).

⁴ Las empresas clasificadoras de riesgo Standard & Poor's y Moody's otorgaron a Chile la clasificación BBB+ y Baa3; las cuales sitúan al país por debajo de los miembros de la OCDE y de las economías recientemente industrializadas del Sudeste asiático, pero por sobre el resto de los países de América Latina y el Caribe. Estas clasificaciones establecen que el país posee una adecuada capacidad de pago, a pesar que es susceptible a situaciones adversas.

demanda efectiva y una reducción de la restricción externa- en un aumento de la tasa de crecimiento del producto. En tanto la entrada de capitales sea sólo transitoria, este efecto Keynesiano también lo será. El riesgo de esta situación es que, si el crecimiento en el gasto fue financiado por endeudamiento externo o aportes de capital extranjero, la reversión de estos flujos puede ocasionar caídas futuras en el producto y la inversión.

El segundo tipo de efecto de la entrada de capitales (que debe distinguirse del anterior) es el que afecta la capacidad de producción del país. Lo que es crucial en este contexto es la proporción de flujos externos que se dedican a inversión en el país receptor, cuan productiva es esa inversión, y que parte de ésta es -directa o indirectamente- destinada a producir transables. Si una parte suficientemente grande de los recursos va hacia inversión eficiente (y una proporción alta de la producción generada por dicha inversión conduce a un aumento en la producción de bienes transables en el país o remesas de utilidades hacia el país generadas por inversión nacional en el extranjero), es mucho más probable que el servicio futuro de la deuda u otros pagos (como remesas de utilidad hacia el exterior) generados por las entradas originales puedan ser financiados sin dificultades. En tal caso, el aumento de deuda o de inversión extranjera tendría un efecto positivo en el mediano plazo, ya que habría aumentado la tasa de crecimiento del país receptor.

Sin embargo, si el aumento de la inversión resultante de los flujos externos es insuficiente y/o ineficiente, y no genera suficiente aumento en la producción de transables, o utilidades remesadas desde el extranjero, está el riesgo de que el aumento inicial del producto sea seguido por un problema de deuda, lo que podría llevar a niveles del PIB por debajo de los que hubieran ocurrido sin la entrada inicial de capitales. Tales efectos negativos se podrían ver acentuados por tendencias adversas en los términos de intercambio, por aumentos en los costos de servir los flujos externos, o por salidas de capitales, especialmente los más volátiles, como ha ilustrado dramáticamente la reciente crisis mexicana.

Es por ello crucial intentar evaluar que proporción de los flujos externos hacia un país se destina a la inversión y cual proporción de ella va a producir transables, así como que proporción se dedica a inversión nacional en el extranjero, y cual será 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 sólo se basa en fuentes estadísticas, sino que fue complementado con entrevistas a altos ejecutivos de las áreas estratégico/financiero de empresas chilenas líderes intensivas en capital extranjero, en varias de sus formas, a los cuales agradecemos la información que nos proporcionaron.

II. REINGRESO A LOS MERCADOS DE CAPITAL

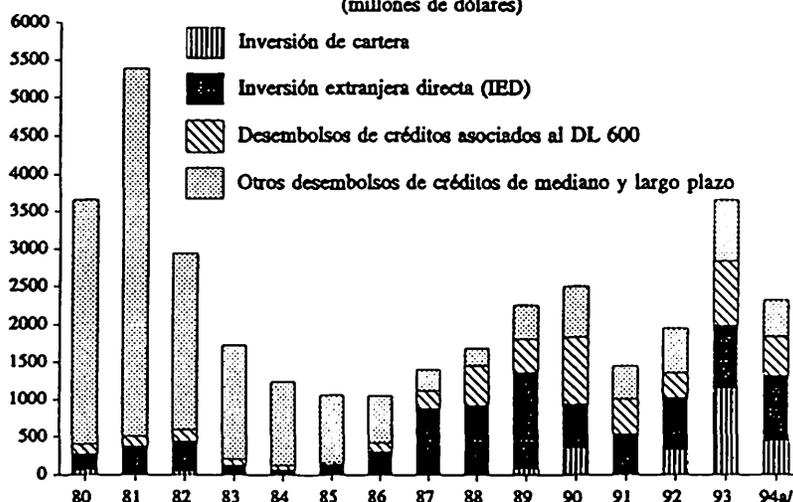
Durante gran parte de la década de los ochenta, Chile al igual que el resto de América Latina, tuvo su proceso de crecimiento condicionado por la aguda crisis de la deuda externa.

La recuperación de los flujos de capital externo comienza a manifestarse a partir de 1987. A pesar de la estabilidad de largo plazo en las reglas del juego para los inversionistas extranjeros (Decreto Ley No. 600 de 1974) y de la estabilidad y buenos pronósticos para la economía chilena en general, parece evidente que el mecanismo de conversión de deuda en capital (Capítulo XIX) fue un factor importante para el aumento observado en los flujos de capital, principalmente en la

inversión extranjera directa (IED) (véase Gráfico 1). Durante el período de su vigencia (1985-1990), aportó más del 80 por ciento del total de la IED ingresada al país, y cerca del 51 por ciento si además se consideran los créditos asociados al DL 600⁵. La gran aceptación que tuvo este mecanismo se debió a que los inversionistas que lo utilizaron se beneficiaron de un subsidio implícito, vía descuentos, estimado en un 46 por ciento del valor de las inversiones (French-Davis, 1990), el cual no estuvo disponible para aquellos que utilizaron el DL 600⁶. La amplia difusión internacional que se le dio a este mecanismo permitió crear un clima favorable entre los inversionistas extranjeros y despertó su interés hacia Chile. El aumento del precio de la deuda externa en los mercados secundarios hizo que este mecanismo ya no fuera rentable, lo que significó que a partir de 1991 no se realizaran nuevas operaciones.

Gráfico 1

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



Fuente: Elaboración propia en base a información contenida en el Cuadro 1.

a/ Hasta junio de 1994 (primer semestre).

Mediante la conversión de deuda externa se financiaron importantes proyectos en la industria manufacturera, siendo la producción de celulosa, papel y sus derivados el sector más beneficiado. Si a esto le sumamos las inversiones realizadas en la adquisición y desarrollo de proyectos madereros, el sector forestal en su conjunto concentró más del 30 por ciento de los recursos ingresados mediante este mecanismo. Estas inversiones, al igual que las efectuadas en actividades vinculadas a la explotación de recursos agrícolas (fruta fresca) y pesqueros le dieron un impulso importante a las exportaciones chilenas en estos rubros. Otra área que concentró gran cantidad de recursos fueron los servicios, en especial en los sectores de electricidad y telecomunicaciones (privatizados a mediados de los ochenta), las administradoras de fondos de pensiones (AFP), los bancos y el sector turístico.

⁵ Los créditos asociados al DL 600 fueron utilizados principalmente por grandes proyectos mineros.

⁶ Para un análisis más general véase (Mortimore, 1991 y Department of Economic and Social Development, 1993).

Este proceso de revitalización de los flujos de IED también alcanzó a aquellos recursos ingresados a través del mecanismo tradicional (DL 600), principalmente hacia proyectos en el sector minero para la exportación⁷. Entre 1985 y 1994, los proyectos mineros absorbieron más del 50 por ciento de los flujos ingresados mediante el DL 600. Dos grandes proyectos para la extracción de cobre (La Escondida y La Disputada de Las Condes) son responsables de más del 60 por ciento de estos recursos. Durante el período 1990-1994 los flujos de IED al sector manufacturero mostraron un mayor dinamismo, concentrándose en la industria forestal, de celulosa y papel, y en la producción de alimentos basados en recursos naturales y orientados a los mercados externos. En lo que se refiere a los servicios, la IED se concentró en el sector financiero (véase Cuadro 3).

Sin embargo, un elemento muy importante y digno de destacar de la experiencia chilena, es que estas nuevas inversiones en un porcentaje importante han sido adquisiciones de activos existentes. Esta situación se presentó especialmente en el Capítulo XIX, donde más del 50 por ciento de los ingresos fueron destinados a este fin (French-Davis, Agosin y Uthoff, 1994).

En el período 1990-1994 el acceso al capital externo se ha fortalecido debido a la diversificación de instrumentos (especialmente de portafolio)⁸, a la estabilización de los flujos de IED y al acceso al mercado de créditos voluntarios de la banca comercial internacional. Varios grandes nuevos proyectos, como así mismo la expansión de algunos, están en los planes de las empresas transnacionales en Chile. Algunos proyectos mineros como Collahuasi (US\$ 1000⁹), El Abra (US\$ 1000 millones), Zaldivar (US\$ 600 millones), La Candelaria (US\$ 540 millones) y Cerro Colorado (US\$ 500 millones); e importantes proyectos para la producción de celulosa como Celulosa Arauco y Constitución (US\$ 600 millones), y Celulosa del Pacífico (US\$ 587 millones) jugarán en el futuro cercano un rol importante en la estabilidad de los flujos de IED. En otras palabras, el capital extranjero en Chile esta claramente jugando un importante papel en la consolidación de los sectores de recursos naturales como centro de la estrategia de crecimiento chilena.

III. LOS NUEVOS FLUJOS DE CAPITAL

Los flujos de capital privado manifestaron una fuerte recuperación a partir de 1987. Conjuntamente con el incremento del volumen de los recursos externos, el repunte reciente de los flujos de capital se ha caracterizado por una importante diversificación de las fuentes de financiamiento. En el anterior período de grandes ingresos de capital, verificado durante la segunda mitad de la década de los setenta y comienzo de los ochenta, la principal fuente de financiamiento fueron los créditos externos, otorgados principalmente por la banca comercial. Este tipo de instrumento fue responsable de más del 90 por ciento del total de ingresos de capital en la primera

⁷ Situación que se produjo básicamente por los estrictos límites impuestos a las inversiones mineras bajo el Capítulo XIX.

⁸ Un fenómeno nuevo en Chile, pero que sigue una tendencia generalizada a nivel global en el período 1989-1994, ha sido el gran crecimiento que han experimentado las inversiones de portafolio. Estas inversiones han sido canalizadas principalmente 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 Valores de Nueva York mediante los llamados American Depositary Receipts (ADR); y más recientemente a través de la emisión de bonos, especialmente eurobonos, por parte de algunas empresas privadas (véase sección III.B).

⁹ Estimación del volumen de inversión requerida para el desarrollo del proyecto (véase Cuadro 6).

mitad de los años ochenta (véase Gráfico 1). Durante el período 1986-89, como se mencionó en la sección anterior, el programa de conversión de deuda externa en inversión (Capítulo XIX) fue un factor importante; cabe destacar, sin embargo, que este mecanismo no implicaba un ingreso de capitales, sino un cambio en su estructura.

Cuadro 1
Volumen y composición de los flujos de capital privado de mediano y largo plazo, 1980-1994.
(montos en millones de dólares)

	Flujos anuales promedio				Flujos anuales							
	1980-82	1983-85	1986-89	1990-93	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/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 (ADR)	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 asociados 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 en base a información del Banco Central de Chile.

- ^{a/} Hasta junio de 1994 (primer semestre).
^{b/} Corresponde a los ingresos netos mediante el Decreto Ley No. 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 mediante el 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 montos de US\$ 200 y US\$ 120 millones respectivamente.
^{e/} Corresponde a los fondos constituidos mediante la Ley No. 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; aquellos ingresados mediante el Artículo 15, y los otorgados a bancos, empresas y particulares por la banca comercial internacional.

Con el inicio de la década de los noventa, la diversificación de las fuentes de financiamiento ha sido mayor. 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. De este modo, la inversión extranjera de cartera en el período 1990-93, alcanzó casi el 20 por ciento del total de los ingresos de capital, llegando a representar casi el 26 por ciento en 1993. En igual período la IED efectiva, es decir, aquella ingresada fundamentalmente a través del DL 600, sin incentivos especiales, ha alcanzado una participación central y creciente, y si a ella le sumamos los créditos asociados, el desarrollo de proyectos con inversión extranjera directa ha pasado a ser el principal receptor de los recursos externos ingresados al país (53 por ciento) (véase Cuadro 1).

Cuadro 2
Inversión extranjera como porcentaje de la formación bruta de capital fijo (FBKF).
 (porcentajes)

	IED efectiva (1)	(1) más créditos asociados (2)
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 en base a información del Banco Central de Chile.

Por otro lado, estos masivos ingresos de capital han tenido un efecto importante sobre la estructura productiva del país. El Cuadro 2 muestra como los flujos de capital externo, especialmente a partir de 1987, se constituyen en un componente central de la inversión total. Ello es especialmente evidente durante la vigencia del programa de conversión de deuda donde la IED representaba más del 20 por ciento de la formación bruta de capital fijo (FBKF), y si además se consideran los créditos asociados su importancia aumenta a más de 30 por ciento en este período. A pesar de los problemas

metodológicos de este indicador¹⁰, él nos muestra como los flujos de capital, especialmente la IED contribuyeron a recomponer la estructura productiva chilena (véase Cuadro 2). Ello se da en un contexto de expansión de la inversión nacional¹¹ y donde la FBKF tiene una importancia creciente en el Producto Interno Bruto (PIB), superando en 1993 el 21 por ciento.

A pesar de que no es la preocupación central de este estudio, creemos necesario hacer algunos alcances sobre el reciente acceso del sector privado nacional a los créditos comerciales de libre disposición. No fue hasta julio de 1990 que una empresa privada chilena obtuviera el primer crédito voluntario otorgado por la banca extranjera desde la crisis de 1982, lo que sin duda marcó un hito significativo en la reincorporación de Chile al mercado financiero internacional¹². Luego de esta operación han sido muchas las empresas chilenas que han obtenido nuevos recursos en forma de créditos, incrementando los volúmenes y mejorando las condiciones. Sin embargo, los créditos de mayores plazos estuvieron en buena medida asociados a proyectos de inversión y a inversión extranjera directa materializada, básicamente, al amparo del DL 600, concentrando el 50 por ciento de estos desembolsos (véase Cuadro 1).

Finalmente, no fue hasta 1993 que empresas privadas chilenas utilizaron la emisión internacional de bonos, lo que contribuyó a diversificar aún más las opciones de financiamiento externo.

A continuación analizaremos con mayor detalle los instrumentos más importantes que explican los incrementos en los ingresos de capital.

A. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED)

Como se ha señalado más arriba, una proporción muy elevada de los flujos de capital que han ingresado a Chile, durante la década de los noventa, lo han hecho como inversión extranjera directa (IED) a través del DL 600 (lo cual incluye tanto aportes como créditos asociados)¹³. Durante el período 1990-94 los flujos de IED han tenido un crecimiento muy significativo, más que duplicando los ingresos en relación al período 1985-89. Ello ha significado que durante estos últimos cinco años hayan llegado más de la mitad de todos los recursos ingresados mediante el DL 600 en sus 20 años de vigencia.

Como se puede apreciar en el Cuadro 3, casi el 60 por ciento de la IED en el período 1974-

¹⁰ Como ya se ha dicho anteriormente la IED, particularmente aquella realizada mediante el Capítulo XIX, en muchos casos fue destinada a la compra de activos existente, por lo que se estaría efectuando una doble contabilidad. Sin embargo, también es cierto que estas relaciones dan una referencia gruesa de la importancia relativa de los flujos de capital en la economía nacional.

¹¹ La inversión nacional estuvo fuertemente deprimida durante la primera mitad de la década de los ochenta y solo comenzó a recuperarse significativamente hacia fines de ella. Si tomamos 1981 como base, en 1993 la FBKF por habitante había aumentado en un 41 por ciento (Ffrench Davis, Agosin, Uthoff, 1994).

¹² La empresa beneficiaria fue Enersis y obtuvo un crédito de US\$ 10 millones, a Libor más 1 por ciento sin garantías, otorgado por un banco holandés.

¹³ Las estadísticas sobre IED preparadas por el Comité de Inversiones Extranjeras de Chile incluyen tanto los aportes de capital como los créditos asociados a los proyectos de inversión.

94 se dirigió al sector primario, mayoritariamente (49 por ciento) a la minería. Dicha tendencia se vio acentuada en el período 1990-94, debido a la gran cantidad de recursos ingresados al país para el desarrollo de nuevos proyectos de extracción minera, principalmente cupríferos (véase Cuadro 6).

También es de importancia la IED hacia actividades vinculadas a los servicios, especialmente en el sector financiero. Sin embargo, es necesario aclarar que parte de estos recursos, unos US\$ 509 millones para el período 1989-94, corresponden a los denominados Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE), los cuales a pesar de ser inversiones de cartera están incluidos en estas estadísticas ya que ingresaron al país bajo las normas del DL 600 (véase sección III.B.2). En este sentido, sería conveniente hacer una recomendación a los organismos que producen estadísticas de IED en Chile, a excluir dentro de tales cifras, las inversiones de cartera, ya que éstas son de naturaleza diferente a la IED.

Por otro lado, destaca la baja significación del sector industrial como foco de atracción de la IED ingresada mediante el DL 600. Durante todo el período de vigencia de este marco legal la industria manufacturera concentró el 17 por ciento de estos flujos. Dicha proporción no varió durante el período 1990-94, a pesar de que tuvo un impresionante aumento en términos absolutos llegando a unos US\$ 450 millones en 1993. Sin embargo, han existido importantes variaciones en relación a los sectores que concentraron las mayores inversiones. En el período 1974-84 los sectores de alimentos, bebidas y tabacos por un lado y la industria química y del plástico por otro, fueron los focos más atractivos para la IED en el sector industrial, lo cual era 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 años¹⁴. Durante el período siguiente ya se comenzó a manifestar una mayor diversificación. En el período 1990-94, el sector de productos de papel y sus derivados, como la industria de la madera, se transformaron en el principal receptor de IED, fundamentalmente por el desarrollo de tres mega-proyectos¹⁵.

