

FLUJOS DE CAPITAL EXTRANJERO EN CHILE: Reflexiones sobre sus usos.

**Alvaro Calderón
Stephanie Griffith-Jones
Agosto 1994**

I. INTRODUCCIÓN

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 1993 ocho años de crecimiento económico sostenido. Este proceso se llevó a cabo en conjunto con 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.

El éxito de esta estrategia y la obtención de un crecimiento económico sostenido ha contribuido a atraer al capital extranjero, tanto en su forma de inversión directa como de portafolio¹. La confianza en la economía chilena ha sido creciente y se ha consolidado con la reciente obtención de la clasificación "investment grade" en los mercados internacionales².

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 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, cuán productiva es esa inversión,

¹ 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).

² 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.

y que parte de ésta es -directa o indirectamente- destinada a producir rubros 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 generado u otros pagos (como remesas de utilidad hacia el exterior) generados por las entradas originales puedan ser financiados sin problema. 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 de absorción en la economía debajo de los que hubieran sido sostenibles sin la entrada inicial de capitales. Tales efectos negativos se podrían ver acentuados por tendencias adversas en los términos de intercambio o por aumentos en los costos de servir los flujos externos, que escapan el control del país receptor.

Es por ello crucial intentar evaluar que proporción de los flujos externos hacia un país se destina a la inversión en el país 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 examinar distintas categorías de flujos.

II. REINGRESO A LOS MERCADOS DE CAPITAL

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

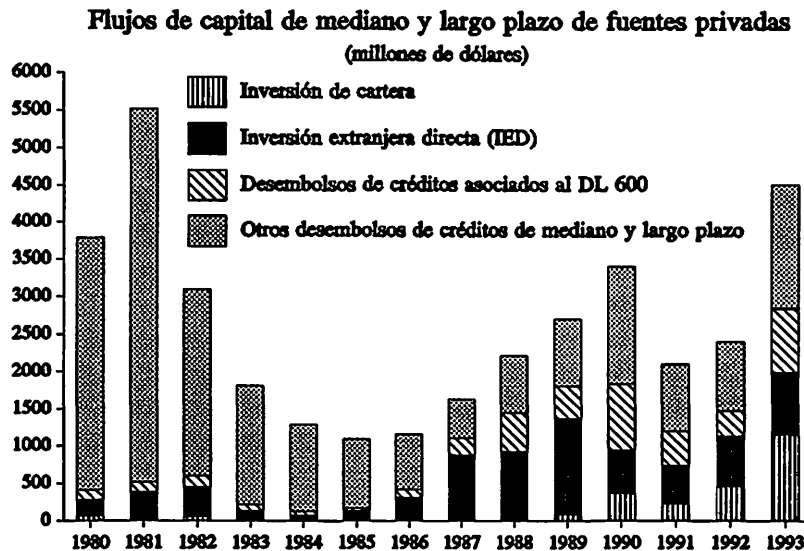
La recuperación de los flujos de capital externo comienza a manifestarse a partir de 1987. A pesar de la estabilidad de largo plazo en las reglas del juego para los inversionistas extranjeros (DL 600 de 1974) y de la estabilidad y buenos pronósticos para la economía chilena en general, parece evidente que el mecanismo de conversión de deuda en capital (Capítulo XIX) fue un factor decisivo para el aumento observado en la inversión extranjera directa (IED). Durante el período de su vigencia (1985-1990), aportó más del 75 por ciento del total de la IED ingresada al país, y cerca del 55 por ciento si además se consideran los créditos asociados al DL 600³. 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 inversiones⁴, el cual no estuvo disponible para aquellos que utilizaron el DL 600. La amplia difusión internacional que se le dio a este mecanismo permitió crear un clima favorable entre los inversionistas extranjeros y

³ Los créditos asociados al DL 600 fueron utilizados principalmente por grandes proyectos mineros.

⁴ Véase Ffrench-Davis, Ricardo, "Conversión deuda-capital en Chile", Cuadernos de Economía, año 27, No. 82, diciembre 1990. Para un análisis más general véase Michael Mortimore, "Debt/equity conversion", CEPAL Review, No. 44, agosto 1991; y TCMD, Debt-Equity Swaps and Development (United Nations publication, Sales No. E.93.II.A.7).

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



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

Mediante la conversión de deuda externa se financiaron importantes proyectos en el sector industrial, 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 (privatizadas a mediados de los ochenta), las administradoras de fondos de pensiones (AFP), los bancos y el sector turístico.

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 exportación⁵. Entre 1985 y 1993, los proyectos mineros absorbieron más del 50 por ciento de los flujos ingresados mediante el DL 600 (véase Cuadro 2). 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 1990-1993 los flujos de IED al sector manufacturero manifestaron un mayor dinamismo, concentrándose en las industria forestal, de

⁵ Situación que se produjo básicamente por los estrictos límites impuestos a las inversiones mineras bajo el Capítulo XIX.

celulosa y papel, y en la producción de alimentos basados en recursos naturales y orientados a los mercados externos (véase Cuadro 2). En lo que se refiere a los servicios, la IED se concentró en el sector financiero.

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.

Entrando a la década de los noventa el acceso al capital externo se ha fortalecido debido a la diversificación de instrumentos (especialmente de portafolio)⁶ y a la estabilización de los flujos de IED. 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 La Candelaria (US\$ 1500 millones⁷), El Abra (US\$ 1200 millones), Zaldivar (US\$ 600 millones) y Cerro Colorado (US\$ 600 millones); e importantes proyectos para la producción de celulosa como Celulosa Arauco y Constitución (US\$ 600 millones), 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 consolidar a 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 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 el factor dominante concentrando el 36 por ciento de los ingresos de capital. Si a estos recursos le sumamos la IED efectiva y los créditos asociados a ella, la IED total (aportes y créditos) concentró más del 61 por ciento los flujos de capital de fuentes privadas.

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

⁶ Un fenómeno nuevo en Chile ha sido el gran crecimiento que han experimentado las inversiones de portafolio a partir de 1989. Estas inversiones han sido canalizadas principalmente a través de los fondos de inversión, organizados en el exterior para invertir en acciones de sociedades anónimas chilenas; emisiones de acciones de varias empresas chilenas en la Bolsa de Valores de Nueva York mediante los llamados American Depository Receipts (ADR); y más recientemente a través de la emisión de bonos, especialmente eurobonos, tanto del gobierno como de algunas empresas privadas (véase sección III.B).

⁷ Estimación del volumen de inversión requerida para el desarrollo del proyecto.

fenómeno. De este modo, la inversión extranjera de cartera en el período 1990-93, alcanzó casi el 18 por ciento del total de los ingresos de capital. Por otro lado 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.

Cuadro 1
Volumen y composición de los flujos de capital privado de mediano y largo plazo, 1980-1993.
(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	
A. Inversión del exterior	373	119	1171	1615	890	933	1376	949	747	1151	1998	
1. Inversión extranjera directa (IED)	332	119	1142	884	890	933	1292	590	522	698	841	
Inversión extranjera directa efectiva <i>a/</i>	332	92	157	806	104	124	182	235	562	730	891	
Conversión de deuda/capital <i>b/</i>	0	27	985	78	786	809	1107	355	-40	-32	-50	
2. Inversión de cartera	41	0	29	731	0	0	87	359	225	452	1157	
Bonos	41	0	0	215	0	0	0	0	200	120	324	
Capital	0	0	29	516	0	0	87	359	25	332	833	
Fondos de inversión <i>c/</i>	0	0	29	134	0	0	87	254	56	50	40	
American Depositary Receipts (ADR)	0	0	0	383	0	0	0	105	-31	282	793	
B. Créditos de mediano y largo plazo <i>d/</i>	3760	1284	1401	2528	746	1281	1326	2452	1359	1255	2517	
Desembolsos de créditos asociados al DL 600	134	53	432	840	226	524	437	888	458	328	847	
Otros desembolsos de mediano y largo plazo <i>e/</i>	3626	1231	969	1688	520	757	888	1564	901	927	1671	
C. Total	4133	1404	2572	4143	1635	2214	2701	3400	2107	2406	4515	

Fuente: Elaboración propia en base a información del Banco Central de Chile.

a/ Corresponde a los ingresos netos mediante el Decreto Ley No. 600 y el Capítulo XIV del CNCI.

b/ Corresponde principalmente a los ingresos netos mediante el Capítulo XIX del CNCI.

c/ Corresponde a los fondos constituidos mediante la Ley No. 18657.

d/ 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.

e/ 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.

A pesar de que no es la preocupación central de este artículo, 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 muy significativo en la reincorporación de Chile al mercado financiero internacional⁸. 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.

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). Sin embargo, tal como se señaló en la sección II, es necesario tener presente que hacia fines de los ochenta gran parte de la IED ingresó al país a través del programa de conversión de deuda externa en inversión (Capítulo XIX), y que en muchos casos fueron estas inversiones las responsables de los recientes flujos mediante el DL 600.

Durante el período 1990-93 los flujos de IED han tenido un crecimiento muy significativo, casi duplicando los ingresos en relación al período 1985-89. Por otro lado, durante estos últimos cuatro años han ingresado casi la mitad de todos los recursos ingresados mediante el DL 600 en sus 20 años de vigencia. Además si incluimos los más de US\$ 3300 millones ingresados mediante el Capítulo XIX, estos nuevos flujos representan más del 35 por ciento de todos los ingresos de IED durante el período 1974-93.

Como se puede apreciar en el Cuadro 2, más del 50 por ciento de la IED en el período 1974-93 se dirigió al sector primario, mayoritariamente (38 por ciento) a la minería. Tendencia que se vio acentuada en el período 1990-93, debido a la gran cantidad de recursos ingresados al país para el desarrollo de nuevos proyectos de extracción minera (véase Anexo 1).

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\$ 490 millones para el período 1989-93, corresponden a los denominados Fondos de Inversión de Capital Extranjero (FICE), los cuales están incluidos en estas estadísticas ya que ingresaron al país bajo las normas del DL 600. Pero sin duda el gran desarrollo de la banca extranjera a nivel local, como consecuencia de la mayor apertura financiera y del mayor desarrollo del mercado de capitales, esta ratificado por estas cifras.

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. Proporción que no varió durante el período 1990-93. 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. Durante el siguiente período ya se comenzó a manifestar una mayor diversificación. En el período 1990-93, 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

⁸ La empresa beneficiaria fue Enersis y obtuvo un crédito de US\$ 10 millones, a Libor + 1% sin garantías, otorgado por un banco holandés.

desarrollo de tres mega-proyectos⁹.

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, muchas de estas inversiones fueron realizadas por empresas transnacionales de amplia cobertura mundial, las cuales han servido para consolidar sus participaciones en el mercado nacional. En el primer grupo de sectores destacan las importantes inversiones realizadas por Nestlé (Suiza), B.A.T (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). Empresas que han dominado sus respectivos sectores (véase Cuadro 3).

Finalmente, 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 1974-1990, pero fundamentalmente luego de 1987. Los sectores asociados a productos transables han recibido más del 75 por ciento de la inversión extranjera en el período 1987-93.

⁹ 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-neerlandesa 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 y modernización de la Compañía de Celulosa Arauco y Constitución S.A. (Rozas, 1992).

Cuadro 2
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 (%)				
	1974-84	1985-89	1990-93	1990	1991	1992	1993	1974-93	1990-93	85-90b/ (%)		
SECTOR PRIMARIO	86	429	697	837	470	583	900	55.0	56.5	1263	37.9	50.7
Agricultura y caza	4	8	13	9	14	12	15	1.3	1.0	302	9.0	3.3
Silvicultura y extracción de la madera	1	1	15	19	11	7	22	0.7	1.2	345	10.3	3.1
Pesca y piscicultura	1	1	3	6	5	1	2	0.3	0.3	179	5.4	1.6
Explotación de minas de carbón	0	1	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	3.0	0.0	0	0.0	2.2
Extracción de minerales metálicos	72	320	634	768	394	544	829	46.4	51.3	438	13.1	38.0
Extracción de otros minerales	7	28	33	35	46	19	32	3.2	2.7	0	0.0	2.4
SECTOR SECUNDARIO	54	64	211	97	202	106	439	17.0	17.1	1211	36.3	21.9
Alimentos, bebidas y tabaco	13	10	35	28	12	20	79	3.3	2.8	236	7.1	4.3
Industria textil e ind. del cuero	4	1	30	4	7	1	106	1.7	2.4	62	1.8	1.7
Industria de la madera	1	6	24	7	64	15	10	1.3	2.0	81	2.4	1.6
Papel imprentas y editoriales	3	10	44	33	49	27	67	2.5	3.6	697	20.9	7.1
Industria química y del plástico	18	10	57	16	64	13	135	4.7	4.6	95	2.8	4.2
Productos de minerales no metálicos	6	3	1	0	0	0	3	0.8	0.1	4	0.1	0.6
Industrias metálicas básicas	1	0	4	0	2	10	5	0.3	0.4	9	0.3	0.3
Prods. metálicos, maquinaria y eqps.	8	10	6	7	2	9	7	1.5	0.5	22	0.7	1.3
Otras industrias manufactureras	0	14	10	1	1	11	25	1.0	0.8	7	0.2	0.8
SECTOR TERCIARIO	60	202	326	390	283	307	326	28.0	26.4	861	25.8	27.5
Electricidad, gas y vapor	0	0	0	0	0	0	0	0.0	0.0	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
Construcción	9	5	20	5	32	24	20	2.1	1.6	0	0.0	1.5
Comercio	6	21	28	6	41	20	44	2.7	2.2	92	2.8	2.7
Turismo	0	0	7	3	1	15	10	0.3	0.6	87	2.6	0.9
Comunicaciones	0	70	19	3	15	41	16	3.6	1.5	177	5.3	4.0
Establecimientos financieros c/	37	100	180	343	99	128	150	15.3	14.6	188	5.6	12.9
Seguros	3	0	24	17	44	20	15	1.3	1.9	145	4.4	2.1
Bienes inmuebles y serv. a empresas	2	5	25	7	25	47	20	1.4	2.0	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
Otros servicios	0	0	7	1	8	6	13	0.3	0.6	79	2.4	0.9
Transporte y almacenaje	2	1	16	5	17	6	38	0.9	1.3	16	0.5	0.8
TOTAL	200	695	1235	1323	955	996	1666	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.
 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 una inversión directa sino más bien a una de cartera.