También, durante este último período, en la industria manufacturera han sido importantes las inversiones en los sectores de alimentos, bebidas y tabacos, y en la industria química y del caucho. En la primera de las agrupaciones destacan inversiones en el procesamiento de recursos naturales, principalmente en las industrias agrícola, forestal y pesquera. Por otro lado, en ambos grupos de sectores empresas transnacionales de amplia cobertura mundial, han efectuado importantes inversiones con el fin de consolidar sus posiciones en el mercado nacional. En el primer grupo de sectores destacan las importantes inversiones realizadas por Nestlé (Suiza), British American Tobacco

¹⁴ Muchas de estas empresas llegaron al país alentadas por el esquema de desarrollo basado en la sustitución de importaciones, el cual imperaba en Chile con anterioridad a 1974, lo que les otorgaba un acceso preferencial a mercados muy protegidos.

¹⁵ El proyecto industrial más importante fue el aporte de capital (US\$ 55 millones) que hizo la International Finance Corporation, filial del Banco Mundial, a la Celulosa del Pacífico S.A. (CELPAC), empresa organizada por Simpson Paper Co. (Estados Unidos) y la Compañía de Papeles y Cartones S.A. (Chile). El grueso del financiamiento para este proyecto ingresó al país mediante el Capítulo XIX, unos US\$ 339 millones. El segundo proyecto más importante es Forestal e Industrial Santa Fe S.A., complejo industrial productor de celulosa blanqueada y derivados. Proyecto llevado a cabo por el banco estadounidense Citicorp, la empresa transnacional anglo-holandesa Shell Oil Co. y la firma Scott Worldwide Inc. (EE.UU.), el cual se financió básicamente a través del Capítulo XIX (US\$ 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 el desarrollo, modernización y expansión de la Compañía de Celulosa Arauco y Constitución S.A. (Rozas, 1992).

(BAT-Reino Unido) y Pepsi Cola (EE.UU.); mientras que en el segundo aquellas 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 dominado sus respectivos sectores (véase Cuadro 3).

Cuadro 3
Distribución sectorial de la IED materializada (DL 600 y Capítulo XIX)
(montos en millones de dólares)

	Decreto Ley 600 a/										Capítulo XIX		TOTAL (%)
	Flujos anuales promedio			Flujos anuales					Montos acumulados (%)		85-90b/	(%)	
	74-84	85-89	90-94	1990	1991	1992	1993	1994	74-94	90-94			
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 la 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 ind. 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
Prods. metálicos, maquinaria y eqps.	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 serv. 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 en base a información del Comité de Inversiones Extranjeras de Chile y Banco Central de Chile.

- a/ Incluye los créditos asociados del DL 600, y las cifras de 1994 corresponden al período enero-agosto.
 b/ Operaciones del Capítulo XIX realizadas 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 un inversión directa sino más bien a una de cartera.

Cuadro 4
Participación de las empresas extranjeras
en la industria manufacturera chilena a/

Sector	Total de empresas		Empresas extranjeras		Porcentaje de las empresas extranjeras sobre el total	
	Ventas	Exportaciones	Ventas	Exportaciones	Ventas	Exportaciones
	(millones de dólares)		(millones de dólares)		(porcentajes)	
Agroindustria, alimentos, bebidas y tabaco	4752	532	2080	205	44	39
Madera y productos forestales	1377	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	1595	530	418	110	26	21
Química, petroquímica y cosméticos	1058	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	1594	53	868	9	54	17
TOTAL	14651	2498	6375	1076	44	43

Fuente: Elaboración propia en base a el ranking de las 500 mayores empresas publicado 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 dada en la fuente original.

Para sintetizar, al agregar el DL 600 con el Capítulo XIX se observa que los sectores minería e industria manufacturera son los que más recursos han recibido durante el período 1974-1994, fundamentalmente a partir de 1987. Esto significa que según algunas estimaciones los sectores asociados a productos transables hayan recibido más del 75 por ciento de la inversión extranjera directa en el período 1987-93 (Riveros, Vatter, 1994)¹⁶. Situación que contribuye a explicar, a pesar de los evidentes rezagos, el gran aumento manifestado por las exportaciones chilenas durante este período, las cuales pasaron de US\$ 5224 millones en 1987 a más de US\$ 9200 millones en 1993.

¹⁶ Incluyen tanto los ingresos a través del DL 600 como aquellos realizados mediante el Capítulo XIX.

A continuación analizaremos con mayor detalle los impactos de estos ingresos de capital en la producción de bienes y servicios de exportación. En el Cuadro 5 se aprecian algunos indicadores relevantes para una muestra de proyectos con IED ingresados a través del DL 600, con montos materializados de aportes directos y créditos asociados por más de US\$ 20 millones y para los cuales había información disponible tanto de ventas totales, como de exportaciones¹⁷. Dicha muestra representa el 60 por ciento del total de la IED materializada durante el período 1974-93¹⁸.

Cuadro 5
Inversión materializada por sector (US\$ 20 millones y más)
y relación ventas exportaciones
Período 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	4617.2	3337.5	72.3	1240.6	1142.0	92.0
Industria	833.1	457.4	55.0	1018.8	109.0	10.6
TOTAL	6415.3	3835.6	59.7	2338.2	1252.3	53.5

Fuente: Elaboración propia basado en información publicada en Chile, Inversión Extranjera en Cifras, 1975-1993 del Comité de Inversiones Extranjeras y The Chile Inc Source Book, de The South Pacific Mail.

Para el total de la muestra, el 53.5 por ciento de la ventas en 1992 de las empresas constituidas en base a inversión extranjera directa estaba destinada a exportaciones. Para el sector minero, (donde la muestra es muy representativa), la proporción de ventas, que va a exportaciones es altísima, alcanzando a 92 por ciento. En cambio, en la industria manufacturera (donde la muestra también es bastante representativa) sólo el 11 por ciento de las ventas van a exportaciones¹⁹. En el sector servicios (donde la muestra es sumamente pequeña), la proporción de ventas que va al extranjero es muy baja, como era de esperar. De hecho, como habíamos advertido anteriormente, una parte importante de la IED materializada en servicios está en el sector bancario, que no genera exportaciones directamente ya que está principalmente dedicado a proveer servicios a la actividad doméstica. Sin embargo, a pesar de que su impacto es difícil de cuantificar, también prestan servicios

¹⁷ La muestra cubre 13 proyectos con IED, de las cuales 6 están en el sector minero, 6 en industria, y 1 en servicios.

¹⁸ Representa el 72 por ciento de la inversión total materializada en minería, el 55 por ciento de la inversión materializada en la industria manufacturera y el 4 por ciento de la inversión materializada en servicios.

¹⁹ Situación que es consistente con la información presentada en el Cuadro 4, donde las empresas extranjeras del sector manufacturero dentro de las 500 compañías más grandes del país tienen una propensión a exportar del orden de 17 por ciento.

útiles para la exportación. Se podría argumentar que entre los servicios indirectos importantes para las exportaciones que puedan proveer los bancos extranjeros estarían posiblemente: a) mayor facilidad para obtener créditos en el extranjero a intereses más ventajosos para sus clientes locales, y b) facilitar operaciones de comercio exterior, especialmente con los países donde están presentes²⁰.

Volviendo al Cuadro 5, es importante destacar que para el total de la muestra es bastante elevada la proporción de las ventas de dichas empresas (más del 50 por ciento), que está destinada a las exportaciones. En ese sentido por lo menos para los flujos que han ingresado a través del DL 600, es bastante positiva la evaluación que se puede hacer de la capacidad de dicha inversión de servir de base para una producción, donde una proporción muy importante sea en transables. Cabe señalar que la proporción de la producción a ser destinada a transables, que incluye no sólo exportaciones sino también sustitución de importaciones, es aún más elevada. En este estudio, no hemos estimado el impacto sobre la sustitución de importaciones debido a la complejidad metodológica asociada.

Es importante destacar que tanto las conclusiones que se desprenden de la muestra analizada como las proyecciones efectuadas en un estudio reciente (Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital, 1993), indican que también en el futuro cercano una proporción importante de la producción resultante de la IED y los créditos asociados a ella estaría destinada a exportaciones. De esta manera, según proyecciones de ese estudio, una muestra de empresas que han recibido IED dedicarán, en el período 1994-97, el 67 por ciento de la producción generada por las inversiones analizadas a exportaciones²¹.

Según dicho estudio los proyectos de inversión extranjera generarán exportaciones por más de US\$ 2800 millones durante 1994, lo que representaría alrededor del 28 por ciento de las exportaciones totales que efectuaría el país. De este modo los embarques concretados por las empresas formadas con capitales extranjeros han experimentado un dinámico crecimiento. En 1985 las exportaciones de estas empresas alcanzaban a unos US\$ 460 millones llegando en 1993 a casi los US\$ 2500 millones, lo que representó el 26 por ciento del total de las exportaciones del país. Sin embargo, la importancia futura de estas empresas en las exportaciones totales se incrementará, estimándose que en 1997 sus exportaciones superarían los US\$ 4500 millones, fundamentalmente a consecuencia de la puesta en marcha de grandes proyectos mineros como Collahuasi, La Candelaria, Zaldívar y Quebrada Blanca. Ello significaría que las exportaciones de la muestra analizada aumentarían en más de 80 por ciento entre 1994 y 1997. También se proyecta un aumento importante de exportaciones no mineras, básicamente basada 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

²⁰ En una encuesta, cuyos resultados se presentan en Agosin, Manuel, La Inversión extranjera en América Latina, su contribución al desarrollo, mimeo, Santiago de Chile, 1994, uno de los banqueros entrevistados argumenta precisamente que la presencia de su banco extranjero en Chile apoya el esfuerzo exportador debido a la red internacional de sucursales que tiene el banco, y que no la tiene la banca nacional.

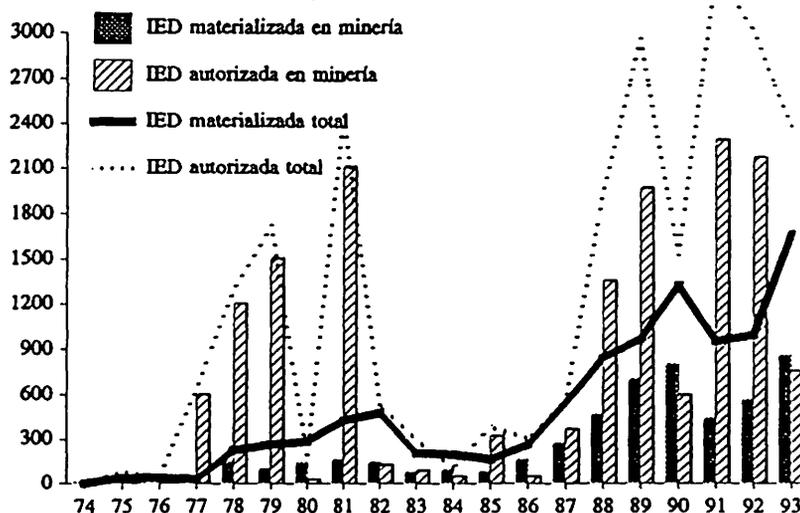
²¹ Estas proyecciones probablemente sobrevaloran la proporción de producción que va a exportaciones, ya que incluyen muy pocos datos para empresas de servicios; dichas empresas, como discutimos antes por lo general venden sus servicios principalmente en el mercado interno. Aunque muy útiles, estas proyecciones tienen algunos supuestos cuestionables, como suponer que las exportaciones y ventas nacionales se inician en el año que se hace la inversión y se mantienen en el tiempo en forma permanente.

extranjera directa (que incluye los aportes y créditos asociados del DL 600) está orientada a la exportación, especialmente minera. En la medida en que los precios internacionales de dichos productos (particularmente los mineros, pero también de otros exportados por inversionistas extranjeros, como es la celulosa) se mantenga a niveles aceptables, dicha inversión generará importantes flujos de exportación (y por ende, de ingresos de divisas) para el país. Aún más, la alta rentabilidad y el éxito de proyectos existentes harían probable (a menos que hayan cambios importantes en el contexto internacional) que continúe a futuro una entrada importante de IED nueva y que una proporción elevada de las utilidades generadas por estas inversiones en el país se reinviertan. Cabe señalar, sin embargo, que la IED tiende a concentrarse en aquellos sectores donde el país tiene ventajas comparativas naturales. Podría ser valioso en este sentido que el país (y las autoridades gubernamentales) hicieran un esfuerzo por atraer inversión extranjera hacia sectores manufactureros.

1. Inversión extranjera directa en el sector minero.

Como hemos dicho anteriormente el sector minero ha concentrado más de la mitad de la IED materializada ingresada al país y más del 65 por ciento de la IED autorizada durante los últimos 20 años. Como vemos en el Gráfico 2 la IED autorizada en el sector minero ha tenido un comportamiento extremadamente pro-cíclico. Hacia fines de los años setenta las expectativas de los inversionistas, reflejadas en los grandes montos autorizados, eran muy altas con respecto al desarrollo de esta actividad en Chile, sin embargo la crisis de la deuda externa frenó casi totalmente la materialización de dichos proyectos. Por ello se produjo una gran brecha entre inversión autorizada y materializada en minería durante esos años. A partir de 1987, producto de la rápida y sostenida recuperación de la economía chilena, los montos autorizados para el desarrollo de proyectos en el sector minero crecieron fuertemente, y a una tasa de materialización muy significativa.

Gráfico 2
Inversión extranjera directa en Chile (DL 600)
(millones de dólares)



Fuente: Comité de Inversiones Extranjeras de Chile.

Cuadro 6
Inversión extranjera directa en los principales proyectos mineros

Proyecto/Empresa	Inversionistas	Inversión total estimada	Inversión materializada a/	Etapas del proyecto
Cía. Minera Disputada de Las Condes (Región Metropolitana)	Exxon-Estados Unidos (100%)	2400	1736	En operación desde 1916. Modernización y ampliación Los Bronces y El Soldado, construcción nueva Fundición de Chagres.
Minera La Escondida Ltda. (II Región) b/	BHP Utah-Australia (57.5%) RTZ-Reino Unido (30%) JECO-Japón (10%) IFC-Banco Mundial (2.5%)	1100	888	En operación y ampliación. El proyecto de ampliación entrará en operación durante el segundo semestre de 1994. La tercera etapa esta contemplada para 1997.
Cía. Minera Doña Inés de Collahuasi S.A. (I Región)	Falconbridge-Canadá (33%) Shell-Reino Unido (33%) Minera Mantos Minorco-Luxemburgo (33%)	1000	106	En estudio de factibilidad. Inicio de producción comercial en 1998.
El Abra (II Región) g/	Codelco-Chile (49%) Cyprus Amax Minerals Co. Estados Unidos (51%)	1000	-	El nuevo acuerdo entre Cyprus y Codelco contempla iniciar la producción a mediados de 1997.
Cía. Contractual Minera Zaldivar Chile Ltda. (II Región)	Placer Dome Inc.-Canadá (50%) Outokumpu-Finlandia (50%)	600	36	Factibilidad terminada 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 estimada para comienzos de 1995.
Cía. Minera Cerro Colorado (I Región)	Rio Algom Ltd.-Canadá (100%)	500	266	En construcción, para iniciar 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 estimada 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 varios (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 varios (31.5%)	77	34	En estudio de factibilidad. Inicio de operaciones en 1995.
TOTALES		8797	4325	

Fuente: Elaboración propia en base a informaciones del Comité de Inversiones Extranjeras y la Comisión Chilena del Cobre.

- a/ Inversión materializada mediante el DL 600 durante el período 1974-1993.
- b/ La tercera etapa de expansión de La Escondida contempla inversiones adicionales del orden de los US\$ 520 millones. De esta manera la inversión estimada total del proyecto se elevaría por sobre los US\$ 1620 millones.
- 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, producto de 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 por ciento del mismo.

Entre 1987 y 1993 se han materializado inversiones extranjeras directas por más de US\$ 4536 millones en el sector minero. De estas US\$ 4102 correspondieron a operaciones vía DL 600 (aportes más créditos asociados), el resto de los recursos fueron ingresados mediante la conversión de deuda externa (US\$ 434 millones). Esta masiva llegada de capital extranjero ha desencadenado el mayor auge minero de la historia de Chile, el cual ha permitido incrementar las exportaciones mineras privadas desde unos US\$ 550 millones en 1980 a más de US\$ 2500 millones en 1993. De este modo la actividad minera seguirá siendo la principal fuente de divisas para el país. Durante el período 1990-1993, las exportaciones del sector (US\$ 4421 millones en promedio) significaron el 48.5 por ciento del total de embarques del país, de los cuales la minería privada participó con un 24 por ciento.

Entre las inversiones más importantes en el sector minero destacan, el desarrollo del proyecto La Escondida (US\$ 1100 millones), encabezado por la empresa australiana Broken Hill Proprietary (BHP) y la británica Río Tinto Zinc (RTZ), que comenzó su producción comercial en diciembre de 1990 (véase estudio de caso de La Escondida); y las efectuadas por la empresa norteamericana Exxon para la compra de la mina Disputada de las Condes (US\$ 932 millones en 1978), la expansión de las minas El Soldado y Los Bronces, y la modernización de la Fundición Chagres, lo que ha significado inversiones por más de US\$ 1735 millones.