Cuadro 3
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	14,651	2,498	6,375	1,076	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.

En lo que sigue analizaremos el destino, de la IED, en cuanto se refiere a la producción de bienes y servicios de exportación.

En el Cuadro 4 se aprecian los indicadores relevantes para una muestra de proyectos de inversión ingresados a través del DL 600, con montos materializados de aportes directos y créditos asociados por empresa de más de US\$ 20 millones y para los cuales había información disponible tanto de ventas totales, como de exportaciones.¹⁰ Dicha muestra representa el 60 por ciento del total de la inversión extranjera materializada durante el período 1974-93.¹¹

Cuadro 4
Inversión materializada por sector (US\$ 20 millones y más)
y relación ventas exportaciones
Período 1974-1993

	Inversión materializada(1)	Subtotal (2)	(2)/(1) (%)	Ventas (3)	Exportaciones(4)	(4)/(3) (%)
Servicios	965.0	40.7	4.2%	78.8	1.3	1.6%
Minería	4,617.2	3,337.5	42.3%	1,240.6	1,142.0	92.0%
Industria	833.1	457.4	55.0%	1,018.8	109.0	10.6%
TOTAL	6,415.3	3,835.6	59.7 %	2,338.2	1,252.3	53.5%

Fuente: Comité de Inversiones Extranjeras. Chile, Inversión Extranjera en Cifras, 1975-1993. 1994 y South Pacific Mail. The Chile Inc Source Book. 1994

Para la muestra total, el 53.5 por ciento de la ventas en 1992 de las empresas constituidas en base a la inversión extranjera estaba destinada a exportaciones. Para el sector minero, (donde la muestra es muy representativa, ya que representa el 72 por ciento de la inversión materializada, para inversiones de más de US\$20 millones), la proporción de ventas, que va a exportaciones es altísima, alcanzando a 92 por ciento (para mayores detalles, véase Anexo 1). En cambio, en industria (donde la muestra también es bastante representativa) sólo el 11 por ciento de las ventas van a exportaciones (para mayores detalles, véase Anexo 2). 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 se puede ver en el Anexo 3, una parte importante de la inversión extranjera materializada en

¹⁰ La muestra cubre 13 empresas, de las cuales 6 están en el sector minero, 6 en industria, y 1 en servicios.

¹¹ Representa el 72% de la inversión total materializada en minería, el 55% de la inversión materializada en industria y 4% de la inversión materializada en servicios.

servicios está en el sector bancario, que no genera exportaciones directamente ya que está principalmente dedicado a proveer servicios a la actividad doméstica, si bien provee también servicios útiles para la exportación, cuyo impacto sin embargo es difícil de cuantificar. 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, b) facilitar operaciones de comercio exterior, especialmente con los países donde están presentes.¹²

Volviendo al cuadro 3, 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 DL600, 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.

Es importante destacar que tanto las proyecciones disponibles de esa muestra, como las proyecciones efectuadas en un estudio de la Corporación de Desarrollo Tecnológico de Bienes de Capital,¹³ indican que también en el futuro cercano una proporción importante de la producción resultante de la inversión directa extranjera y los créditos asociados a ella estaría destinada a exportaciones. Así, según proyecciones de ese estudio, una muestra de empresas que han recibido inversión directa extranjera dedicarán, en el período 1994-97, el 67 por ciento de la producción generada por las inversiones analizadas a exportaciones.¹⁴

De hecho, dicho estudio concluye que entre los años 1994 y 1997, la exportaciones de la muestra analizada de empresas que han recibido inversión extranjera aumentarán en 88 por ciento en parte importante debido a que entrarán a operar grandes proyectos mineros como Candelaria, Zaldívar y Quebrada Blanca. Sin embargo, también se proyecta un aumento importante de exportaciones no mineras, básicamente basada en inversión extranjera en madera, celulosa y papel y en la industria de alimentos. En ese sentido, es importante enfatizar que una parte importante de la inversión extranjera en exportaciones no mineras ingresó inicialmente por el mecanismo de conversión de deuda; la reglamentación de dicho mecanismo limitó estrictamente las inversiones en minería que se podían hacer por ese conducto y, a través de la aprobación caso-por-caso, buscó orientar la inversión hacia proyectos industriales y de exportación. Como resultado, la inversión que ingresó por esta vía se concentró en la industria (especialmente, papel y celulosa) y en la silvicultura. Si embargo, como se puede ver en el Anexo 2, también han ingresado (en particular más recientemente) inversiones en esos sectores a través del mecanismo DL600.

¹² En una encuesta, cuyos resultados se presentan en M. Agosín. "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.

¹³ Levantamiento de Proyectos de Inversión Extranjera en Chile - Diciembre 1993.

¹⁴ Estas proyecciones probablemente sobrevaloran en algo la proporción de producción generada 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 supuestos bastante fuertes, 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.

Se puede concluir pues que en el caso chileno una parte importante de la inversión extranjera directa (que incluye los aportes y créditos asociados del DL600) está orientada a la exportación especialmente minera. En la medida en que el precio internacional de dichos productos (particularmente los mineros, pero también otros productos 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 de inversión harían probable que continúe a futuro una entrada importante de inversión extranjera nueva y que una proporción elevada de las utilidades generadas por la inversión el país se reinviertan. Cabe señalar, sin embargo, que la IED tiende a concentrarse en Chile en aquellos sectores donde el país tiene ventajas comparativas naturales. Podría ser valioso en ese sentido que el país (y las autoridades gubernamentales) hicieran un esfuerzo por atraer inversión extranjera hacia sectores manufactureros.