Los proyectos en desarrollo, principalmente los cupríferos, donde 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 Cuadro 6). De acuerdo a algunas estimaciones de la Comisión Chilena del Cobre, sumando todos los proyectos nuevos a los que ya están en marcha, incluido CODELCO, la producción de cobre crecerá entre 1993 y principios del próximo siglo en cerca de un 70 por ciento²². De esta manera, los 13 principales proyectos de cobre deberían aumentar su producción en más de 700.000 toneladas métricas, lo que representaría exportaciones adicionales por más de US\$ 1000 millones. Además, la relación entre producción estatal y privada se invertirá hacia fines de la década. Si en 1993 la producción de CODELCO representaba el 60 por ciento, en el año 2000 la empresa estatal será responsable del 39 por ciento y los privados, casi en su mayoría extranjeros, del 61 por ciento de la producción total. Por otro lado, los 6 grandes proyectos auríferos prácticamente duplicarán las exportaciones chilenas de oro, ubicando, al país como octavo productor mundial. Finalmente, tres nuevos yacimientos de plata triplicarán la producción nacional. Del mismo modo, como la IED ha permitido más que duplicar las exportaciones de la minería privada en los últimos cinco años, para los próximos cinco ayudará a intensificar este cambio estructural.

²² De esta manera Chile aumentaría su participación en la producción mundial desde el 22 por ciento actual a niveles que podrían llegar a un 30 por ciento.

Frente a este espectacular aumento de la producción surge la preocupación sobre la evolución futura que tendrá el valor del cobre en los mercados internacionales. Sin embargo, los expertos son optimistas, producto de que la mayoría de los proyectos en estudio, construcción o reciente operación en la minería del cobre en Chile son de costos de explotación bajos²³. Si bien los precios del cobre actualmente son altos, la experiencia histórica muestra los riesgos de caídas no esperadas de precios de los productos de bienes primarios.

B. INVERSIÓN EXTRANJERA DE CARTERA

1. American Depository Receipts (ADR).

A junio de 1994, habían ingresado al país US\$ 1579 millones mediante la colocación de acciones, principalmente en la Bolsa de Nueva York (NYSE), de diez empresas chilenas a través del mecanismo de ADRs. De estos flujos, US\$ 681 millones fueron colocación inicial o primaria de acciones (véase Cuadro 1). Sin embargo, a partir de esa fecha, se han incorporado a los mercados internacionales de valores otras ocho empresas²⁴. Dichos ingresos pueden seguir aumentando en el futuro, ya que estas empresas tienen aportes autorizados superiores a los US\$ 4000 millones que pueden colocar en los mercados bursátiles internacionales.

La venta de acciones chilenas en el extranjero se desarrolla en dos etapas. La **primera o colocación inicial** consiste en que una empresa bancaria extranjera emite ADRs de una empresa chilena, los cuales son vendidos 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 remesar el producto de la venta de acciones, y de cancelar los correspondientes dividendos²⁵. Este proceso es autorizado por el Banco Central de Chile. La **segunda etapa** tiene condiciones de ingreso mucho menos restrictivas²⁶, y consiste en la compra de títulos en el mercado bursátil de Chile para luego canjearlos por ADRs transables en Estados Unidos. A esta operación se le denomina "inflows". Como contrapartida, también existe el "flowback" que

²³ Como consecuencia del ciclo de precios bajos ha significado una salida del mercado mundial de un importante volumen de producción de minas en todo el mundo cuyos altos costos no les permitían seguir compitiendo. El costo promedio de la industria del cobre a nivel mundial es de 65 centavos de dólar la libra, la mitad produce a costos superiores a esa cifra y un no despreciable 25 por ciento lo hace a costos mayores a los 75 centavos de dólar.

²⁴ En julio de 1994 cuatro empresas hicieron sus colocaciones, Embotelladora Andina (US\$ 126 millones), Chilquinta (US\$ 26.4 millones), Chilgener (US\$ 62 millones) y Endesa (US\$ 52.8 millones), posteriormente en octubre del mismo año dos nuevas empresas realizaron emisiones, Viña Concha y Toro (US\$ 53 millones) y Tétex Chile (US\$ 76.5 millones). Colocaciones; y finalmente en noviembre de 1994 otras dos empresas hicieron nuevas colocaciones, Banco Osorno (US\$ 149 millones) y la AFP Provida (US\$ 70 millones).

²⁵ Entre las condiciones más importantes que deben cumplirse para esta colocación inicial de títulos destacan: a) la empresa bancaria extranjera debe comprometerse ante el Banco Central de Chile a adquirir a lo menos el 90 por ciento de la colocación inicial (Esto se le conoce como contrato de "underwriting"); b) el capital que ingrese al país como resultado de la venta de estos títulos no debe ser inferior a US\$ 50 millones (monto que en abril de 1994 fue rebajado a US\$ 25 millones); y c) las acciones que se pretenden colocar deben representar un aumento de capital neto de la respectiva empresa emisora.

²⁶ Tan solo se debe cumplir que el adquirente sea extranjero y que registre en el Banco Central de Chile el aporte de capital al amparo del Capítulo XIV del CNCI, liquidando las divisas en el sistema financiero local y comprar las acciones en la Bolsa de Valores de Santiago. Además en esta etapa no es necesario que las acciones adquiridas constituyan un aumento de capital neto.

consiste en la conversión de ADRs por acciones (o bonos) y la reventa de éstas en el mercado local. Cabe señalar, que a través del "inflow" y "flowback" se produce el arbitraje o proceso de igualación de precios, cuando dos mercados (las Bolsas de Nueva York y Santiago), que se comunican entre sí, transan un mismo título a distinto precio.

El proceso de colocación de acciones en la Bolsa de Nueva York lo inició en 1990 la Compañía de Teléfonos de Chile (CTC), siendo la primera empresa latinoamericana en utilizar este mecanismo (para mayores detalles véase estudio de caso de la CTC). A fines de diciembre de 1994, CTC transa títulos por un valor superior a los US\$ 929 millones, lo que representaba el 24 por ciento de su propiedad. A la misma fecha, el valor total de las acciones chilenas con cotización en el exterior sumaban US\$ 3111 millones (véase Cuadro 7). Esto ha significado que las acciones correspondientes a estas empresas se transan mucho más en Nueva York que en la propia Bolsa de Valores de Santiago²⁷.

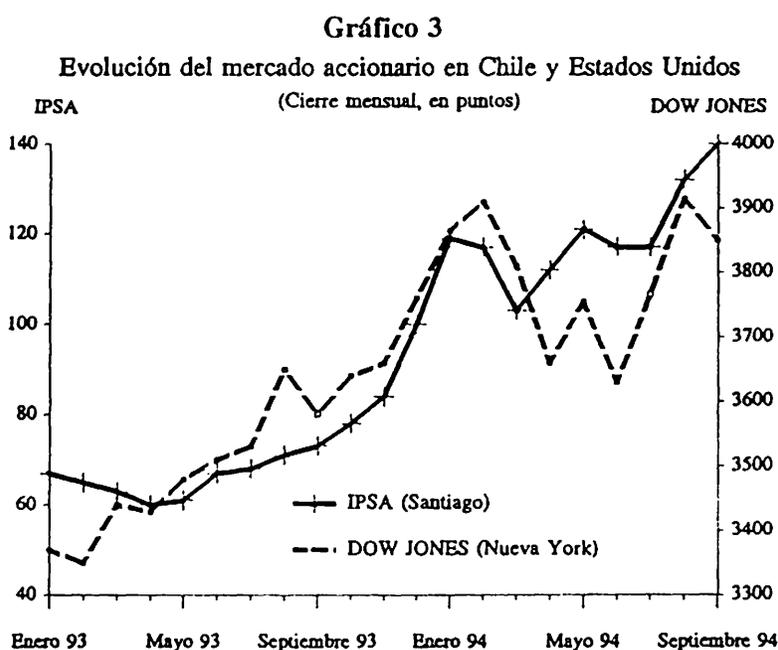
Existe gran interés entre las empresas nacionales por emitir nuevas acciones bajo esta modalidad. Esto se atribuye, entre otros factores, a que estos instrumentos les otorgan un rápido acceso a los mercados internacionales de capital; y ayudan a la promoción de la imagen de la compañía emisora, con posibles beneficios para la colocación de instrumentos de deuda. Además, le permite a la empresa obtener fondos mediante la emisión de títulos de capital, y aumentar la liquidez de sus valores.

Sin embargo, la colocación de ADRs tiene también algunos inconvenientes. A nivel de las empresas emisoras se presentan algunos tales como los mayores costos que significa el cumplir con los requerimientos de información para la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC); la posible pérdida de control sobre operaciones a consecuencia del ingreso de nuevos accionistas; y estar sometidos a mayores regulaciones, ya que no sólo están sujetas a las leyes chilenas, sino también a las de Estados Unidos (Bolsa de Comercio, 1993). Por otro lado, la colocación de ADRs ha significado una influencia creciente de las bolsas norteamericanas sobre el mercado local (véase Gráfico 3). La demanda extranjera por acciones de empresas presentes en el mercado norteamericano, como también en las que se encuentran en proceso de emitir ADRs, ha tendido a hacer más volátil el precio de las acciones en el mercado bursátil chileno. Durante 1993, las empresas que emitieron ADRs, registraron alzas en el valor de sus acciones superiores al 100 por ciento, y más que otros títulos chilenos. Por otro lado, durante 1994 las empresas que emitieron ADRs sufrieron bajas más importantes que las acciones de otras empresas chilenas²⁸. Esto se debió a la gran inestabilidad de los mercados internacionales producto de las alzas ocurridas y esperadas de las tasas

²⁷ Hasta junio de 1994, las acciones de las diez empresas chilenas con presencia en las bolsas norteamericanas registraron movimientos, según volúmenes en dólares, equivalentes al 66 por ciento del monto que se transa mensualmente en la Bolsa de Valores de Santiago, en la cual se mueven habitualmente cerca de 100 títulos. El monto transado en el exterior por empresas chilenas crece rápidamente. En 1992 representaba el 19 por ciento del monto negociado en la Bolsa de Valores de Santiago, y de acuerdo a algunas estimaciones se cree que antes del fin de 1994 las empresas chilenas estarán transando en Nueva York volúmenes superiores a los totales registrados mensualmente en la Bolsa local.

²⁸ Durante el segundo semestre de 1993 los ADRs de empresas chilenas obtuvieron altas rentabilidades. Destacando Madeco (76.9 por ciento), Chilectra (72.34 por ciento), Masisa (69.0 por ciento), CCU (58.2 por ciento) y CTC (49.6 por ciento). Por otro lado, en los primeros seis meses de 1994, la rentabilidad fue negativa en casi todos los casos, salvo Chilectra (3.1 por ciento) y Soquimich (2.6 por ciento). Entre las que presentaron mayores bajas en sus precios están Cristales (-32.1 por ciento), CCU (-23.8 por ciento), CTC (-16.3 por ciento), Masisa (-11.9 por ciento), Madeco (-11.3 por ciento) y Enersis (-5.6 por ciento).

de interés de corto plazo, principalmente en los Estados Unidos²⁹. A lo que se le sumó la rebelión de Chiapas y el asesinato del candidato favorito en las elecciones mexicanas, Luis Colosio, lo que introdujo una cierta cuota de incertidumbre en todos los mercados bursátiles de la región. Las acciones chilenas también cayeron en forma bastante fuerte durante la crisis mexicana de fin de 1994 y comienzo de 1995, lo que se estima fue en gran medida producto de fuertes ventas de ADRs en el mercado local. La experiencia mexicana además muestra que en una crisis, como la que ocurrió en ese país, los ADRs son sumamente volátiles, lo cual crea además presiones fuertes sobre el tipo de cambio y el nivel de reservas internacionales.



Fuente: Elaboración propia en base a información de la Unidad Conjunta CEPAL/UNCTAD sobre Empresas Transnacionales.

²⁹ Durante los primeros ocho meses de 1994 la Reserva Federal de Estados Unidos elevó en cinco oportunidades las tasas de interés de corto plazo, luego de mantenerlas fijas por más de dos años en un valor de 3 por ciento (el 4 de febrero subió a 3.25 por ciento, el 22 de marzo a 3.50 por ciento, el 18 de abril a 3.75 por ciento, el 17 de mayo a 4.25 por ciento y el 16 de agosto a 4.75 por ciento). Esto unido a los temores de incrementar la inflación a consecuencias de estas medidas y a la sostenida caída del dólar, hizo aumentar la incertidumbre en los mercados internacionales. En este escenario, los inversionistas norteamericanos "castigaron" preferentemente los títulos latinoamericanos, dado que en sus portafolios son los que presentan una mayor cuota de riesgo.

Cuadro 7
Colocación de ADRs de empresas chilenas en los mercados internacionales *a/*

Empresa	Fecha	Mercado	Colocación inicial	Inflows <i>b/</i>	Total <i>c/</i>	% actual de la empresa	Precio inicial	Precio al 30/12/94	Variación nominal (%) <i>d/</i>
CTC	20/07/90	NYSE-USA	92.6	836.6	929.2	23.6	15.12	77.38	411.7
CHILECTRA <i>e/</i>	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	NYSE-USA	64.9	118.3	183.2	20.5	15.12	25.89	71.1
MASISA	17/06/93	NYSE-USA	54.7	168.4	223.1	36.8	15.75	23.25	47.6
SOQUIMICH	21/09/93	NYSE-USA	94.0	81.0	175.0	30.0	25.75	29.50	14.6
ENERSIS	18/10/93	NYSE-USA	55.4	144.7	200.1	5.7	18.00	25.25	40.3
CRISTALES	25/01/94	NYSE-USA	96.0	-8.4	87.6	27.1	23.87	17.50	-20.0
O'HIGGINS	19/05/94	NYSE-USA	70.0	13.7	83.7	15.8	14.25	16.88	18.4
LAB. CHILE	28/06/94	NYSE-USA	26.6	19.4	46.0	14.0	14.50	20.75	45.6
EMB. ANDINA	06/07/94	NYSE-USA	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	NYSE-USA	62.0	122.1	184.1	12.1	23.00	23.75	3.3
ENDESA	26/07/94	NYSE-USA	52.8	157.3	210.1	3.0	22.30	26.13	18.1
CONCHA Y TORO	13/10/94	NYSE-USA	54.0	-10.8	43.2	23.1	18.80	17.38	-7.6
TELEX CHILE	13/10/94	NYSE-USA	76.5	-21.3	55.2	10.2	18.79	11.63	-38.1
BANCO OSORNO	04/11/94	NYSE-USA	144.0	-53.1	90.9	35.9	13.50	11.75	-13.0
PROVIDA	16/11/94	NYSE-USA	70.0	-0.8	69.2	22.5	19.00	18.88	-0.7
TOTALES			1293.2	1818.2	3111.4				

Fuente: Elaboración propia en base a 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 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 50 a acciones; Télex Chile a 2 acciones; Banco Osorno y AFP Provida 1 acción.
- b/* Contabiliza las compras de acciones ordinarias efectuadas por extranjeros en Chile convertidas posteriormente en ADRs.
- c/* Representa la colocación de ADR chilenos en los mercados internacionales (Colocación inicial más operaciones "inflows").
- d/* Variación nominal del valor de los ADR en los mercados internacionales desde el momento de su 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 "over the counter market" (mercado fuera de rueda).

Este aumento en la volatilidad en el precio de las acciones tiene no sólo efectos a nivel de las empresas, sino también a nivel macroeconómico. Importantes fluctuaciones de estos precios tienden a afectar el comportamiento de los agentes económicos en tanto alteran la propensión al gasto. Estos cambios, mediante su efecto en la composición y volumen de la demanda agregada pueden complicar el manejo macroeconómico. Por ejemplo, una burbuja bursátil tenderá a expandir

la demanda interna (vía efecto riqueza) lo que puede atentar contra las metas inflacionarias de la autoridad monetaria, obligando a esta última a incrementar las tasas de interés con el fin de mantener un programa coherente de expansión del gasto agregado de la economía. Otro posible efecto tiene que ver con la inestabilidad macroeconómica que puede producirse a consecuencia de la volatilidad del tipo de cambio real y/o caída de precios de las acciones como resultado de una salida abrupta y voluminosa de los capitales externos invertidos en instrumentos financieros en el país. Así una fuerte caída de los precios de las acciones podría deprimir la demanda interna (vía efecto riqueza), lo que podría deprimir la actividad económica. A la vez, una fuerte caída del precio de las acciones, puede, debido a importantes vínculos entre la actividad bursátil y el sistema bancario, crear riesgos para la estabilidad del sistema financiero local. Igualmente la volatilidad adicional del tipo de cambio, ligada a la volatilidad en las compras y ventas de acciones nacionales por extranjeros, complica en forma importante, el manejo macroeconómico. Ambos aspectos han sido dramáticamente ilustrados por la experiencia mexicana reciente.

El interés por los títulos chilenos se ha intensificado cuando se producen diferenciales de precio importantes entre el mercado local y el mercado externo. Estos diferenciales los aprovechan los inversionistas extranjeros, produciéndose el proceso de "inflows". Este proceso es el que se está dando con mayor frecuencia en la actualidad; lo que ha significado que las acciones compradas en el mercado local y luego convertidas en ADRs tengan un valor de US\$ 1818 millones (véase Cuadro 7) . Además, desde la perspectiva del inversionista extranjero, los ADRs tienen dos atractivos adicionales: no están sujetos a impuestos sobre la ganancia de capital que se exige a la inversión extranjera directa, y tienen liquidez inmediata.