B. INVERSION EXTRANJERA DE CARTERA

1. American Depositary Receipts (ADR). (SECCION EN REVISIÓN)

A diciembre de 1993, habían ingresado al país US\$ 1149 millones mediante la colocación de acciones, principalmente en la Bolsa de Nueva York, de siete empresas chilenas a través del mecanismo de ADRs (véase Cuadro 1). Sin embargo, estos ingresos pueden aumentar aún más 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 emisión 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 dividendos¹⁵. Este proceso es autorizado por el Banco Central de Chile y utilizará como criterios de decisión la situación de Balanza de Pagos y la necesidad de preservar estabilidad en la Cuenta de Capitales. La **segunda etapa** tiene condiciones de ingreso mucho menos restrictivas¹⁶, y consiste en la compra de títulos en el mercado bursátil de Chile para luego canjearlos por ADR transables en Estados Unidos. A esta operación se le denomina "inflows". Como contrapartida, también existe el "flowback" que consiste en la conversión de ADR 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, que se comunican entre sí, transan un mismo título a distinto precio.

¹⁵ Entre las condiciones más importantes que deben cumplirse para esta emisión inicial de títulos destacan: a) la empresa bancaria extranjera debe comprometerse ante el Banco Central de Chile a adquirir a lo menos el 90% de la emisión 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; y c) las acciones que se pretende colocar deben representar un aumento de capital neto de la respectiva empresa emisora.

¹⁶ Tan solo se debe cumplir que el adquirente sea extranjero y que registre en el Banco Central el aporte de capital al amparo del Capítulo XIV, liquidando las divisas en el sistema financiero local y comprar las acciones en la Bolsa. Además en esta etapa no es necesario que las acciones adquiridas constituyan un aumento de capital neto.

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. A mediados de 1994, CTC transa títulos por un valor superior a los US\$ 1126 millones, lo que representa el 23 por ciento de su propiedad. Hacia fines de 1993, el valor total de las acciones chilenas con cotización en el exterior sumaban US\$ 2144 millones¹⁷. Esto ha significado que las acciones correspondientes a estas empresas se transan mucho más en Nueva York que en la propia Bolsa de Valores local¹⁸.

Existe gran interés entre las empresas nacionales por emitir nuevas acciones bajo esta modalidad. Esto se atribuye, entre otros, a que estos instrumentos les otorgan un rápido acceso a los mercados externos 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, tales como los mayores costos que significa para la empresa el cumplir con los requerimientos de información para la Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC); además del hecho que el ingreso de nuevos accionistas pueda significar pérdida de control sobre operaciones; así como un aumento en las regulaciones, ya que no sólo están sujetas a las leyes chilenas, sino también a las de Estados Unidos (Bolsa de Comercio, 1993). Además la colocación de ADRs ha significado una influencia creciente de las bolsas norteamericanas sobre el mercado local. 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 chilenas. Esto se debió a la gran inestabilidad de los mercados internacionales producto de las alzas ocurridas y esperadas de la tasa de interés en los mercados internacionales, principalmente el de Estados Unidos.

¹⁷ Estimaciones realizadas por el Departamento de Comisiones de Confianza del Banco de Chile y validas hasta el 31 de abril de 1994. A partir de esa fecha, sin embargo han que notar que se han incorporado al mercado de valores internacionales otras seis empresas locales.

¹⁸ Hasta antes de que se colocaran los ADRs de Chilgener, las acciones de las diez empresas chilenas con presencia en las bolsas norteamericanas registraron movimientos, según volúmenes en dólares, equivalentes al 66% del monto que se anota mensualmente en la Bolsa de Comercio 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% del monto negociado en la Bolsa de Comercio 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 de Comercio.

Cuadro 4
Colocación de ADR en NYSE y operaciones "flowback"
(montos en millones de dólares a noviembre de 1993)

Empresa	Fecha	Colocación inicial	Inflows a/	Total b/	Flowback c/	Variación nominal (%) d/
CTC	20/07/90	89.0	416.6	505.6	46.1	493.3
CHILECTRAe/	12/02/92	72.7	36.7	109.4	14.0	22.0
CCU	24/09/92	57.0	19.8	76.8	6.7	98.0
MADECO	28/05/93	55.0	34.6	89.6	2.4	40.4
MASISA	17/06/93	54.0	45.7	99.7	0.0	26.9
SOQUIMICH	21/09/93	75.2	47.1	122.3	0.0	2.9
ENERSIS	20/10/93	63.5	39.2	102.7	0.0	
CRISTALES	25/01/94	...				
O'HIGGINS	19/05/94	70.0				
LAB. CHILE	28/06/94	26.6				
E. ANDINA	06/07/94	126.0				
CHILQUINTA	08/07/94	26.4				
CHILGENER	18/07/94	62.0				
ENDESA	26/07/94	52.8				
TOTALES		466.4	639.7	1106.1	69.2	

Fuente: Revista Latin Finance, varios números; Chile Market, Corredores de Bolsa e informaciones de prensa.

- a/ Contabiliza las compras efectuadas por extranjeros en Chile convertidas posteriormente a ADR.
b/ Representa la colocación de ADR chilenos en NYSE (Colocación inicial más operaciones "inflows").
c/ Las operaciones "flowback" corresponden a los ADR transformados en acciones y transadas en el mercado de valores nacional.
d/ Variación nominal del valor de los ADR en NYSE desde el momento de su primera colocación hasta noviembre de 1993.
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).

Cuadro 4a

Colocación de ADR en NYSE y operaciones "flowback" a/

Empresa	Fecha	Colocación inicial	% inicial de la empresa	Inflows b/	Total g/	Flowback d/	% actual de la empresa	Precio inicial	Precio dic.93	Variación nominal (%) e/
CTC	20/07/90	89.0	12.0	456.6	1126.0	46.1	23.0	16.25	101.88	493.3
CHILECTRA	12/02/92	72.7	8.5	99.3	156.0	11.2	10.5	25.00	...	22.0
CCU	24/09/92	57.0	8.7	71.3	141.0	4.9	12.7	12.50	...	98.0
MADECO	28/05/93	55.0	12.8	78.2	180.0	2.4	19.1	10.50	29.25	40.4
MASISA	17/06/93	54.0	17.5	90.5	177.0	0.0	33.3	15.75	28.00	26.9
SOQUIMICH	21/09/93	75.2	22.6	...	180.0	...	28.3	25.75	30.50	2.9
ENERSIS	18/10/93	63.5	3.0		194.0		7.5	18.00	23.50	
CRISTALES	25/01/94	87.0			117.0		25.9	...		
TOTALES		510.7		795.9	1134.9	64.6				

Fuente: Banco Central de Chile y Chile Market, Corredores de Bolsa.

a/ Montos en millones de dólares al 31 de diciembre de 1993.

b/ Contabiliza las compras efectuadas por extranjeros en Chile convertidas posteriormente a ADR.

c/ Representa la colocación de ADR chilenos en NYSE (Colocación inicial más operaciones "inflows").

d/ Las operaciones "flowback" corresponden a los ADR transformados en acciones y transadas en el mercado de valores nacional.

e/ Variación nominal del valor de los ADR en NYSE desde el momento de su primera colocación hasta octubre de 1993.

**/ 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).

El interés por los títulos chilenos se ha intensificado cuando se producen diferenciales de precio importantes entre el mercado local y el mercado extranjero. 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; la cifra ingresada suma US\$ 796 millones (véase cuadro 4). 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.

Durante el primer semestre de 1994 luego de un período de

mucha cautela, producto de la inestabilidad de los mercados internacionales, siete nuevas empresas chilenas han realizado emisiones de ADRs (véase cuadro 4). Además existen varias empresas que están preparando nuevas emisiones, lo indicaría que hacia fines de 1994 serían unas 20 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.

Como se aprecia en el Cuadro 5, 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. La habilidad empresarial, la disminución del riesgo-país como la creciente reputación de las empresas chilenas ha permitido tener acceso preferente al capital externo. Por otro lado, mercados internos de lento crecimiento y en muchos casos ya topados, han obligado a las empresas a buscar nuevos negocios. La internacionalización de sus actividades, en especial en los países limítrofes (Argentina y Perú) ha sido la tendencia imperante.

DESARROLLAR CON MAYOR PROFUNDIDAD

Cuadro 5
Usos de los recursos obtenidos con emisiones internacionales de acciones

Empresa	Fecha	Sector	Destino de los recursos obtenidos por medio de la emisión de ADRs.
Compañía de Teléfonos de Chile (CTC)	20/07/90	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>	12/02/92	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>	24/09/92	Embotelladora de bebidas	Financiamiento para su plan de expansión, fundamentalmente a nivel local.
Manufacturas de Cobre (MADECO) <u>b/</u>	28/05/93	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 peruana.
Maderas y Sintéticos S.A. (MASISA)	17/06/93	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 de 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)	21/09/93	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>	18/10/93	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 está 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\$ 174.49 millones.
Cristalerías Chile	24/01/94	Minerales no metálicos	Estos recursos serán utilizados en la modernización de la planta.
Banco O'Higgins <u>b/</u>	18/05/94	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 abandonó por exigencias de la Superintendencia de Bancos y el Banco Central de Chile; y estudia la posibilidad de comprar un banco en Argentina (Banco Popular Argentino). 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.
Laboratorios Chile	06/07/94	Químico	Aumento de capital en un 60 por ciento, para totalizar US\$ 66 millones. Con estos recursos se pretende implementar un plan de expansión por un 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..

Embotelladora Andina	00/07/94	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 Rfo de Janeiro Refrescos, embotelladora de Coca Cola en esa ciudad de Brasil, operación que demandó US\$ 120 millones. A esta empresa Andina aportó 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.
Chilquinta S.A.	08/07/94	Distribución de energía eléctrica	Financiar la compra del 60 por ciento de la Central Puerto (Argentina) junto a Chilgener y Pacífico Quinta. Financiar la construcción de instalaciones para la interconexión con el Sistema Interconectado Central (SIC) del sistema que la empresa tiene en San Antonio.
Chilgener	18/07/94	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 Telecomunicaciones (ENTEL)		Telecomunicaciones	Obtener recursos para participar en la privatización de las principales empresas de telecomunicaciones de Perú (EntelPerú 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.
Empresa Nacional de Energía S.A. (ENDESA) a/	26/07/94	Generación de energía eléctrica	Los recursos generados (unos US\$ 50 millones) serán destinados a financiar el plan de desarrollo de la empresa que tiene prevista para 1994 participar en la licitación de las generadoras de electricidad ElectroLima y 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	Adquisición del 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.
CAROLINA			Participación en diversos proyectos en estudio, tanto en Chile, como en Perú, Bolivia, Argentina y Colombia.
CONATEL			Ampliación de su participación en el mercado de la telefonía celular. Ingresar al negocio de la televisión por cable.
Concha y Toro			Reducir pasivos por un monto de US\$ 33 millones. Potenciamiento de la marca a nivel internacional, desarrollo de 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.
Telefónica del Sur b/		Telecomunicaciones	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.
VTR b/		Telecomunicaciones	
TOTALES		510.7	

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

a/ La Distribuidora Chilectra Metropolitana pertenece en un 74.5 por ciento a Enersis.

b/ Pertenecen al grupo 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.

d/

Los accionistas de ENDESA aprobaron en abril de 1994 un aumento de capital de 200 millones de acciones y que corresponde al 2.5 por ciento del total de la empresa. Durante el período de oferta preferencial que se prolongó hasta el 15 de julio de 1994, se colocaron en el mercado local acciones por un valor de 116.7 millones de títulos, equivalente a poco más del 58 por ciento de la emisión. De esta manera quedó un remanente de 83.3 millones de acciones, una parte del mismo fue colocado bajo el mecanismo de ADR y corresponde a 67.2 millones de acciones de la empresa. Este aumento de capital tanto vía oferta preferente de acciones como colocación de ADR implicaría recursos para la compañía del orden de los US\$ 145.7 millones, de los cuales los ADR debería aportar en US\$ 48 y US\$ 49 millones.

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. 18.657¹⁹. 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, a mediados de 1994 ya eran 18 los FICE que operan en el país los cuales habían realizado aportes por más de US\$ 500 millones, los que en su mayoría se encuentran invertidos en títulos accionarios. En cuanto a los fondos más activos, destaca GT Chile Growth Fund, que hasta el primer semestre 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 alcanza los US\$ 463 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 e inversiones con un valor de US\$ 297 millones ya ha efectuado remesas netas de beneficios por US\$ 45.8 millones.

Transcurridos más de cuatro años desde que los FICE comenzaron a operar en Chile, el ingreso de capitales a través de este mecanismo ha ido decayendo (véase cuadro 1 y cuadro 6). 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 latinoamericanos²⁰, 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.