Algunos observadores han señalado la asimetría entre las dos etapas de colocación de títulos chilenos en el exterior. Por esta razón, se podría pensar en una opción que limitara en alguna medida la facilidad de colocar ADRs en la segunda etapa. Una posibilidad sería colocar un tope al porcentaje de acciones totales de la empresa que pueden pasar a ser ADRs. En todo caso, sería necesario estudiar en mayor profundidad si dicho reglamento sería deseable, cuales serían sus beneficios y costos, y cual sería la mejor manera de reducir la asimetría entre ambas etapas. Al analizar los beneficios y costos de algún tipo de modificación en la reglamentación de ADRs, habría que enfatizar los beneficios macroeconómicos de reducir la volatilidad del precio de las acciones y el tipo de cambio, y compararlo con posibles efectos microeconómicos asociados al mayor costo del capital para algunas empresas. En relación a lo segundo, cabe destacar que también la volatilidad tiene fuertes costos microeconómicos para las empresas.

Por otro lado, al disminuir sustantivamente los diferenciales de precios entre ambos mercados, se ha constatado que otros factores, como el impuesto a las ganancias de capital, han incentivado la compra de acciones en el mercado local las cuales son inmediatamente transformadas en ADRs en la Bolsa de Nueva York. El impuesto a la ganancia de capital, que equivale al 15 por ciento del diferencial entre el precio de compra y venta de una acción, desincentiva el mantener estos papeles en el país. De esta manera, más que un arbitraje de precios entre las Bolsas de Santiago y Nueva York, se está produciendo un arbitraje de impuestos, juego en el cual el mercado local tiene una clara inferioridad. En este sentido, es evidente que el mercado chileno tiene desventajas naturales frente a la Bolsa de Nueva York, como es su menor liquidez y el que las transacciones no se realizan en dólares. De este modo, 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 York³⁰. Esta situación ha despertado gran preocupación entre los operadores nacionales, Pablo Yrarrázabal, presidente de la Bolsa de Comercio de Santiago, expresó que de persistir este fenómeno 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 y fomentar 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 "en ningún momento estamos criticando el concepto de ADRs 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 norteamericano y hayamos liquidado un sector como éste que ha sido uno de los más pujantes del país" (El Mercurio, 10 de octubre 1994).

Durante 1994 luego de un período de mucha cautela, producto de la inestabilidad de los mercados internacionales, once nuevas empresas chilenas han realizado emisiones de ADRs (véase Cuadro 7). Además existen varias empresas que están preparando nuevas emisiones, lo cual indicaría que hacia 1995 serían más de 25 las compañías chilenas en transar sus acciones en los mercados bursátiles externos y se estima que obtendrían recursos adicionales del orden de los US\$ 700 millones (véase Cuadro 8).

Como se aprecia en el Cuadro 8, una parte importante de los recursos obtenidos por empresas chilenas a través de los ADRs han sido destinados 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 sección IV y el estudio de caso de Chilectra).

Estos antecedentes permiten levantar la tesis que Chile pasa a ser un "centro de reciclaje" de recursos externos. La habilidad empresarial, la disminución del riesgo-país, como la creciente reputación de las empresas chilenas han 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 los países limítrofes (Argentina y Perú) ha sido la tendencia imperante. Aprovechando el know-how adquirido por las empresas chilenas durante los últimos años a nivel local, la búsqueda de nuevas oportunidades de negocios en países con idiosincrasias similares y, en particular, los grandes incentivos, de importantes ganancias de capital a través de los programas de privatizaciones, han sido los factores explicativos más importantes de este fenómeno.

Como se ilustra en el Cuadro 8 y en el estudio de caso de Chilectra, lo interesante es que la obtención de fondos externos mediante la colocación de ADRs se ha hecho fundamentalmente con el objeto de financiar inversiones realizadas por empresas chilenas en el extranjero, principalmente

³⁰ Entre fines de septiembre y principios de octubre de 1994 más de US\$ 174 millones de dólares en acciones de Endesa y Chilgener abandonaron el mercado local transformadas en ADRs. El 30 de septiembre se remató el 1.07 por ciento de las acciones de Endesa en US\$ 72.2 millones, títulos que fueron transformados rápidamente en ADRs de la misma empresa. Esta se constituyó como la mayor operación de este tipo registrada en el país. Pero el récord duró poco, una semana después se anunciaba el remate del 6.1 por ciento de Chilgener, una operación que recaudó US\$ 102 millones y que también fue transformada en ADRs.

en privatizaciones en países limítrofes. Esta situación de acuerdo a las primeras evaluaciones permitiría suponer que en el futuro se producirán importantes ingresos de recursos por la vía de los retornos de las utilidades generadas por estas inversiones en el exterior³¹.

Este mismo proceso ha permitido la buena aceptación inicial de los papeles chilenos en Nueva York. Uno de los factores que influye en una buena colocación de ADRs es que la empresa emisora tenga un potencial de crecimiento a partir de los recursos que recibe, asegurando un aumento de las utilidades en el futuro. En este caso, diversos grupos empresariales chilenos han continuado anunciando y concretando numerosos proyectos de expansión, tanto en el ámbito local como internacional, lo que en el corto y mediano plazo deberían reportarles mayores ingresos.

³¹ Cabe señalar que no siempre inversiones en el extranjero generan utilidades. Un estudio reciente del Federal Reserve Bank of New York sugiere que las empresas en Estados Unidos compradas recientemente por el capital extranjero tienen, en promedio, pérdidas (Financial Times, 5 de Noviembre de 1994).

Cuadro 8
Usos de los recursos obtenidos con emisiones internacionales de acciones

Empresa	Sector	Destino de los recursos obtenidos por medio de la 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 detalle ver estudio de caso de CTC).
Distribuidora Chilectra Metropolitana (CHILECTRA) <u>a/</u>	Distribución de energía eléctrica	Enersis mediante Chilectra realizó esta emisión de ADRs para financiar inversiones en el sector eléctrico en Argentina. En mayo de 1992 Enersis y Chilectra formaron parte (con un 12 por ciento) 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 por ciento (para más detalle ver estudio de caso de Chilectra).
Compañía Cervecerías Unidas (CCU) <u>b/</u>	Embotelladora de bebidas	Financiamiento para su plan de expansión, fundamentalmente a nivel local
Manufacturas de Cobre (MADECO) <u>b/</u>	Manufacturas de metales	Con estos recursos, junto con la colocación de acciones en el mercado nacional, se generaron cerca de US\$ 100 millones 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, durante 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 en operación desde mediados de 1994 para la fabricación de tableros aglomerados, y la segunda que estará terminada a fines de 1995 para la producción tableros MDF (medium density fiberboard) de fibra de madera, utilizados para la fabricación de muebles. Para el financiamiento de estos proyectos se utilizó, además de los ADRs, un crédito del IFC contratado en Argentina por US\$ 11 millones, a diez años plazo.
Sociedad Química y Minera de Chile S.A. (SOQUIMICH)	Industria química	Los recursos obtenidos serán utilizados para financiar una carpeta de proyectos futuros, principalmente en Minsal, donde SQM Potasio S.A. es propietaria del 75 por ciento, el restante 25 por ciento está en manos de Corfo.
Enersis <u>c/</u>	Distribución de energía eléctrica	Los recursos obtenidos por medio de esta emisión serán utilizados para seguir participando en los procesos de privatización del sector eléctrico en América Latina. Enersis esta particularmente interesada en ElectroLima y ElectroPerú. En julio de 1994, Enersis y Chilectra formaron parte del consorcio que se adjudicó el 60 por ciento Edelnor (distribuidora eléctrica de la zona norte de Lima) en US\$ 176.5 millones. Con esto Chilectra se convirtió en la distribuidora eléctrica más grande de Latinoamérica, con 3.8 millones de clientes (véase estudio de caso de Chilectra).
Cristalerías Chile	Minerales no metálicos	Estos recursos serán utilizados en la modernización de la planta
Banco O'Higgins <u>b/</u>	Banco comercial	Mediante esta emisión efectuó un aumento de capital de aproximadamente US\$ 70 millones, equivalente al 12 por ciento del capital de la institución. Los nuevos recursos tienen por finalidad financiar el crecimiento de las operaciones de banco tanto en Chile (ampliar la base de clientes de medianas empresas y personas) 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 por ciento del Banco Internacional de Perú (Interbanc), proceso que finalmente abandono 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 por ciento del Banco Popular Argentino, lo que implicaría una inversión de US\$ 40 millones. El interés de entrar a Perú no ha pasado, ya que ha manifestado su interés en el Banco Continental, segundo banco más grande del Perú. Adicionalmente, con los recursos de los ADRs 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 por ciento, para totalizar US\$ 66 millones. Con estos recursos se pretende implementar un plan de expansión por unos US\$ 70 millones, gran parte destinados a poner en operación producciones propias en Perú (US\$ 15 millones) y Argentina (entre US\$ 30 y US\$ 40 millones). A nivel local se pretende dotar a la empresa de nuevos niveles de productividad para contar con la aprobación del Food & Drugs Administration (FDA) de EE.UU., y así incrementar sus exportaciones

Empresa	Sector	Destino de los recursos obtenidos por medio de la 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 por ciento de los activos de Río de Janeiro Refrescos, embotelladora de Coca Cola en esa ciudad de Brasil, operación que demandó US\$ 120 millones. A esta empresa Andina apporto un capital adicional de más de US\$ 30 millones. Además existen proyectos de internacionalización, en el mismo rubro de la empresa en Perú, Argentina y Paraguay.
Chilctra Quinta Región (Chilquinta SA)	Distribución de energía eléctrica	Financiar plan de expansión de la Central Puerto (Argentina), generadora de electricidad cuyo 60 por ciento fue adjudicado a un consorcio formado por empresas chilenas, donde Chilquinta tiene el 15 por ciento. 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) donde Chilquinta formando parte de un consorcio (con un 42 por ciento) se la adjudicó con una oferta de US\$ 212 millones.
Chilgener	Generación de energía eléctrica	Obtener recursos (unos US\$ 62 millones) para financiar su participación en licitaciones del sector eléctrico de Argentina y Perú, en especial su participación en la privatización del 60 por ciento de Electrolima Generación (Perú). Financiar la adjudicación del 59 por ciento de la hidroeléctrica Piedra del Aguila (Argentina) y la rehabilitación de la Central Puerto (Argentina). Además de obtener recursos para financiar mejoras de infraestructura a nivel local como la construcción de una planta termoeléctrica en el SIC o transformación de la Central Renca.
Empresa Nacional de Energía S.A. (ENDESA)	Generación de energía eléctrica	La colocación de ADRs es parte de un aumento de capital que se realizó a fines de 1993 y que en total le significó recursos por US\$ 148.6 millones (US\$ 56.8 millones por concepto de ADRs y una cifra del orden de los US\$ 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 financiar el plan de desarrollo de la empresa que tiene prevista para 1994 participar en la licitación de Edegel, filial de generación surgida de la división de ElectroLima y eventualmente en la de Electroperú. Como así mismo en el desarrollo de centrales eléctricas como la de Pangue, y participar en futuros proyectos de infraestructura en Chile.
Télex Chile	Telecomunicaciones	Télex Chile recaudó US\$ 76 millones en su colocación inicial de ADRs, la que podría superar los US\$ 100 millones 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; como así mismo tomar participación en cables de fibra internacionales. Para tal efecto, adquirió el 96 por ciento de la red de telecomunicaciones TEXCOM, empresa que posee participaciones de entre el 19.9 y 100 por ciento en compañías de larga distancia constituidas como carriers en EE.UU., Colombia, Venezuela, Bolivia y Perú.
Viña Concha y Toro	Bebidas alcohólicas	Concha y Toro recaudó US\$ 54 millones, lo que podría llegar a US\$ 75 millones una vez colocado el saldo. Los que se utilizarían para reducir pasivos por un monto de US\$ 33 millones. Además se busca potenciar la marca a nivel internacional, desarrollar nuevos productos, mercados y distribución, con un costo de US\$ 25 millones. Inversiones en proyectos agrícolas, plantaciones y bodegas por US\$ 22 millones. Constituir un joint venture con Distillers Chile, filial de la empresa británica IDV.
Banco Osorno	Banco comercial	Banco Osorno recaudó unos US\$ 144 millones a través su emisión de ADRs. Parte de estos recursos se usarán par prepagar el total de la deuda subordinada que se mantiene con el Banco Central, la cual asciende a unos US\$ 98 millones. También se utilizarían para financiar la reciente adjudicación del Interbanc en Perú.
AFP Provida	Administradora de fondos de pensiones	Provida recaudó unos US\$ 70 millones mediante la colocación de ADRs en los Estados Unidos. Los recursos obtenidos permitirán financiar la estrategia de internacionalización de la empresa a nivel latinoamericano. A la fecha, Provida posee el 20 por ciento de AFP Horizonte de Perú y 20 por ciento en la AFP Porvenir de Colombia. En estos proyectos los recursos comprometidos alcanzan los US\$ 10 millones, los que han sido financiados con fondos provenientes de utilidades retenidas y con deuda. Sin embargo, la intención es que las demandas futuras de recursos se financien con este aumento de capital.

Empresa	Sector	Destino de los recursos obtenidos por medio de la emisión de ADRs.
FUTURAS EMISIONES DE ADRs		
Empresa Nacional de Telecomunicaciones (ENTEL)	Telecomunicaciones	A principios de 1995 Entel efectuaría un aumento de capital de US\$ 350 millones, de los cuales US\$ 150 se realizarían mediante el mecanismo de ADRs. Estos se utilizarían para participar en las privatizaciones de las principales empresas de telecomunicaciones de Perú (Entel Perú y Compañía Peruana de Teléfonos), en sociedad con Telefónica de España. Financiamiento para la construcción en EE.UU. de Americatel, empresa de servicios de larga distancia internacional; y para los convenios de ruta directa con telefónica LD de Puerto Rico, Telmex de México, Guatel de Guatemala, Codetel de Rep. Dominicana y Mercury de Reino Unido. Finalmente, para participar en dos sociedades de teléfonos 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 ADRs, la cual se estima sería de unos US\$ 50 millones. Gran parte de los recursos obtenidos por 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, la que esta participando en todo el país con medios arrendados a CTC Mundo.
Telefónica del Sur ^{b/}	Telecomunicaciones	En el mes de noviembre de 1994 Telefónica del Sur podría colocar sus ADRs o al momento que se resuelva el tema de la fijación de tarifas. La empresa utilizaría los recursos (US\$ 50 a US\$ 70 millones) en ampliar su participación en telefonía celular, financiar proyectos de televisión por cable y cubrir algunos requerimientos financieros.
Compañía de Petróleos de Chile (COPEC)	Holding de empresas	Los recursos obtenidos a través de esta emisión servirían para financiar un proyecto de celulosa en Valdivia, que involucraría recursos por sobre los US\$ 1000 millones. Este es un proyecto que esta siendo llevado adelante por Copec y Celulosa Arauco asociadas en partes iguales.
Supermercados Santa Isabel	Supermercados	A principios de 1995, Santa Isabel estaría emitiendo ADRs con lo cual espera obtener recursos por unos US\$ 70 millones. Se estima que el 25 por ciento de las acciones de Supermercados Santa Isabel serán ofrecidos en NYSE. Estos recursos permitirán financiar la construcción de un mall en Viña de Mar (US\$ 40 millones) y la expansión de sus operaciones en Perú (US\$ 30 millones), donde ya existen 5 supermercados de la cadena.
Compañía de Aceros del Pacífico (CAP)	Siderúrgica	A fines de 1994 o principios de 1995 CAP pretende realizar una emisión de ADRs donde obtendría unos US\$ 120 millones.
Chilesat	Telecomunicaciones	A fines de 1994 o principios de 1995 Chilesat pretende realizar una emisión de ADRs donde obtendría unos US\$ 100 millones.

Fuente: Elaboración propia en base a informaciones publicadas en la prensa especializada, (Estrategia, El Diario, El Mercurio y La Segunda); y material de entrevistas.

^{a/} La Distribuidora Chilecta Metropolitana pertenece en un 74.5 por ciento a Enersis.

^{b/} Pertenece al grupo chileno Luksic.

^{c/} Este aumento de capital que equivale a algo más de US\$ 63 millones, se suma a otros US\$ 155 millones obtenidos en Chile en el período de oferta preferente de acciones que se realizó entre el 16 de agosto y 15 de septiembre de 1993. Los cuales se adicionan a US\$ 130 millones obtenidos en el mes de agosto de 1993 mediante un crédito sindicado de largo plazo, el préstamo más grande otorgado a una empresa chilena en los últimos diez años y a la tasa de interés más baja del mismo período. De esta manera Enersis durante 1993 captó unos US\$ 348 millones en los mercados nacional e internacional.

2. Fondos de inversión de capital extranjero.

En Chile existen dos tipos de fondos de inversión de capital extranjero (FICE), los que se acogieron al Anexo 2 de Capítulo XIX del CNCI, hoy en desuso; y aquellos que operan en el marco legal establecido por la Ley No. 18.657³². Este último mecanismo es aquel a través del cual se han canalizado la mayor cantidad de recursos para la constitución de estos fondos. La operación de este tipo de fondos se remonta a agosto de 1989, cuando la Superintendencia de Valores y Seguros autorizó el funcionamiento de dos de estas entidades en el país. A fines de 1989 ya eran cinco los fondos autorizados, y a diciembre de 1994 alcanzaban a 19 los FICE que operaban el país los cuales habían realizado aportes por más de US\$ 500 millones, los que en su mayoría se encontraban invertidos en títulos accionarios. En cuanto a los fondos más activos, destaca GT Chile Growth Fund, que hasta diciembre de 1994 había acumulado aportes por US\$ 99.5 millones, los cuales fueron invertidos en instrumentos financieros, principalmente acciones por un valor que a la fecha alcanzaba los US\$ 550 millones, y había realizado remesas netas de beneficios por US\$ 15.9 millones. Pero sin duda un caso interesante es el de The Chile Fund Inc. que con aportes de US\$ 74.3 millones y un patrimonio actual con un valor de US\$ 280 millones ya ha efectuado remesas netas de beneficios por US\$ 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 ha ido decayendo (véase los Cuadros 1 y 9). El auge de los FICE se vivió entre los años 1989 y 1991, período en que los aportes sumaron US\$ 395.6 millones, representando más de 78 por ciento del total invertido mediante este mecanismo en el país. Las grandes rentabilidades proporcionadas por el mercado accionario fue sin duda lo que motivó este significativo ingreso de capitales. En este sentido, cabe recordar que en 1991 las acciones más transadas registraron un retorno superior a 100 por ciento real.