¹⁹ La Ley No. 18.657 autoriza y regula el funcionamiento de los FICE desde el 29 de septiembre de 1987. Pueden acogerse a 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.

²⁰ Tal es el caso de Argentina, Brasil y más recientemente Perú. Escribir algo más contundente al respecto!!!.

De este modo, durante 1993 las remesas totalizaron US\$ 53 millones, mientras que en los cinco primeros meses de 1994 ya sumaban US\$ 33 millones. Incluso, en mayo y junio de 1994 ninguna de las entidades aportó recursos, produciéndose en cambio una salida de más de US\$ 14 millones.

A mediados de 1994, los FICE mantienen en el país recursos por un valor de mercado de más de US\$ 1825 millones de los cuales más del 97 por ciento son acciones de empresas que cotizan en la bolsa, principalmente en aquellas del sector eléctrico y de telecomunicaciones. Estos se concentran en una pocas empresas de gran tamaño, tales como la Compañía de Teléfonos de Chile (CTC), Endesa, Enersis y Embotelladora Andina. En estas cuatro empresas se mantienen más del 43 por ciento de los fondos ingresados al país. Sólo en la CTC se han invertido más del 14 por ciento de los activos ingresados al país y son propietarios de alrededor del 5.5 por ciento de la empresa²¹.

Este aparente desinterés apreciado durante 1994 por incrementar sus operaciones en el país tiene como una de sus causas en la creciente incertidumbre que está 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 desinsentivar 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 como una caída acumulada de más de 22 por ciento.

Por otro lado, la creciente colocación de ADR 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

²¹ En el caso de Embotelladora Andina se han concentrado 12.8% de los activos de los FICE, y son dueños del 13.9% del capital accionario. En tanto en Endesa, los fondos mantienen invertidos el 9.27% de sus recursos, lo que les permite ser dueños del 4% de la empresa. Una presencia importante también poseen en Enersis, concentrando el 7.06% de sus activos y alcanzando el 4.7% de la propiedad. Otras empresas importantes donde se concentran estos recursos son Chilgener con un 5.8%, Copec con un 4.61% y la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) con un 3.5%.

reglamentación de los FICE²². En este sentido, es interesante constatar que actualmente los FICE concentran cerca de un 25 por ciento de su cartera en acciones que cotizan certificados en Estados Unidos. En tanto, la inversión en títulos de empresas que están emitiendo ADRs representa más del 35 por ciento de sus recursos, situación que en la práctica podría generar un mayor alejamiento del mercado chileno.

Cuadro 6
FONDOS DE INVERSION DE CAPITAL EXTRANJERO (FICE) a/
INVERSION POR INSTRUMENTO
(millones de dólares)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994b/
Número de Fondos	5	9	13	16	17	18
Acciones	...	361.4	871.4	1024.9	1524.9	1773.6
Depósitos a plazo	...	8.8	25.3	17.5	15.1	17.4
Letras Hipotecarias	...	0.5	3.0	0.5	0.2	3.3
Bonos	...	1.7	1.0	1.0	0.2	2.3
Títulos Estatales	...	74.4	38.1	35.8	15.5	16.6
Otras Inversiones	...	8.8	21.7	13.8	15.6	10.9
Bancos y Otros Activos	...	2.0	0.1	2.8	1.4	1.9
Total Activos	...	457.6	960.6	1096.3	1572.9	1825.9
Aportes acumulados a diciembre	86.0	338.7	395.6	447.0	483.3	505.2
Remesas acumuladas a diciembre	...	...	...	75.1	128.1	161.0

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

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

b/ A mayo de 1994.

²² Hacer nota sobre las características de la regulación de los FICE.

IV. LA INTERNACIONALIZACION DE LAS EMPRESAS CHILENAS: UNA CONSECUENCIA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL EXTRANJERO

Hasta fines del año 1990 estos movimientos de capital fueron poco significativos, 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 realizarse

En total, el Capítulo XII fue utilizado antes de la introducción de estas modificaciones en poco más de 100 ocasiones en un período de más de 20 años, tanto por empresas del sector financiero, especialmente bancos, como del sector productivo. Entre estas últimas destacan la Compañía Sudamericana de Vapores; la Empresa Nacional del Petróleo (ENAP) en Ecuador y Argentina, donde ha realizado perforaciones exploratorias; la Corporación Nacional del Cobre (CODELCO); la Sociedad Química y Minera de Chile S.A. (SOQUIMICH); la Compañía de Petróleos de Chile (COPEC); Sonda Ltda.; y la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC), en Argentina, donde a comienzos de 1991 adquirió el 51 por ciento de una fábrica de pañales en US\$ 14.3 millones (Química Estrella San Luis). La mayoría de estos aportes tuvieron como lugar de destino a países de América Latina, aunque también se han realizado inversiones en Francia, Inglaterra, Alemania, Estados Unidos e incluso China y Liberia.

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, las que llegaron a US\$ 5700 millones en febrero de 1991. Esto influyó decisivamente en que el tipo de cambio real se mantuviera bajo, lo que no fue bien recibido por los agentes económicos, en especial por los exportadores. Por estas razones la autoridad económica, dentro del proceso de apertura de la economía, que tuvo como pilares fundamentales el auge del sector exportador y la inversión extranjera directa, visualizó como el paso siguiente más

²³ El mecanismo legal a través del cual se han realizado este tipo de operaciones es el llamado Capítulo XII de Compendio de Normas de Cambios Internacionales 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 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.

lógico, la apertura de la cuenta de capitales ²⁴.

La tendencia a una muy baja y selectiva presencia de empresas chilenas en el exterior se vio radicalmente modificada a partir de 1991 con la liberalización introducida en el Capítulo XII, llegando estas a sobrepasar los US\$ 800 millones en mayo de 1993. Estas nuevas inversiones se concentraron básicamente en Argentina, donde hay más de 50 empresas que pertenecen o están ligadas a chilenos. Destacando aquellas que tienen una larga historia en este país, tal es el caso de Jumbo, Di Foto y el mini-holding del grupo Luksic en la zona de Salta. Sin embargo, recién durante el año 1992 la presencia chilena en Argentina realmente comienza a tomar dimensiones significativas, especialmente a través de programa de privatizaciones, es así como los flujos de capitales chilenos a este país llegaron a más de US\$ 350 millones a mayo de 1993 .

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 ²⁵. 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. 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

²⁴ Los primeros pasos que se dieron en este sentido fue autorizar a las Administradoras de Fondos de Pensiones (A.F.P.) 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 Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central, el cual regula los aportes de capital de empresas chilenas en otros países. Este mecanismo permite a las empresas chilenas adquirir participación en sociedades extranjeras, crear filiales, comprar unidades productivas existentes, y acceder a licitaciones internacionales, entre otras posibilidades. Lo que fomentó esta última alternativa fue que ella involucraba inversiones productivas y no sólo financieras, lo que estimularía el desarrollo y competitividad de la economía y empresas chilenas.

²⁵ A fines de marzo de 1992, el 60% del capital accionario de la Central Puerto fue adjudicada a las empresas chilenas Chilgener (49.5%) y Chilectra Quinta Región (10.5%) en US\$ 92.1 millones. En mayo de 1992, el 60% de la Central Térmica Costanera, fue adjudicado al consorcio formado por las empresas chilenas Endesa (30% y operador), Enersis (9%), Chilectra (3%), la argentina Pérez Compac (15%) y la norteamericana Public Services of Indiana (3%) en US\$ 90.1 millones. Finalmente, en julio de 1992, el 51% de la empresas distribuidora EDESUR al 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%, lo que sumado al 5% de Endesa eleva a 25.1% la presencia chilena, seguida por el poderoso grupo argentino Pérez Compac con un 20.6%. 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.

Noroeste, una de las 10 en que fue dividida Gas del Estado, en una cifra superior a los US\$ 72 millones ²⁶. 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. Sumandose 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, el grupo Boher posee el 62 por ciento de Di Foto y el 50 por ciento en Errol's Argentina, y el grupo Angelini compró el 61 por ciento de la Compañía de Seguros La República.

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 en Argentina, tal es el caso de Cerámicas Cordillera que compró la fábrica de baldosas Sassuolo de San Luis; la Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones compró el 51 por ciento de la fábrica de pañales desechables Química Estrella, también en San Luis; Indura compro una planta de llenado de gases y productos de soldadura en Córdoba; 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 compro las fábricas de cables Indelqui y Industria de Cables Lavallol; y el Grupo Boher controla el 50 por ciento de Industrias del Maíz (Imasa).

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 poderosa Editorial Atlántica ²⁷; 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.

Sin embargo, el interés de empresarios chilenos en Argentina

²⁶ El Consorcio que formaba la empresa chilena Gasco presentó ofertas económicas por seis de las ocho empresas distribuidoras, adjudicándose solo la del Noroeste.

²⁷ Una asociación similar realizó con O'Globo de Brasil.

no esta agotado, por el contrario durante 1993 ya existen anuncios de multiples nuevos negocios que incrementarán la presencia de los chilenos en la economía de sus vecinos. Tal es el caso del lanzamiento de los supermercados Multiahorro; la expansión de las operaciones de las cadenas Unimarc, Jumbo y Almac-Ekono; el interés de la Sudamericana de Vapores en la privatización de la naviera estatal ELMA; las nuevas oportunidades en el negocio de la distribución eléctrica; y el atractivo negocio de los Fondos de Pensiones que comenzaría a funcionar durante este año, y donde las empresas chilenas tienen gran experiencia y no han ocultado su interés de participar.

En 1993, Perú también han despertado el interés de los inversionistas chilenos. En este país, al igual que en Argentina, los negocios más interesantes han estado vinculados a la privatización de las empresas públicas y a las nuevas oportunidades generadas a partir de los grandes cambios que se han introducido como consecuencia de la adopción de políticas liberales, tal es el caso de la próxima entrada en vigencia de nuevos Fondos de Pensiones. Hasta estos momentos ya varias empresas fueron privatizadas en el Perú, y una a pasado a manos de chilenos. Se trata de Solgas, la mayor empresa de gas natural del país y cuyo 81 por ciento fue comprado por un grupo de empresarios ligados a Enagas, Lipigas y Codigas, quienes pagaron US\$ 9 millones aproximadamente. Pero sin lugar a dudas luego de aprobarse la ley que elimina el monopolio estatal en la seguridad social, este sector a despertado gran interés por parte de grupos empresariales chilenos por establecerse en Perú para participar en sociedades mixtas para la formación de Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP). Tal es el caso Habitat, Santa María, Provida y Summa. Además de la exportación del know how prevional, empresarios chilenos están buscando asociaciones similares en el area de la previsión médica, tal es el caso de La Cumbre que firmó un acuerdo de joint venture con Alerta Médica S.A. de Lima para desarrollar una isapre en Perú.

ESTUDIOS DE CASO

LA COMPAÑÍA DE TELEFONOS 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 1.4000.000 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 del IFC, a créditos bancarios, a bonos y a ADR's (habiendo sido la primera empresa latinoamericana en colocar ADR's y representando alrededor de 50 por ciento del valor total de los ADR que las empresas chilenas transan en el exterior).

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 externas;²⁸ en ese sentido, hay un cierto paralelo con el caso de La Escondida (ver más abajo) 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 Sr. Bond) y porque Chile todavía era visto como un país con riesgo bastante elevado. CTC estaba además 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

²⁸ Material de entrevista.

la compañía como un todo fuera co-deudora con todas sus filiales. Finalmente tenía como pre-requisito la entrega muy detallada de una serie de informaciones. El crédito estaba dividido en dos tramos, uno, limpio, por US\$60 millones; el otro, tramo, de \$20 millones, era deuda subordinada, cuyo spread aumenta (hasta 6 por ciento) según el nivel de utilidades, y no se puede pre-pagar; dicho tramo por tanto es carísimo.

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 facilita la inversión por A.F.P.'s chilenas en la CTC²⁹ 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 facilita 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 ADR's 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".³⁰

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 todas las mismas condiciones que el crédito IFC-A.

El nuevo acceso a las fuentes extranjeras de financiamiento contribuyó a un acceso en condiciones mucho más favorables que antes al mercado nacional de bonos. Así, la CTC pudo colocar el equivalente de \$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 antes).

Finalmente, en 1993, la CTC colocó bonos convertibles en acciones, a 10 años, y a una tasa de interés de 4.5 por ciento, colocación que fue sobresuscrita en el extranjero. Estos bonos tienen la característica interesante que CTC puede forzar la conversión en acciones 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 \$80 millones de J.P. Morgan en condiciones favorables.

El resto del financiamiento que requiere CTC en 1994 lo planea obtener en el mercado

²⁹ Material de entrevista.

³⁰ Material de entrevista.

chileno de bonos, mediante una emisión en pesos, equivalente a US\$ 200 millones.³¹ 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.

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 señalaba arriba, el principal uso de los recursos externos obtenidos es para 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; así existe CTC Celular (para teléfonos de ese tipo), C.T.C 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 mejicana.

La CTC tampoco ha invertido en escala significativa aún 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.