Posteriormente, la inestabilidad de la Bolsa de Valores local y el gran crecimiento experimentado por otros mercados latinoamericanos³³, así como el hecho que otros mecanismos (por ejemplo ADRs) también permitían inversiones en acciones chilenas, determinó que los fondos extranjeros disminuyeran notoriamente el flujo de recursos, e iniciaran un período de retiro de ganancias. De este modo, en 1993 las remesas totalizaron US\$ 53 millones, mientras que durante 1994 ya sumaban US\$ 106 millones.

A fines de 1994, los FICE mantenían en el país recursos por un valor de mercado de más de US\$ 2091 millones de los cuales más del 96 por ciento eran acciones de empresas que cotizan en la Bolsa, principalmente en aquellas del sector eléctrico y de telecomunicaciones. El portafolio accionario de los FICE exhibe una gran concentración, ya que sólo seis títulos acumulan más del 52 por ciento de sus inversiones. Entre los papeles favoritos destacan Endesa (13.4 por ciento), CTC (9.4 por ciento), Copec (7.8 por ciento), Enersis (7.6 por ciento), Embotelladora Andina (7.5 por ciento)

³² La Ley No. 18657 autoriza y regula el funcionamiento de los FICE desde el 29 de septiembre de 1987. Pueden acogerse a esta Ley las entidades autorizadas conforme al DL 600 o a los Capítulos XIV y XV del CNCI previo informe de la Superintendencia de Valores y Seguros. Estas regidas por esta normativa las entidades organizadas como FICE que capten recursos fuera de Chile, mediante la colocación de cuotas de participación en algún mercado de valores en el exterior (fondos de colocación pública), o ingresen al país capitales aportados directamente por inversionistas institucionales extranjeros (fondos privados), para ser destinados a la compra de valores de oferta pública emitidos en Chile.

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

y Chilgener (6.3 por ciento). Otras inversiones de menor importancia de los FICE son los depósitos a plazo (1.9 por ciento) y los títulos estatales (1.7 por ciento).

Los FICE, también han alcanzado importantes participaciones en la propiedad de algunas empresas chilenas. De este modo, dentro de las 120 sociedades en que tienen recursos, en 11 de ellas poseen más de un 10 por ciento del capital social. Entre estas, destaca la cervecera de Punta Arenas, en la cual los FICE son dueños de más del 20 por ciento de la firma. Otras empresas importantes donde los FICE tienen una importante participación son Cerámica Cordillera (17.4 por ciento), Embotelladora Andina (14 por ciento), Provida (9.3 por ciento), Bata (9.1 por ciento), Compañía de Aceros de Pacífico (8.1 por ciento) y Laboratorios Chile (8.1 por ciento).

Cuadro 9
Fondos de inversión de capital extranjero (FICE) a/: Inversión por instrumento
(millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Número de Fondos	5	9	13	16	17	19
Acciones	...	361.4	871.4	1024.9	1524.9	2020.7
Otros activos	...	96.2	89.4	71.4	48.0	70.4
Total Activos b/	...	457.6	960.6	1096.3	1572.9	2091.1
Aportes acumulados a diciembre	86.0	338.7	395.6	447.0	483.3	506.7
Remesas acumuladas a diciembre	75.1	128.1	233.8

Fuente: Elaboración propia en base a información publicada en el Boletín Mensual de la Superintendencia de Valores y Seguros.

a/ Fondos de inversión extranjeros constituidos al amparo de la Ley No. 18.657.

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

El aparente desinterés apreciado durante 1994 por incrementar sus operaciones en el país tiene como una de sus causas la creciente incertidumbre que estaba afectando a los mercados bursátiles no sólo en Chile sino a nivel mundial. Esta situación ha derivado en una caída de los activos que en forma global administran estos fondos-país, y ha reducido el porcentaje del portafolio que orientan a cada mercado. La persistente tensión frente a nuevas alzas de tasas de interés en Estados Unidos, y el debilitamiento del dólar frente a otras monedas, ha contribuido a desincentivar este tipo de alternativa. Por lo tanto, actualmente, los inversionistas están menos dispuestos a tener cuotas de estos fondos, y pueden verse motivados a enajenar o bien colocar menos dinero en estos fondos de capital. Esta situación es especialmente fuerte en Chile, ya que los fondos se orientan hacia acciones de un número reducido de empresas abiertas. Durante el primer semestre de 1994, algunas de ellas sufrieron fuertes bajas de precios, como la registrada por CTC con una caída acumulada de más de 22 por ciento.

Por otro lado, la creciente colocación de ADRs de empresas chilenas en el mercado norteamericano, es sin duda un factor que también ha motivado una menor presencia 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 un límite de tiempo mínimo, y sin cancelar el impuesto a las ganancias de capital establecidos en 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, después de 1981, no se concretó hasta mediados de 1993. La primera empresa en utilizar este mecanismo fue la Compañía de Teléfonos de Chile (CTC), colocando US\$ 71.8 millones en bonos convertibles en acciones. Esta fórmula permite al inversionista extranjero transformar el instrumento de deuda en acciones de la compañía pasado un determinado período de tiempo (véase estudio de caso de CTC). Otras dos empresas optaron por la colocación de eurobonos, Celulosa Arauco y Constitución y la compañía de navegación Sudamericana de Vapores (CSAV), ya que eran empresas que mostraban un alto nivel de capitalización, por lo que les convenía tener un cierto grado de endeudamiento antes de diluir aún más los dividendos repartidos entre accionistas. En el caso de CSAV, a mediados de 1993 efectuó una emisión de eurobonos por US\$ 100 millones, que fueron colocados a una tasa anual de 7.375 por ciento, hasta esa fecha la más baja lograda por una empresa latinoamericana, para un plazo largo (10 años). La CSAV tenía amplio margen para aumentar su endeudamiento, a fines del primer trimestre de 1993 sus pasivos alcanzaban a solo el 16 por ciento de su capital, muy por debajo del 37 por ciento que, en promedio, presentan las empresas más transadas en la Bolsa. En marzo de 1994, después de la colocación, su endeudamiento alcanzaba el 48 por ciento (Turner, 1994). Finalmente, Celulosa Arauco y Constitución efectuó una emisión de eurobonos por US\$ 150 millones (véase Cuadro 10).

Cuadro 10
Emisiones internacionales de bonos por parte de empresas privadas chilenas

Deudor	Acreedor	Monto autorizado (millones de US\$)	Fecha contrato	Tasa de interés (porcentaje)	Plazo total (meses)	Saldo al 31-12-93 (millones de US\$)
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 rápida y masivamente principalmente por dos razones. Primero, a consecuencia de las restricciones establecidas por el Gobierno para la emisión de bonos dentro de su política de control a los ingresos de capital externo³⁴. Segundo, ya en los años noventa y con el desarrollo del sistema privado de fondos de pensiones, créditos domésticos de largo plazo estuvieron

³⁴ El Gobierno exigía contar con una clasificación de riesgo por parte de la Comisión Clasificadora de Riesgo de los Fondos de Pensiones por dos clasificaciones mínimas equivalentes a BBB+ ("investment grade") efectuadas por firmas internacionales clasificadoras de riesgo. Estas medidas fueron levantadas en abril de 1994.

disponibles para todos los prestatarios calificados, frecuentemente a tasas bastante competitivas. A consecuencia de su aversión al riesgo cambiario, muchos prestatarios preferían estos fondos domésticos.

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

IV. LA INTERNACIONALIZACION DE LAS EMPRESAS CHILENAS: UN PROCESO INTENSIVO EN CAPITAL EXTERNO

En Chile, a fines de la década de los ochenta un grupo de empresas líderes presentaban un alto nivel de gestión y participaban en un mercado local competitivo y ordenado, logros alcanzado en parte debido a un prolongado período de exposición a las políticas de liberalización y apertura. En varias actividades se desarrollaron ventajas competitivas importantes, tal es el caso de las empresas de telecomunicaciones, de generación y distribución eléctrica, las administradoras de fondos de pensiones (AFP), las imprentas y editoriales, los supermercados y multitiendas y algunos rubros específicos de la industria manufacturera. Dicha situación llevó a una rápida maduración de mercados, con crecimientos que empezaban a estancarse. Sin embargo, no existían suficientes alternativas expeditas para acceder al volumen de recursos que involucraba la expansión de sus operaciones en el exterior. Tal como se dijo anteriormente, las principales limitaciones provenían de la política gubernamental para el control de los movimientos de capital³⁵ y la desconfianza que aún existía hacia 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 los ochenta, generó los recursos necesarios para la expansión a nivel nacional de estas empresas líderes. Sin embargo, hacia fines de la década, se buscaron otras formulas para acceder a nuevos mecanismos de financiamiento. El interés creciente que tuvieron los inversionistas institucionales sobre la Bolsa local, y el desarrollo de mecanismos como los FICE, fueron los primeros pasos para que las grandes empresas chilenas ingresaran efectivamente a un proceso creciente de globalización financiera. La inclusión de estas empresas en el "portafolio emergente" de estos grandes inversionistas, significó que ellas fueran evaluadas por empresas internacionales clasificadoras de riesgo, permitiéndoles un acceso creciente a los mercados de capital, especialmente para la colocación de instrumentos de deuda.

Paralelamente, a este proceso algunas empresas chilenas recurrieron a otras fórmulas para acceder al financiamiento externo. Entre ellas destaca la creación de filiales en "paraísos fiscales", como las Islas Caimán, para poder acceder a créditos sindicados de instituciones financieras. Esto

³⁵ Los bancos locales eran renuentes a otorgar créditos de largo plazo en dólares, y ninguno podía prestar más del 5 por ciento de su capital a un solo cliente sin exigir garantías reales. Esto limitaba el monto que cada institución podía prestar a un cliente determinado. Además, las empresas de mayor tamaño, como las eléctricas Endesa o Chilgener, ya no podían aspirar a obtener financiamiento por parte de las AFPs, cuyos activos suman más de US\$ 15000 millones, una tercera parte del PIB chileno. Ambas empresas ya se encontraban topadas en los límites de inversión que la normativa les imponía a las AFPs para la adquisición de acciones y bonos. Adicionalmente, las regulaciones del Banco Central establecían barreras para autorizar una emisión de ADRs o Eurobonos como que la emisión fuera por un mínimo de US\$ 50 millones, y que las empresas tuvieran una clasificación de riesgo igual o superior al del país. A estas limitaciones se sumó el encaje sobre todos los créditos externos dispuesto por el Banco Central de Chile en 1991, con el objeto de desalentar la entrada de capitales especulativos de corto plazo.

permitía llegar con financiamiento competitivo a las primeras incursiones en el exterior, fundamentalmente en Argentina³⁶. Este mecanismo les permitió a las empresas obtener divisas a través de créditos de corto plazo, que les fueron proporcionados en forma rápida por bancos comerciales, respondiendo así a la urgencia con que se presentaron las oportunidades de inversión. Sin embargo estos fondos resultaron insuficientes para el financiamiento de las inversiones chilenas en el exterior.

De esta manera, las empresas tuvieron que entrar al más exigente mercado internacional de los inversionistas institucionales. Ello coincidió con un momento en que dichos inversionistas se interesaban mucho más por invertir en América Latina (Griffith-Jones, 1994). La colocación de valores en estos mercados, principalmente ADRs y más recientemente bonos, permitió acelerar el proceso de globalización financiera de este grupo de empresas líderes lo que les dio rápido acceso a capital fresco y les entregó la oportunidad de obtener a créditos de largo plazo en dólares. Mediante este mecanismo, las empresas han logrado obtener recursos para refinanciar sus compras en el exterior³⁷ (véase Cuadro 11).

La alternativa preferida por las empresas de mayor tamaño ha sido el aumento de capital. Mientras empresas de gran tamaño y renombre internacional acceden con cierta facilidad al financiamiento internacional, las sociedades 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 a través de la apertura de la propiedad accionaria de la empresa en la Bolsa de Santiago. Santa Isabel emitió en marzo de 1993 acciones equivalentes al 25 por ciento de su capital accionario y logró captar un monto cercano a los US\$ 20 millones.

Hasta fines del año 1990 las inversiones chilenas en el exterior eran muy poco significativas, alcanzando un monto total acumulado de US\$ 178 millones, los cuales comenzaron a incrementarse de manera muy importante una vez que el Banco Central de Chile flexibilizó las normas a través de las cuales estas inversiones podían realizarse³⁸, las cuales habían alcanzando a diciembre de 1994

³⁶ Entre las empresas que utilizaron este mecanismo destaca Endesa que creó Endesa-Chile Overseas Co. en las Islas Caimán para obtener recursos financieros 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 conseguir parte de los US\$ 25 millones de dólares que requería como anticipo para adjudicarse la siderúrgica argentina Somisa.

³⁷ Un buen ejemplo de este proceso es la experiencia del holding eléctrico Enersis. Una de sus filiales, Chilectra, en febrero de 1992 realizó una emisión de acciones en Chile con la posterior colocación de ADRs bajo la Regla 144A por US\$ 73 millones lo que sumado a la oferta interna reportó un monto de US\$ 150 millones de nuevo capital a la compañía. Dicha colocación, fue realizada fundamentalmente para darse a conocer en los mercados internacionales. Por su parte Enersis comenzó el proceso de colocación de ADRs en el mes de septiembre de 1993 con la emisión de US\$ 155 millones en el mercado nacional provenientes de ofertas preferentes. La colocación en los mercados internacionales de Enersis, se realizó en el mes de octubre alcanzando US\$ 55 millones. La creciente exposición en los mercados internacionales, le permitió a Enersis en agosto de 1993, concretar un crédito sindicado por US\$ 130 millones a 5 años plazo y a tasas que van entre Libor más 1 por ciento y Libor más 1.375 por ciento con un conjunto de bancos principalmente de Europa. En total se recaudaron US\$ 210 millones, lo que sumados a los recursos del crédito sindicado dan un total de casi US\$ 340 millones que Enersis obtuvo en 1993 (véase estudio de caso de Chilectra).

³⁸ El mecanismo legal a través del cual se han realizado este tipo de operaciones es el llamado Capítulo XII del CNCI del Banco Central. Este instrumento legal establecía que las remesas de divisas destinadas a realizar en el exterior inversiones o aportes de capital, debían efectuarse exclusivamente en el mercado formal y con la autorización del Banco Central. A partir

un monto acumulado de US\$ 1905.9 millones³⁹ (véase Gráfico 4).

Cuadro 11
ADRs, 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
Acumulado 1990 - junio 1994	1577.8	324.1	1184.5

Fuente: Banco Central de Chile.

- a/ ADRs netos de reexportaciones.
 b/ Incluye a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs).
 c/ Estado de situación al 30 de junio de 1994.
 d/ El total acumulado desde 1975 asciende a US\$ 1350 millones.

Las discusiones en torno a la apertura de la Cuenta de Capitales surgieron en Chile a raíz del gran excedente de reservas netas internacionales que acumuló el Banco Central durante 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 un amplio debate, la autoridad económica aumentó la apertura de la salida de

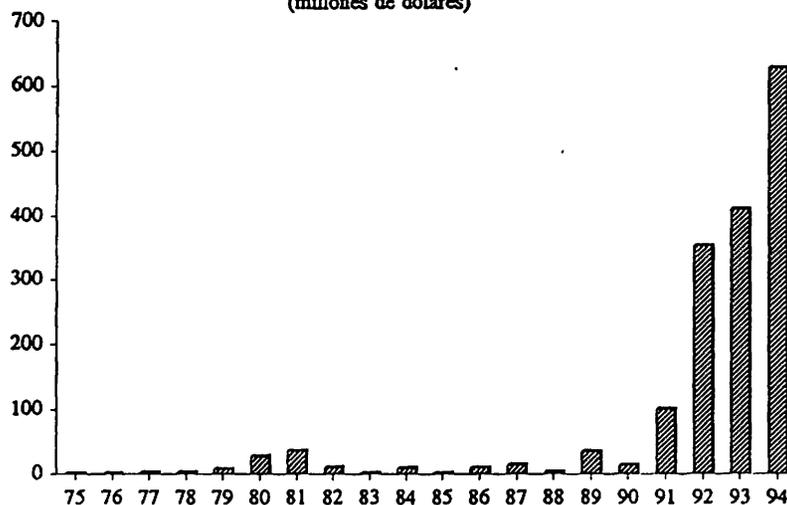
del 18 de abril de 1991 esta cláusula fue modificada, permitiendo la compra de divisas en el mercado informal, y luego en un plazo de 20 días dar aviso al Banco Central. Esta modificación fue posible ya que poco tiempo antes el Banco Central había legalizado el mercado informal o paralelo de divisas, al que podían acudir, sin problemas, los chilenos que desearan comprar dólares.

³⁹ Inversiones registradas mediante el Capítulo XII del CNCI. Sin embargo, de acuerdo a varias otras estimaciones estas cifras oficiales están muy subvaluadas. Tal es el caso de un estudio realizado por la Dirección General de Relaciones Económicas Internacionales del Ministerio de Relaciones Exteriores que estima las inversiones chilenas en el exterior para el período comprendido entre 1990 y noviembre de 1993 superan en un 70 por ciento a las cifras registradas en el Banco Central, alcanzando los US\$ 1445 millones. Por otro lado, el diario financiero Estrategia del 15 de noviembre de 1993, estimaba que entre 1990 y 1993 las inversiones chilenas sólo en Argentina superaban los US\$ 2700 millones. Aparentemente estas estimaciones más altas incluyen las ganancias de capital que han resultado posteriormente a las compras.

capitales⁴⁰; a la vez que se impusieron algunas restricciones a la entrada de capitales (Ffrench-Davis, Agosin y Uthoff, 1994).

Gráfico 4

Inversiones chilenas en el exterior a través del Capítulo XII del CNCI
(millones de dólares)



Fuente: Banco Central de Chile.

De acuerdo a las estadísticas del Banco Central, entre 1975 y diciembre de 1994 casi el 40 por ciento de las inversiones chilenas en el exterior fueron a Argentina, principalmente para la compra de activos a través del programa de privatización, donde empresas como Chilgener, Enersis, Chilquinta y Endesa jugaron un rol protagónico. Sin embargo este proceso ha sido más extendido, en la actualidad hay más de 150 empresas que pertenecen o están ligadas a chilenos. Muchas están en el área de los servicios, pero también en el sector manufacturero, especialmente de empresas medianas. También destacan aquellas que tienen una larga historia en este país, tal es el caso de la cadena de supermercados Jumbo, Di Foto y el mini-holding del grupo Luksic en la zona de Salta.

El proceso de privatizaciones llevado a cabo por Argentina, visto desde la perspectiva de los inversionistas chilenos fue todo un éxito, ya que tres de las cuatro empresas en que fue dividida la empresa Servicios Eléctricos del Gran Buenos Aires (SEGBA) quedó en poder de compañías eléctricas chilenas, si se toma en cuenta que en los consorcios ganadores éstas controlan el mayor paquete accionario. A fines de marzo de 1992, el 60 por ciento del capital accionario de la Central Puerto fue adjudicada a las empresas chilenas Chilgener (49.5 por ciento) y Chilquinta (10.5 por ciento) en US\$ 92.1 millones. En mayo de 1992, el 60 por ciento de la Central Térmica Costanera,

⁴⁰ Los primeros pasos que se dieron en este sentido fue autorizar a las AFPs a realizar inversiones en el exterior y permitir que los bancos colocaran en el exterior hasta un 25% de sus depósitos a plazo en moneda extranjera. Pero, el paso más significativo y que tuvo mayor impacto fue la liberalización del Capítulo XII del CNCI del Banco Central.

fue adjudicado al consorcio formado por las empresas chilenas Endesa (30 por ciento y operador), Enersis (9 por ciento), Chilectra (3 por ciento), la argentina Pérez Compac (15 por ciento) y la norteamericana Public Services of Indiana (3 por ciento) en US\$ 90.1 millones. Finalmente, en julio de 1992, el 51 por ciento de la empresa distribuidora EDESUR fue adjudicada por el mismo consorcio ganador de la Central Costanera en US\$ 511 millones. Sin embargo, esta vez las participaciones, por tratarse de un negocio distinto a la generación, fueron mayoritarias para las chilenas Enersis y Chilectra, que concentraron un 20.1 por ciento, lo que sumado al 5 por ciento de Endesa eleva a 25.1 por ciento la presencia chilena, seguida por el grupo argentino Pérez Compac con un 20.6 por ciento. La única empresa en la cual inversionistas chilenos no tuvieron participación fue la Empresa del Norte (EDENOR), que fue vendida al consorcio liderado por el grupo argentino Astra y donde destacan además la Electricité de Francia y la Empresa Nacional de Electricidad SA de España, por US\$ 428 millones.

También los chilenos participaron en una de las más grandes privatizaciones realizadas hasta el momento en América Latina como fue la venta de Gas del Estado (Calderón, 1993). La empresa chilena Gasco S.A. en sociedad con los argentinos José Construcciones Civiles, con un 40 por ciento cada uno, y el Banco Francés del Río de la Plata con el 20 por ciento restante, adquirió el 90 por ciento 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 US\$ 72 millones⁴¹. También dentro del proceso de privatizaciones, la Compañía de Aceros del Pacífico (CAP) en conjunto con el grupo suizo Schmidheiny (propietario a su vez del mayor porcentaje de las acciones de CAP) poseen una participación del 10 por ciento en el consorcio que se adjudicó en octubre de 1992 el 80 por ciento de la siderúrgica argentina SOMISA en US\$ 145 millones.

Otra área donde la presencia chilena en Argentina comienza rápidamente a ser muy importante es la de los servicios, especialmente en los supermercados. Sumándose a la presencia ya consolidada de la cadena Jumbo con más de 10 años en Argentina y con inversiones superiores a los US\$ 40 millones en la operación de dos hipermercados (Lugano y Unicentro) y un shopping center (Unicentro), recientemente Unimarc y Ekono-Almac decidieron expandir sus operaciones en Argentina. Por otra parte, son también importantes el grupo Boher que posee el 62 por ciento de Di Foto y el 50 por ciento en Errol's Argentina; el grupo Angelini que compró el 61 por ciento 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 los servicios, la puesta en marcha en mayo de 1994 del nuevo sistema previsional privado en Argentina ha despertado el interés de los inversionistas chilenos. El sistema cuenta con más de 20 Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión (AFJP); en tres de ellas participan capitales chilenos. Son los casos de Habitat que se asoció en partes iguales con el banco argentino Mariva (mayorista) para formar la AFJP Activa; Banmédica que junto a varios bancos y grupos locales formó la AFJP Anticipar; y Cruz Blanca que creó la AFJP Más Vida junto a la Compañía de Seguros Inca. Pero además, la experiencia y el know-how chileno han sido también

⁴¹ El Consorcio que formaba la empresa chilena Gasco presentó ofertas económicas por seis de las ocho empresas distribuidoras, adjudicándose solo la del Noroeste.

importantes e inspiradores en la conformación del sistema argentino⁴². Sin duda la presencia chilena se podría incrementar en la medida que el sistema se consolide y presente rentabilidades interesantes.

En el sector manufacturero la presencia chilena en Argentina comienza a ser cada vez más significativa. Además de la presencia en SOMISA, empresas chilenas se han diversificado comprando activos, tal es el caso de Cerámicas Cordillera que compró las fábricas de baldosas Sassuolo y San Lorenzo; la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) compró el 51 por ciento de la fábrica de pañales desechables Química Estrella, en San Luis⁴³, y en 1994 compró el 100 por ciento de la empresa Fabi con plantas productivas en Buenos Aires, Córdoba y San Luis⁴⁴; Indura compró una planta de llenado de gases y productos de soldadura en Córdoba; Cemento Polpaico compró el 12 por ciento de la Corporación Cementera Argentina (Corcemar) en US\$ 12 millones; Costa-Carrozzi compró el 60 por ciento de la fábrica de confites Bonafide y el 100 por ciento de Caramelos Rodríguez de la Fuente; Madeco compró las fábricas de cables Indelqui (cables de cobre) y Industria de Cables Lavallol (cables de aluminio); y el Grupo Boher controla el 50 por ciento de Industrias del Maíz (Imasa). Pero no todo han sido compras de activos existentes, también empresas chilenas han creado nuevas empresas en Argentina. Tal es el caso de la CMPC que está construyendo una nueva fábrica de papel tissue cerca de Buenos Aires, la que estará en pleno funcionamiento a mediados de 1995, lo que ha significado una inversión de más de US\$ 60 millones; la empresa Alusa, filial de Madeco, inauguró a fines de 1993 una nueva planta de envases en San Luis lo que significarán inversiones de más de US\$ 40 millones en el período 1993-97; y la empresa de confites Dos en Uno construyó una nueva planta en San Luis con una inversión de US\$ 14 millones. Entre las próximas inversiones destacan las de Laboratorios Chile (unos US\$ 40 millones) para la instalación de una planta productora con los recursos obtenidos mediante una emisión de ADRs; la empresa Luquetti, ligada al grupo Luksic, construirá una planta de alimentos, con una inversión de US\$ 20 millones, orientada a satisfacer el mercado argentino y del Mercosur; la empresa Masisa que ya tiene una planta en operación y está construyendo una nueva para la producción de tableros MDF, lo que significaría que Masisa acumularía inversiones por más de US\$ 120 millones solo en Argentina, parte también financiados a través de emisiones de ADR (véase Cuadro 8); la Sociedad de Productores de Leche (Soprole) invertiría unos US\$ 50 millones durante el período 1994-97 en la instalación de una

⁴² El banco español Santander, que participa en la AFJP Orígenes, cuenta en Chile con la tecnología de Bansander. El norteamericano Citibank, que asociado al Banco del Río creó Siembra, contrató un ex ejecutivo de Provida, donde tuvo participación accionaria.

⁴³ En marzo de 1991 la CMPC compró el 51 por ciento de Química Estrella San Luis, una fábrica de pañales y toallas higiénicas femeninas, pagando US\$ 25 millones. Allí comenzó a producir las marcas Babysan y Ladysan, las que tuvieron excelente acogida en el mercado argentino. Dos años más tarde la empresa transnacional Procter & Gamble (P&G) propuso una asociación para comercializarlas adicionalmente en Uruguay, Paraguay y Bolivia. La fórmula utilizada para materializar la sociedad fue un joint venture, en que P&G pagó US\$ 95 millones por el 50 por ciento de Prosan, filial de CMPC, fabricante de esos productos en Chile y Argentina. Desde la compra de Química Estrella San Luis y con la formación de esta sociedad, Prosan Argentina consiguió una participación en el rubro de los pañales de un 55 por ciento y ventas totales, incluidas las toallas higiénicas, que para fines de 1994 se estiman en US\$ 150 millones. Más del doble de lo que Babysan y Ladysan recaudan en Chile, donde sus participaciones de mercado son sustancialmente mayores, 70 y 78 por ciento, respectivamente.

⁴⁴ Con la compra de Fabi S.A. la CMPC se transformó en líder en el mercado de sacos resistentes, multipliegos, usados para cemento y harina, y envases flexibles. Esta firma concentra el 60 por ciento de las ventas del rubro, que en Argentina alcanzan a los US\$ 50 millones anuales. Todo a cambio de una inversión de US\$ 8 millones, que fue el precio pagado por la CMPC.

planta productora; y la Compañía de Cervecerías Unidas (CCU) que anunció que invertiría cerca de US\$ 100 millones en los próximos 5 años para penetrar en el mercado argentino, faltando por definir si construye una planta propia o se asocia con cerveceros argentinos.

También las asociaciones con empresarios argentinos ha empezado a tener una importancia creciente. Tales son los casos de Sipetrol (filial de ENAP) se asoció con la petrolera YPF para buscar petróleo en el Estrecho de Magallanes; Lord Cochrane se asoció con la Editorial Atlántica⁴⁵; Industrias Ambrosoli firmó un joint venture con la empresa Chocolates Bariloche; y como estas muchas otras han buscado socios entre las empresas de mayor presencia en la economía argentina.

A partir de 1993, Perú también han despertado el interés de los inversionistas chilenos, lo que ha significado que se instalen más de 30 empresas con capital nacional. En este país, al igual que en Argentina, los negocios más importantes han estado vinculados a la privatización de las empresas públicas y a las nuevas oportunidades presentadas como consecuencia de la liberalización de la economía, tal es el caso de la entrada en vigencia del nuevo sistema privado de previsión social.

El mayor éxito dentro del programa de privatizaciones desde la perspectiva de los inversionistas chilenos fue la adjudicación de las dos compañías de distribución eléctrica de Lima. Es el caso de la adquisición del 60 por ciento de la Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte (Edelnor) por parte del consorcio formado por Enersis y Chilectra de Chile, Endesa de España, y los grupos peruanos Cosapi y Romero en US\$ 176.5 millones. Otro grupo de chilenos, liderados por Chilquinta, se adjudicó el 60 por ciento de la Empresa de Distribución Eléctrica del Sur de Lima (Edelsur), en sociedad con la empresa canadiense Hydro Ontario, en más de US\$ 212 millones⁴⁶. También dentro del programa de privatización de empresas públicas un grupo de empresarios chilenos ligados a Enagas, Lipigas y Codigas compraron el 81 por ciento de la Compañía Peruana de Gas (Solgas), la mayor empresa de gas natural del país, por la que pagaron unos US\$ 9 millones. Además, la empresa chilena Ultramar en partes iguales con la peruana Multimares se adjudicaron el 100 por ciento de la empresa naviera Petrolera Transoceánica en US\$ 25.2 millones. Finalmente, dentro de la ola privatizadora destaca la compra de la mina Quellaveco por parte de la minera Mantos Blancos, la cual pagó US\$ 12 millones, más un compromiso de inversión por otros US\$ 530 millones.

Luego de las privatizaciones, el inicio en junio de 1993 del nuevo sistema privado de seguridad social ha despertado el interés de los inversionistas chilenos por participar en sociedades mixtas para la formación de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). A mediados de 1994, de las ocho entidades existentes en Perú todas cuentan con la presencia de capitales chilenos. Tales son los casos del Grupo AIG (accionista AFP Unión Chile) que controla el 60 por ciento de AFP Unión; Provida con un 20 por ciento de AFP Horizonte; Banmédica con el 30 por ciento de AFP Megafondo; Habitat con el 32 por ciento de AFP Providencia; Cuprum con el 33.3 por ciento de AFP Nueva Vida; Cruz Blanca con el 21 por ciento de AFP Profuturo; Santa María con el 30 por ciento de AFP Integra; y accionistas ligados al banco BHIF tienen participación en la AFP El Roble. A pesar que los mayores aportes de los inversionistas chilenos a este negocio provienen del know-

⁴⁵ Una asociación similar realizó con O'Globo de Brasil.

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

how, sus aportes en divisas han superado los US\$ 20 millones.

En otros servicios los inversionistas chilenos están teniendo una presencia importante, particularmente en el caso 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 US\$ 51 millones. Otra área de interés ha sido la de los supermercados, especialmente a través de la cadena Santa Isabel.

En el caso del sector manufacturero la presencia chilena se ha limitado a empresas de tamaño pequeño y mediano, muchas de las cuales han realizado en Perú sus primeros pasos en su proceso de internacionalización.

A pesar que Argentina y Perú han concentrado el interés de los inversionistas chilenos, cada vez más se están buscando nuevas oportunidades de negocios más lejos de sus fronteras. En este sentido destaca la compra del 100 por ciento de la compañía brasileña Río de Janeiro Refrescos S.A. en US\$ 120 millones, por Embotelladora Andina, operación financiada con los recursos obtenidos con la colocación de ADRs en Nueva York⁴⁷. La empresa Embotelladora Andina espera en el período 1994-96 invertir unos US\$ 96 millones en el desarrollo de su filial en Brasil. La estrategia de esta empresa consiste en abordar nuevos mercados en el Cono Sur latinoamericano, siendo el primer paso la adquisición de esta planta en Brasil. Además posee el 14 por ciento de la Embotelladora Coca Cola de Córdoba, Argentina.

Sin dudas el incremento de las inversiones chilenas en el exterior que se ha manifestado en el último tiempo, significará que los próximos años también se incrementen las remesas de utilidades que ellas producen. Cabe señalar que problemas a nivel de las empresas en las cuales hay inversiones chilenas, así como problemas macroeconómicos en los países de destino de dichas inversiones, podrían limitar el monto de las remesas de utilidades a obtener.

⁴⁷ A mediados de 1994, la Embotelladora Andina concretó una colocación de ADRs en los mercados internacionales. De esta manera de un total aprobado de 65 millones de acciones de nueva emisión, se colocaron en el exterior 42.4 millones de títulos bajo el mecanismo de ADRs, en tanto que otros 7.2 millones fueron suscritos durante el período de opción preferente. A través de ambos procesos la empresa recaudó US\$ 148.8 millones.

V. ESTUDIOS DE CASO

1. La Escondida: De un comienzo difícil a convertirse en el mayor productor de cobre del mundo.

El caso de La Escondida nos ilustra como fue posible desarrollar un ambicioso proyecto en un contexto inicial muy difícil. Actualmente, La Escondida se ha transformado en uno de los proyectos más grandes de inversión extranjera directa realizados en Chile, (es la segunda más grande IED materializada en el país durante el período 1974-1993), y es el que genera el más elevado nivel de exportaciones⁴⁸. De hecho, en 1993, La Escondida era responsable de un 6 por ciento del total de las exportaciones chilenas, y según proyecciones de la empresa, su significación llegará al 13 por ciento hacia 1996. Asimismo, pasará de constituir el 1 por ciento del PIB al 1.6 por ciento.

La participación de La Escondida en el total de la producción chilena de cobre alcanza en la actualidad al 17 por ciento para llegar a un 29 por ciento entre 1996-97. La Escondida también es una empresa importante a nivel mundial, ya que actualmente es responsable del 4 por ciento de la producción mundial de cobre, y se espera llegar a un 6.5 por ciento hacia fines de la década. De esta manera, La Escondida desplazará a Chuquibambilla como el mayor yacimiento de cobre a nivel mundial.

Si bien Escondida fue descubierta en marzo de 1981, la empresa que finalmente desarrolló el proyecto fue formada recién en octubre de 1985. En la propiedad de La Escondida participan la mayor empresa australiana, Broken Hill Proprietary Inc. (BHP) la cual posee el 57.5 por ciento; la empresa británica Río Tinto Zinc (RTZ) con un 30 por ciento; un consorcio japonés encabezado por Mitsubishi con el 10 por ciento; y la Corporación Financiera Internacional (IFC), del Banco Mundial, con el 2.5 por ciento restante.

A pesar de la alta rentabilidad estimada para este proyecto, el hecho de haberse iniciado a mediados de los ochenta, significó la imposibilidad casi total de financiar una parte importante de éste con créditos privados externos, debido a que Chile (y el resto de América Latina) recién comenzaban a emerger de la profunda crisis de deuda externa. Por esta razón, la única fuente privada de financiamiento que tuvo el proyecto en su etapa inicial fue, el aporte directo (vía DL 600) de BHP, RTZ y Mitsubishi, que proporcionaron alrededor de US\$ 460 millones. Por otro lado, la participación de la IFC del Banco Mundial, institución que no sólo proporcionó US\$ 70 millones, sino que participó en las negociaciones iniciales, jugó un papel clave como catalizador para otros recursos, al dar su "sello de calidad" al proyecto⁴⁹. De este modo, la participación del IFC facilitó significativamente el que se consiguieran los créditos oficiales descritos a continuación.

Los principales financistas del proyecto fueron instituciones estatales de crédito a las exportaciones, que hicieron préstamos a cambio de contratos de suministro de concentrado de cobre

⁴⁸ En la actualidad la Minera La Escondida es la tercera empresa exportadora más importante del país (US\$ 515.3 millones en 1993), solo después de las empresas estatales Codelco (US\$ 2294.4 millones) y Enami (US\$ 529.6 millones); y muy por encima del otro gran proyecto minero privado en operación, Disputada de Las Condes (US\$ 214.7 millones) (América Economía, 1994).

⁴⁹ Material de entrevista.

a largo plazo. Este acuerdo implicaba que el 75 por ciento de la producción⁵⁰ estaba comprometida durante 12 años directamente a fundiciones de Japón, Alemania y Finlandia, es decir hasta el año 2002. Dado que la producción aumentó por sobre el nivel originalmente planificado, la proporción que debía ir directamente a estas fundiciones como pago de los créditos ha bajado a un 60 por ciento de la producción total.

El propósito inicial de esta inversión fue sólo el de producir concentrado de cobre; sin embargo debido a la rentabilidad del proyecto, las características del mineral y del mercado de cobre se decidió invertir unos US\$ 270 millones en la construcción de una planta para cátodos. De este modo, para 1995 se proyecta una producción de 480 mil toneladas métricas (TM) de cobre fino, las cuales se compondrán de 400 mil TM de cobre fino en concentrados y 80 mil TM de cobre fino en cátodos de alta pureza⁵¹. El financiamiento de estas ampliaciones se han efectuado con recursos generados por la misma empresa, debido a su alta rentabilidad, sin tener que recurrir a financiamiento externo.

En julio de 1994, la Minera La Escondida anunció un tercer plan de expansión que le permitirá incrementar su producción desde 480 mil TM a 800 mil TM de cobre fino anuales, a partir de mediados de 1996. Producción que estará dividida en 80 mil TM bajo la forma de cátodos y el equivalente a 720 mil TM en concentrados. La inversión requerida en este plan de desarrollo suma del orden de los US\$ 520 millones con lo que el total materializado por esta empresa en el país se elevaría a los US\$ 1625 millones. La concreción de esta tercera etapa de expansión le permitiría alcanzar ventas brutas del orden de los US\$ 1760 millones en 1997.

En relación al destino de la producción de La Escondida, inicialmente ésta era en su totalidad para exportación; sin embargo, a partir de julio de 1993, una parte del cobre producido será vendido a Refimet, una refinera de metales chilena, que posteriormente exportará el producto.

Finalmente, parece de interés destacar las razones dadas por ejecutivos de La Escondida del porque se estableció la empresa en Chile⁵², las que se pueden sintetizar en cuatro puntos: i) estabilidad económica y jurídica de largo plazo; ii) la posibilidad de ingresar a través del DL 600; iii) la experiencia minera en el país; y iv) la calidad profesional de la mano de obra. Cabría destacar además que la alta rentabilidad del proyecto, y el relativamente favorable trato tributario en la minería fueron también factores importantes.

Para resumir las características principales del paquete financiero de La Escondida, éste es un proyecto de gran escala y de alta rentabilidad. Sin embargo, por el momento en que fue organizado el paquete financiero, era prácticamente imposible conseguir créditos de la banca privada internacional. Como consecuencia, la intervención de instituciones gubernamentales (como el IFC y las agencias de crédito gubernamentales del Japón, Alemania y Finlandia) fue clave para hacer viable el proyecto en ese momento. Sin embargo, las ampliaciones realizadas se han financiado con

⁵⁰ El nivel inicial de producción proyectado por La Escondida era de 320 mil toneladas métricas (TM) de cobre fino al año.

⁵¹ Este último proceso está basado en una novedosa tecnología desarrollada en Chile por La Escondida, que permite producir cátodos a través de lixiviación del concentrado con amoníaco y posterior Electroobtención. Este proceso novedoso y de punta es una alternativa ambientalmente atractiva comparada con los tradicionales procesos de fundición. Este proceso se está patentando en diversos países del mundo.

⁵² Material de entrevista.

caja de la empresa, y las ampliaciones futuras se estima podrían ser financiadas ya sea con fondos propios o con créditos privados externos.

2. La Compañía de Teléfonos de Chile: Un micro-cosmos del acceso de Chile a los flujos externos.

La CTC es la mayor empresa de telecomunicaciones en Chile, siendo dueña de 95 por ciento de todas las líneas telefónicas del país. Provee servicios telefónicos locales y de larga distancia (nacional e internacional). Además ofrece una variedad de otros servicios de telecomunicaciones.

Con el objeto de reducir significativamente la demanda insatisfecha de líneas telefónicas, CTC adoptó en 1988 un Plan de Desarrollo, muy importante, que le ha permitido más que duplicar el número de sus líneas en servicio (hasta 1.4 millones de líneas a fin de 1993), así como introducir nuevos servicios sofisticados de telecomunicaciones. En promedio, ello ha significado una inversión anual de US\$400 millones, entre 1988 y 1994.

Par financiar dicho Plan de Desarrollo, la CTC ha recurrido a una mezcla de fuentes externas y domésticas. Una de las razones por las cuales la CTC es interesante de estudiar en este contexto es que es la empresa en Chile que tal vez ha usado la gama más amplia de instrumentos financieros externos, ya que ha recurrido a créditos de la Corporación Financiera Internacional (IFC), a créditos bancarios, a bonos y a ADRs (habiendo sido la primera empresa latinoamericana en colocar ADRs y representando alrededor de 50 por ciento del valor total de los ADR que las empresas chilenas transan en el exterior) (véase Cuadro 7).

La otra razón por la cual el caso de CTC es interesante es que un organismo público internacional (el IFC) jugó un rol crucial en facilitar el camino de la empresa hacia el acceso a fuentes privadas externas⁵³; en ese sentido, hay un cierto paralelo con el caso de La Escondida (véase el estudio de caso de La Escondida) donde organismos públicos -como el mismo IFC y agencias gubernamentales, que garantizan y otorgan créditos de exportación- también han jugado un papel clave en catalizar flujos externos, en un momento en que el riesgo país era relativamente alto. Efectivamente, el financiamiento externo en gran escala del Plan de Desarrollo de CTC comenzó con un crédito del IFC por US\$ 80 millones.

Anteriormente a dicho crédito del IFC, la única fuente de financiamiento externo eran créditos de proveedores, que si bien tenían plazos bastante largos (de hasta 7 años), tenían costos muy altos, por la mala situación del entonces principal dueño de la CTC (el australiano Sr. Bond) y porque Chile todavía era visto como un país con riesgo bastante elevado. CTC estaba entonces obligada a recurrir al financiamiento doméstico, por ejemplo a través de bonos, a un costo muy alto (estimado en 11 por ciento real). Dicho costo tan elevado debía ser pagado por la empresa, ya que no tenía una alternativa externa de financiamiento.

El crédito inicial de IFC (IFC-A) a CTC fue otorgado en 1989. Dicho crédito tenía una serie de condiciones bastante detalladas. Por ejemplo, estaba sujeto al cumplimiento muy detallado del Plan de Desarrollo, con metas muy específicas definidas a cuatro años plazo. También, imponía condiciones de tipo financiero, como un tope de endeudamiento máximo; además, se ponía como condición que la compañía como un todo fuera co-deudora con todas sus filiales. Finalmente tenía como requisito la entrega de una serie de informaciones. El crédito estaba dividido en dos tramos, uno, limpio, por US\$60 millones; y otro por US\$ 20 millones que era de deuda subordinada, cuyo spread

⁵³ Material de entrevista.

aumenta (hasta 6 por ciento) según el nivel de utilidades, y no podía ser pre-pagado; dicho tramo era por tanto sumamente caro.

En los siguientes meses, la empresa CTC colocó US\$ 98.5 millones de ADR en la Bolsa de Nueva York. Es interesante que la principal motivación para colocar dichos ADR, era que ello permitía reducir la concentración de acciones en manos del principal accionista a 43 por ciento, lo que facilitaba la inversión por parte de las AFPs chilenas en la CTC⁵⁴. Es interesante destacar que la motivación principal en este caso no estaba vinculada específicamente al plan de expansión, sino a un cambio en 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 por un monto mayor que la emisión original de acciones vendida como ADR. Se estima que una proporción elevada de los ADRs fue adquirida por fondos de pensiones y fondos mutuos, la mayoría de ellos norteamericanos. Su criterio en el caso de CTC es muy corto placista, ya que permanentemente hacen "trading", es decir comprar y vender acciones de CTC⁵⁵.

También en 1990, la CTC pudo obtener un crédito sindicado de 14 bancos europeos por US\$ 113 millones, a 7 años. Según fuentes de la empresa, CTC pudo obtener este crédito, en gran parte porque anteriormente había obtenido el crédito IFC-A. De hecho, el crédito de los 14 bancos europeos (denominado IFC-B) tuvo a IFC como agente sindicador y tenía exactamente las mismas condiciones que el crédito IFC-A.

El nuevo ingreso a las fuentes extranjeras de financiamiento contribuyó a un acceso en condiciones mucho más favorables que antes al mercado nacional de bonos. De esta manera, la CTC pudo colocar el equivalente de US\$ 90 millones, en el mercado local, en un plazo de hasta 25 años, y a una tasa real de interés de 6.45 por ciento (significativamente inferior a la tasa de 11 por ciento pagada anteriormente).

Finalmente, en 1993, la CTC colocó bonos convertibles en acciones, a 10 años, y a una tasa de interés de 7.25 por ciento, colocación que fue suscrita en el extranjero. Estos bonos tienen la característica interesante de que CTC puede forzar su conversión en acciones de la compañía a partir de 1997. Una de las razones porque la CTC puede colocar bonos en el extranjero en condiciones favorables es que ha sido clasificada como "investment grade" por tres clasificadoras de riesgo importantes.

CTC obtuvo en 1994 un crédito bancario de US\$ 80 millones de J.P. Morgan en condiciones muy favorables. El resto del financiamiento que requiere CTC en 1994 lo planea obtener en el mercado chileno de bonos, mediante una emisión en pesos, equivalente a US\$ 200 millones⁵⁶. Según el gerente de finanzas de la empresa, la lógica de buscar financiamiento doméstico en bonos está basada en el hecho que los ingresos de la empresa son en pesos; además, el alza de las tasas de interés norteamericanas de largo plazo hacen que los bonos colocados en el mercado norteamericano tengan costos más altos que antes; además, implican un riesgo de tipo de cambio para la empresa.

⁵⁴ Material de entrevista.

⁵⁵ Material de entrevista.

⁵⁶ South Pacific Mail, julio 1994.

Desde 1988, CTC ha hecho siete emisiones de bonos en el mercado chileno, obteniendo financiamiento a través de ese mecanismo por \$623 millones.

Como se señaló anteriormente, el principal uso de los recursos externos obtenidos fue el de financiar el Plan de Desarrollo. Este consiste fundamentalmente en un plan masivo de expansión de líneas, así como de otras actividades. Muchas de estas otras actividades son manejadas a través de empresas subsidiarias separadas; de esta forma existe CTC Celular (para teléfonos de ese tipo), CTC Corp. (para servicios de telecomunicación privados), CTC Equipos (para marketing de equipo de teléfonos y telecomunicaciones), y CTC Mundo, establecida principalmente para aplicar a concesiones en el mercado nacional e internacional de larga distancia.

En relación a este último punto, CTC enfrenta límites, fijados por la regulación, para el volumen de llamadas internacionales que se pueden hacer a través de la compañía; si dichos límites fueran excedidos, la empresa debería pagar elevadas multas. Como consecuencia, la empresa no genera ni va a generar una proporción importante de sus ingresos en moneda extranjera. En 1993, sólo el 15 por ciento de los ingresos operacionales de la empresa provenían de llamadas internacionales. Ello también implica que no puede recurrir al tipo de bono, colocado en el extranjero garantizado por "receivables" como el que ha colocado Telmex, la telefónica mexicana.

La CTC aún no ha invertido en escala significativa en el exterior, si bien está estudiando la posibilidad. En parte ello se debe al hecho que para entrar a invertir en las grandes privatizaciones, se requiere una gestión mínima, (de número de líneas) y CTC aún no alcanza tal tamaño crítico. Sin embargo, CTC está estudiando la posibilidad de participar en el 10 por ciento del capital de la empresa telefónica peruana, con la posibilidad de que su principal aporte sea a través de un contrato de gestión de la empresa. En ese caso, CTC estaría aprovechando sus bajos costos a nivel internacional (ligados en parte a muy buenas relaciones con proveedores) y la alta calidad de su gestión. Sin embargo, CTC ha hecho pequeñas inversiones en el extranjero. Por ejemplo, CTC Celular, ha vendido un sistema de operaciones celulares y de administración, en Argentina y Brasil; y junto, con Telefónica de España, CTC Celular está participando en un consorcio que ha recibido un "franchise" 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 en América Latina. Esto último ha ocurrido recientemente con 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 desarrollado a varios niveles.

Ante de examinar la estrategia de globalización de Chilectra, daremos brevemente algunos antecedentes de la apertura del capital de Chilectra. Dicho proceso comenzó con la Ley Eléctrica promulgada en 1982; ésta definió que el aporte financiero para la ampliación de capacidad que las empresas eléctricas pueden exigirse a los usuarios que solicitan servicio, deben ser reembolsados en acciones comunes de las propias empresas, o en instrumentos de deuda. En la práctica, Corfo, entonces propietaria de las empresas eléctricas, dispuso que los aportes fuesen reembolsados en acciones, con lo cual entre 1982 y 1985, se transfirió al sector privado alrededor de 5 por ciento del capital de empresas como Chilectra.

En 1985, se introdujeron modificaciones a las reglas sobre AFPs, las que les permitían invertir en sociedades anónimas que cumplieren ciertos requisitos (de solvencia, seguridad y desconcentración). Ello permitió transferir una parte importante de la propiedad de Chilectra, así como de otras empresas eléctricas, a las AFPs.

También en 1985, Corfo implemento un sistema de venta de acciones a los trabajadores que quisieran comprarlas, usando fondos del adelanto de 50 por ciento de las indemnizaciones por años de servicio. El primer anticipo que efectuó Chilectra estableció además un mecanismo de seguro, en que se compararían valores actualizados de la inversión accionaria, incluyendo dividendos ganados, con la valorización de los fondos que hubieran obtenido a través del régimen de indemnización, garantizando cubrirle la diferencia si el trabajador resultara desfavorecido. Se efectuaron en total tres de estos anticipos, los dos últimos sin seguro.

Paralelamente, los trabajadores de Chilectra, en base a su propiedad de acciones, organizaron sociedades de inversiones que obtuvieron créditos en la banca, garantizados por las acciones de su propiedad. Con estos créditos, compraron a Corfo y a otros otra parte importante de las acciones de la compañía.

Como producto de este proceso, en 1994 el 29 por ciento del capital de Chilectra era de propiedad de sociedades de inversión creadas por los trabajadores. Lo que también es importante es que mediante el proceso arriba descrito no sólo se privatiza la empresa, sino que se introducen sus acciones en los mercados de capitales domésticos, acciones que pasan a ser conocidas.

Basándose en este proceso y en el buen nivel técnico y de administración de Chilectra, comienza su etapa de globalización, tal como señala J.P. Morgan, "Chilectra es una de las pocas empresas latinoamericanas con una perspectiva y estrategia regional" (J.P. Morgan, 1994). Dicho proceso tiene varios niveles, el primero de ellos es el del financiamiento externo, que es de interés particular en este estudio. Sin embargo, cabe destacar que en el caso de Chilectra el proceso de globalización en el financiamiento está íntimamente ligado a la globalización de la empresa en sus inversiones (mediante importantes inversiones en países vecinos, como se verá más adelante); este último aspecto está a su vez ligado con un cierto proceso de globalización de la empresa al exportar

su know how de management y de capacidad técnica, y también a una cierta globalización (o por lo menos difusión en países latinoamericanos) del marco regulatorio de empresas eléctricas basadas en el modelo chileno. En entrevistas con ejecutivos de Chilectra, ellos le otorgaron mucha importancia a estos dos últimos aspectos, como base para los dos primeros.

El vínculo entre los diferentes aspectos de la globalización de Chilectra aparece por tanto como significativo; en el aspecto financiero, dicho vínculo es particularmente estrecho porque aparece como claro que el financiamiento internacional de Chilectra está precisamente destinado a financiar la inversión extranjera de Chilectra, ya que es política de la empresa no distraer recursos de la operación local para invertir afuera⁵⁷.

En relación a la globalización del financiamiento de Chilectra, el primer hito es cuando el principal accionista de Chilectra (Enersis) obtiene el primer crédito voluntario hecho por la banca internacional a Chile después de la crisis de la deuda; aunque pequeño (por US\$ 10 millones) este crédito es importante porque es otorgado sin garantías que no fueran las propias de la empresa.

Un paso más importante es cuando Chilectra en 1992 coloca ADRs por US\$ 73 millones. Un aspecto interesante de destacar es que ésta es una colocación privada en el marco de la Regla 144A. Chilectra es la primera empresa en hacer una colocación privada de ADRs, a través de la Regla 144A. Según ejecutivos de la empresa⁵⁸, ello se hizo por dos razones: i) Rapidez. En el momento de colocar las acciones, Chilectra tenía planificadas su pronta entrada al mercado argentino, lo que iba a requerir importantes recursos. Una colocación pública (que implica registrar la emisión en el Securities Exchange Commission norteamericano) requiere un tiempo más largo que una colocación privada, que no satisfacía las necesidades de urgencia de la empresa; ii) El costo inicial de una colocación pública es también más alto porque está asociada a menores comisiones y no se incurre en costos de convertir la información contable a principios aceptados en Estados Unidos. Por otra parte, cabe destacar que la colocación pública también tiene ventajas dadas por el acceso del público en general a la emisión, lo cual da mayor liquidez y posiblemente una mejor valoración de los activos (Chilectra, 1994a).

En todo caso, de la colocación de ADRs de Chilectra, la mitad fue colocada en Estados Unidos, el resto en Europa, principalmente en el Reino Unido, y en América Latina. También es de interés destacar que el 40 por ciento fue colocado entre "money managers" que se caracterizan por tener un criterio bastante cortoplacista, y sólo un 14 por ciento en inversionistas institucionales; una proporción importante fue colocada en fondos de inversión. Los inversionistas extranjeros pasaron a tener el 8.5 por ciento del capital de la empresa, y en 1994 ya tienen el 10.5 por ciento (Chilectra, 1994b).

Anteriormente, Chilectra y Enersis habían obtenido un crédito de corto plazo por US\$ 130 millones de la banca internacional, (a tasas de alrededor de Libor más 1 por ciento) con el propósito de financiar sus adquisiciones de empresas eléctricas en Argentina. Una vez que los ADRs arriba descritos fueron exitosamente colocados (y que localmente Chilectra colocó el equivalente de US\$ 77 millones), lo que significó un ingreso total de US\$ 150 millones, Chilectra y Enersis cancelaron

⁵⁷ Material de entrevista.

⁵⁸ Material de entrevista.

este crédito, que había sido contratado como crédito puente.

Energis, dueña de una parte importante del capital de Chilectra, a su vez colocó en 1993 US\$ 55 en ADRs y obtuvo un crédito de 5 años plazo de US\$ 130 millones de la banca internacional (especialmente con bancos europeos).

Los ejecutivos entrevistados plantearon que en relación a su estrategia de financiamiento, las razones por lo cual el endeudamiento externo comparado con el nacional fue más atractivo eran: i) su mayor escala y ii) su menor costo. Por ejemplo, se compara un crédito externo que se puede obtener a Libor más 1 por ciento, (es decir alrededor, de 4-5 por ciento en 1993) con un crédito doméstico, que en U.F. se debe pagar 6.5 por ciento⁵⁹; por lo menos en 1993 aparece como bastante más barato el crédito externo (si bien ello cambia en la medida que el Libor suba significativamente como sucedió en 1994). Al comparar créditos externos con ADRs, aparece una clara preferencia por los ADRs ya que para proyectos de largo plazo, como es la adquisición y/o ampliación de empresas en el extranjero, contribuciones al capital son mucho más atractivas que el crédito externo.

En relación a la globalización de las inversiones de Chilectra cabe destacar tres rasgos generales: i) Esta estrategia está basada en una percepción de la empresa que, como ya cubre una parte muy importante del mercado chileno de distribución eléctrica, el dinamismo principal de su expansión en ese rubro vendrá de inversiones en el exterior (también la empresa se plantea crecer en el mercado chileno, pero en otros rubros)⁶⁰; ii) Para financiar esa inversión externa no se usarán recursos financieros internos de la empresa, ya que éstos se destinan a sostener los fuertes requerimientos de financiamiento local (que significa una inversión anual de US\$ 300 millones en Chile), dado que la demanda de energía eléctrica chilena aumenta en alrededor de 7 por ciento anualmente; iii) Chilectra invertirá en países donde estima que el marco macro-económico (con equilibrio) y el marco regulatorio (con criterios basados en incentivar la eficiencia) es tal que puede contar con un contexto para operar relativamente semejante al que ha existido en Chile, y en el cual Chilectra tiene una experiencia positiva acumulada. Chilectra ha concretado inversiones importantes en dos países: Argentina y Perú.

En Argentina, en 1992, Chilectra conjuntamente con Energis, participó en un consorcio internacional (denominado Distrilec) que se adjudicó el 51 por ciento de Edesur, (empresa que fue creada como parte de la privatización de Segba). Ello implica que Chilectra hizo una inversión equivalente al 10 por ciento del capital de Edesur, e igual a US\$ 100 millones. Edesur, con una base de clientes de 2 millones, es una empresa mayor que Chilectra. También de interés y de importancia es que Chilectra es el operador de Edesur.

En 1992, también Chilectra con Energis, y en conjunto con un consorcio internacional se adjudicaron el 60 por ciento de la Central Costanera, (que previamente a su privatización era parte de la capacidad de generación térmica de Segba). Ello implica que Chilectra hace una inversión de alrededor de US\$ 5 millones, lo cual le da una participación de 3 por ciento en Costanera.

⁵⁹ Material de entrevista

⁶⁰ Cabe destacar que uno de los rubros en que Chilectra quiere crecer -distribución de gas natural especialmente en Santiago- no sólo tiene la ventaja para la empresa de su diversificación; además al contribuir a reducir la contaminación en Santiago, aumenta el atractivo de que sus clientes permanezcan en la capital, que es donde Chilectra tiene sus inversiones. En esto, coincide el interés comercial de Chilectra con el interés social de la descontaminación.

El impacto de estas inversiones sobre las utilidades de Chilectra fue inicialmente negativo debido a pérdidas iniciales de Edelsur, pero a partir 1994 y especialmente de 1995 se proyectan utilidades importantes para Chilectra de sus inversiones argentinas (véase Cuadro 12).

Cuadro 12
Impacto de inversiones argentinas sobre las utilidades de Chilectra

	1992	1993	1994 E	1995 E
<u>Edesor</u>				
Resultados totales	-31.0	-58.6	0.0	25.0
Impacto en utilidades de Chilectra	-2.8	-6.2	0.0	5.0
<u>Costanera</u>				
Resultados totales	7.4	21.5	27.0	34.0
Impacto en utilidades de Chilectra	0.2	0.6	0.8	1.0
Total				
Impacto en utilidades de Chilectra	-2.6	-5.6	0.8	6.0

Fuente: Basado en información publicada por J.P. Morgan (J.P. Morgan, 1994).

En 1994, Chilectra junto con Enersis, y un consorcio internacional compraron acciones en la privatización de Edelnor en Perú, por un monto de US\$ 175 millones, lo cual representa el 60 por ciento del capital de dicha empresa distribuidora de electricidad en Lima.

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

Otro aspecto de la globalización de Chilectra aún no discutido se desprende de la estrategia corporativa de la empresa, basada en usar rentablemente todas sus capacidades. 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 soluciones integradas de computación a países como Argentina, Colombia, Ecuador y Estados Unidos. Diprel también tiene un volumen de ventas crecientes al extranjero.

En síntesis Chilectra persigue una estrategia de globalización integrada y a distintos niveles (de financiamiento externo, de inversiones de su "management" y del marco regulatorio) que están mutuamente interrelacionados. En el contexto de nuestro estudio es importante destacar que el financiamiento externo obtenido por Chilectra ha sido en la práctica totalmente destinado a compras de empresas privatizadas en países limítrofes. Siempre que estas empresas generan importante utilidades, y éstas no sean todas reinvertidas afuera, ello implicaría que a futuro se generará un flujo de utilidades remitidas hacia Chile.

Finalmente, es interesante destacar como el alto nivel técnico y la eficiencia económica de Chilectra, su perspectiva globalizada unidas al bajo riesgo país de Chile, implican que empresas chilenas son intermediarias de fondos provenientes del extranjero y los canalizan hacia inversiones en el exterior.

VI. CONCLUSIONES

El pragmatismo y coherencia de la política económica que se ha traducido en estabilidad y crecimiento, sin duda ha dado confianza a los inversionistas extranjeros, los cuales la siguen incrementando sus inversiones en el país.

Dentro de los recientes ingresos de capital destaca nítidamente el rol de la inversión extranjera directa, tanto por su volumen como por los efectos que ha tenido sobre la economía. La IED (aportes y créditos) fue responsable de más del 50 por ciento de todos los ingresos de capital durante la década de los noventa, llegando a representar una parte significativa de la inversión nacional total, principalmente en actividades exportables donde Chile tiene claras ventajas comparativas naturales (minería).

Los anuncios de importantes nuevos proyectos de inversión, principalmente en el área de la minería, permiten suponer que en los próximos años los flujos de IED se mantendrán en niveles altos. En la medida en que los precios internacionales de dichos productos (particularmente los mineros, pero también de otros exportados por inversionistas extranjeros, como es la celulosa) se mantenga a niveles aceptables, la inversión ya realizada generará importantes flujos de exportación y por ende, de ingresos de divisas para el país.

En el tema de política económica, el hecho que estos flujos estén muy concentrados en aquellos sectores donde el país tiene ventajas comparativas naturales, haría conveniente que se hiciera un esfuerzo por atraer inversión extranjera hacia otros sectores, especialmente los manufactureros.

Durante los años noventa las inversiones de cartera, principalmente los FICE y los ADRs, han tenido una participación creciente en los flujos de capital extranjero. El primero de estos mecanismos se vio estimulado, principalmente entre los años 1989 y 1991, por la alta rentabilidad presentada en el mercado bursátil chileno; sin embargo en la actualidad el ingreso de capitales a través de los FICE ha ido decayendo. La creciente colocación de ADRs de empresas chilenas en el mercado norteamericano ha contribuido a esta menor presencia de los FICE, ya que estos inversionistas extranjeros tienen la posibilidad de comprar estos mismos títulos en los Estados Unidos asegurándose una liquidez absoluta y sin cancelar el impuesto a las ganancias de capital establecido en la normativa que los regula en Chile.

Pero el mecanismo que ha tenido un mayor desarrollo e impacto ha sido la colocación internacional de acciones, fundamentalmente a través de la emisión de ADRs. Este mecanismo ha permitido que un grupo de más de 15 importantes empresas chilenas hayan obtenido nuevo financiamiento en dólares mediante aumentos de capital (colocación inicial). Dichos recursos se han utilizado para la ampliación de su capacidad productiva a nivel local como para financiar su etapa de internacionalización. Sin embargo, este proceso ha traído asociados inconvenientes, particularmente los asociados a la segunda etapa de colocación de acciones. La gran volatilidad experimentada por los mercados bursátiles internacionales se ha transmitido a la bolsa local y se ha constituido en un factor que complica el manejo macroeconómico. La reciente experiencia mexicana y su transmisión a las bolsas en otros países latinoamericanos ilustra dramáticamente los riesgos de la volatilidad.

Una parte importante de los recursos obtenidos por empresas chilenas a través de los ADRs han sido destinados al financiamiento de su proceso de internacionalización, especialmente mediante nuevas inversiones y compra de activos existentes en Argentina y Perú. Estos antecedentes permiten

levantar la tesis que Chile pasa a ser un "centro de reciclaje" de recursos externos. La habilidad empresarial, la disminución del riesgo-país, y la creciente reputación de las empresas chilenas han permitido tener acceso preferencial al capital externo. Por otro lado, mercados internos de lento crecimiento y en muchos casos relativamente saturados, han estimulado a las empresas a buscar nuevos negocios fuera del país, particularmente cuando se presentaban 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 importantes ingresos de recursos por la vía de los retornos de las utilidades generadas por estas inversiones en el exterior. Sin embargo, cabe señalar que ello sólo ocurriría en la medida en que dichas inversiones chilenas en el exterior sean rentables, lo cual en parte depende de la estabilidad política y del buen manejo macroeconómico de los gobiernos de los países receptores, y en parte depende de las características de estas empresas a nivel micro-económico. El hecho de que las inversiones de Chilectra en Argentina inicialmente involucraban a empresas con pérdidas y con problemas específicos (si bien ellos se están superando y dichas empresas se esperan sean rentables a partir de 1994) señala la complejidad, particularmente inicial, de tales operaciones y su impacto sobre las utilidades de las empresas chilenas y sobre la Balanza de Pagos.

En síntesis, el perfil de los ingresos de capital y sus usos, parece indicar que una proporción elevada de ellos está destinada a la inversión, ya sea en el país o en el extranjero, y que dicha inversión generará, en el caso de la inversión en Chile, una proporción bastante alta de producción orientada a la exportación; y, en el caso de la inversión chilena afuera, importantes retornos de utilidades. Ello permite un nivel de optimismo bastante importante sobre el impacto en el mediano plazo de los flujos de capitales ingresados sobre la Balanza de Pagos de Chile. En este sentido, parecería que la experiencia chilena se asemeja más a la experiencia de los países en el Sud-Este Asiático, donde los ingresos de capital entran principalmente como inversión extranjera directa, donde el ahorro externo tiende a complementar, y no a sustituir, el ahorro interno, y donde la inversión extranjera entra principalmente a la producción orientada a exportaciones. Se diferencia, aparentemente, en ese sentido, de la experiencia de otros países latinoamericanos, que parecen en muchos casos y aspectos no compartir estos rasgos positivos. Cabe destacar la conveniencia de efectuar estudios en profundidad sobre los usos de los ingresos de capital en diferentes países latinoamericanos.

Finalmente, cabe destacar que a pesar de sus prudentes y pragmáticas políticas macroeconómicas y sus excelentes resultados, la economía chilena es parte de América Latina, y es por tanto considerada un "mercado emergente". Por tanto, los flujos de capital hacia Chile, especialmente en bonos y acciones, están sujetos a fluctuaciones que no dependen sólo del desempeño de la economía nacional, sino de factores como las tasas de interés norteamericanas y desarrollos en otras economías emergentes, especialmente en América Latina. En este sentido, no se debe descartar el riesgo de que la crisis en México, y su impacto en otros países, lleve a una reducción, no sólo en el corto, sino también en el mediano plazo del interés de los prestamistas e inversionistas extranjeros, en poner sus fondos en "mercados emergentes". Ello probablemente reducirá el nivel, y aumentará el costo, del ingreso de capitales incluso a economías vistas como muy exitosas, como la chilena (si bien esta reducción sería menos dramática que en el caso de otras economías de la región, percibidas con un manejo y situación macroeconómica problemáticas).

VII. BIBLIOGRAFÍA

- Agosín, Manuel (1994), La inversión extranjera directa en América Latina: Su contribución al desarrollo, Red de Centros de Investigación Economía Aplicada (ATN/SF-3578-RE), Banco Interamericano de Desarrollo, mimeo, Santiago de Chile, junio.
- América Economía, "Los mayores exportadores de América Latina", América Economía, Número Especial, Santiago de Chile, septiembre.
- Bolsa de Comercio (1993), "Que son los ADRs", Tendencias Bursátiles, No. 14, Bolsa de Comercio, Santiago de Chile, julio.
- Calderón, Alvaro (1993), "Inversión extranjera directa e integración regional: La experiencia reciente de América Latina y el Caribe", Industrialización y Desarrollo Tecnológico, Informe No. 14, LC/G.1778, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, División de Desarrollo Productivo y Empresarial, Santiago de Chile, septiembre.
- Calvo, Guillermo, L. Leiderman y C. Reinhart (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: The role of external factor", IMF Staff Papers, Vol. 40, No. 1, marzo.
- Comité de Inversiones Extranjeras (1994), Chile: Inversión extranjera en cifras 1974-1993, Vicepresidencia Ejecutiva, Santiago de Chile, Marzo.
- Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital (1993), Levantamiento de proyectos de inversión extranjera en Chile, mimeo, Santiago de Chile, diciembre.
- Chilectra (1994a), Acceso de empresas chilenas a financiamiento externo, mimeo, presentación en el Club Monetario, Santiago de Chile, 10 de junio de 1994.
- Chilectra (1994b), Apertura de capital en empresas eléctricas. La experiencia chilena, mimeo, Santiago de Chile, junio.
- Department of Economic and Social Development (1993), Debt-Equity Swaps and Development, Transnational Corporations and Management, ST/CTC/126, Nueva York (United Nations publication, Sales No. E.93.II.A.7).
- El Mercurio (1994), Santiago de Chile, 10 de octubre.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1990), "Conversión deuda-capital en Chile", Cuadernos de Economía, año 27, No. 82, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago de Chile, diciembre.
- Ffrench-Davis, Ricardo, Manuel Agosin y Andras Uthoff (1994), "Movimientos de capitales, estrategia exportadora y estabilidad macroeconómica en Chile", Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Serie Financiamiento de Desarrollo, No. 23, LC/L.854, Santiago de Chile, 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, No. 24, CEPAL, Proyecto nuevos flujos financieros hacia América Latina, Santiago de Chile, agosto.

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, No. 44, agosto.

Riveros, Luis y Jaime Vatter (1994), "La inversión extranjera directa en Chile, su contribución al desarrollo: 1987-93", Serie de Documentos de Trabajo, No. 181, Banco Interamericano de Desarrollo, Departamento de Desarrollo Económico y Social, Washington D.C., 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", Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Estudios e Informes de la CEPAL, No. 85, LG/G.1677-P, Santiago de Chile, agosto.

The South Pacific Mail SRL (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, No. 87, Santiago de Chile, septiembre.