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; junto, con Telefónica de España, CTC Celular está participando en un consorcio que ha recibido un "franchise" celular en Colombia.

³¹ South Pacific Mail, julio 1994.

LA ESCONDIDA:

En camino a convertirse en el mayor productor mundial de Cobre

Escondida es uno de los proyectos más grandes de inversión extranjera en Chile, (es la segunda más grande IED materializada en el país en el período estudiado ver Anexo 1), y una de las que genera un nivel de exportaciones más elevado. De hecho, en 1993, Escondida contribuía el 6 por ciento del total de las exportaciones chilenas, lo cual implicaba que era el mayor exportador privado del país. Según proyecciones de la compañía, el nivel de exportaciones de Escondida, llegará a más de 8 por ciento de las exportaciones chilenas hacia 1997.

Escondida también es una empresa importante a nivel mundial, ya que produce actualmente el 4 por ciento de la producción mundial de cobre.

Si bien Escondida fue descubierta en marzo de 1981, la compañía que efectivamente desarrolló la mina fue formada recién en octubre de 1985. La propiedad de La Escondida está compuesta de la siguiente forma: la compañía australiana BHP (Broken Hill Proprietary Inc) posee el 57.5 por ciento de la propiedad; la compañía inglesa RTZ (Río Tinto Zinc) tiene el 30 por ciento; un consorcio japonés encabezado por Mitsubishi el 10 por ciento; y la Corporación Financiera Internacional (IFC), del Banco Mundial, el 2.5 por ciento restante.

Aunque el depósito y el proyecto eran tan rentables, ya que partía a mediados de los ochenta, era prácticamente imposible 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 ello, la única fuente financiera privada en la etapa inicial de la Escondida fue, el aporte directo (que ingresó a través del DL 600) de B.H.P, R.T.Z. y Mitsubishi, que proporcionaran alrededor de US\$ 460 millones.

Un primer aporte público internacional a la Escondida lo hizo IFC del Banco Mundial, institución que no sólo proporcionó \$70 millones, sino que entró en las negociaciones del proyecto inicial y jugó un rol clave de catalizador para otros recursos, al dar su "sello de calidad" al proyecto.³² Así, por ejemplo, la participación del IFC facilitó significativamente el que se consiguieran los créditos oficiales descritos a continuación.

Los principales financistas del proyecto fueron instituciones de crédito de exportación estatales, que hicieron préstamos a cambio de contratos de suministro de concentrado de cobre a largo plazo. Ello implica que -para un nivel de producción de 320.000 toneladas de cobre fino, que era el nivel inicial de producción proyectado de Escondida- el 75 por ciento de esa producción está comprometida durante 12 años directamente a fundiciones (es decir hasta el año 2002) a ir directamente a fundiciones de Japón, Alemania y Finlandia. (Dado que la producción ha aumentado por sobre el nivel originalmente planificado, la proporción que debe ir directamente a fundiciones como pago de los créditos ha bajado a 60 por ciento de la producción total).

En un inicio el propósito de la 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

³² Material de entrevista.

se decidió invertir además en la construcción de una planta para cátodos.

Así, la producción inicial diseñada era equivalente a 320.000 toneladas métricas de cobre fino anual. Esta cifra ha aumentado, principalmente debido a mejoras introducidas en las operaciones, especialmente en la planta concentradora. Así, para 1995 se proyecta una producción de 480.000 toneladas métricas de cobre fino, las cuales se compondrán de 400.000 TM de cobre fino en concentrados y 80.000 TM de cobre fino en cátodos de alta pureza. 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). Este proyecto representa una inversión de \$200 millones.

El financiamiento de las ampliaciones que han ocurrido se han podido efectuar con caja, sin tener por tanto que recurrir la empresa a financiamiento externo.

Además de los proyectos actuales, Escondida está estudiando otras ampliaciones importantes, a nivel de estudio de factibilidad.

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 refinería de metales chilena, que posteriormente exportará el producto.

Finalmente, parece de interés destacar las razones dadas por personal de La Escondida de las razones porque se estableció la empresa en Chile.³³ Las razones eran: 1) estabilidad económica y jurídica de largo plazo, 2) la posibilidad de ingresar a través del DL 600, 3) la experiencia minera en el país y 4) la calidad profesional de la mano de obra.

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

³³ Material de entrevista.

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 importante en la exitosa estrategia de globalización de la empresa, que se ha desarrollado a varios niveles.

Ante de examinar la estrategia de globalización de Chilectra, daremos brevemente algunos antecedentes de la apertura de capital de Chilectra. Dicho proceso comenzó con la Ley Eléctrica promulgada en 1992; ésta definió que el aporte financiero para la ampliación de capacidad que las empresas eléctricas pueden exigir 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 AFP, que les permitían invertir en sociedades anónimas que cumpliesen 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 A.F.P.

También en 1985, Corfo implementó un sistema de venta de acciones a los trabajadores que querían 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. A través de estos tres anticipos de indemnizaciones los trabajadores llegaron a poseer un porcentaje elevado de acciones de la empresa.

Paralelamente, los trabajadores de Chilectra, en base a su propiedad de acciones, organizaron sociedades de inversiones que obtienen créditos en la banca, -garantizados por las acciones de su propiedad-; con estos créditos, compran a CORFO y a otros otra parte importante de las acciones de la Compañía.

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

Basándose en este proceso y en el buen nivel técnico y de administración de Chilectra, comienza su proceso, de globalización como señala J.P. Morgan, Chilectra es una de las pocas

empresas latinoamericanas con una perspectiva y estrategia regional.³⁴ 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, ver más abajo); este último aspecto está a su vez ligado con un cierto proceso de globalización de la empresa al exportar ésta 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 afuera.³⁵

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 coloca ADR's por US\$ 73 millones. Un aspecto interesante de destacar es que ésta es una colocación privada en el marco de la regla 144-A.

Chilectra es la primera empresa en hacer una colocación privada de ADR's, a través de la regla 144-A. Según ejecutivos de la empresa,³⁶ ello se hizo por dos razones: 1) Rapidez. En el momento de colocar las acciones, Chilectra tenía planificadas su entrada pronto 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, 2) El costo inicial de una colocación pública es también más alto porque está asociado a menores comisiones y no se incurre en costos de convertir la información contable a principios aceptados en E.E.U.U. (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)³⁷

En todo caso, de la colocación de ADR's de Chilectra, la mitad fue, colocada en E.E.U.U., el resto en Europa, principalmente en el Reino Unido y América Latina (ver Gráfico 1 adjunto)

³⁴ J.P. Morgan, "Chilectra; Company update". Mayo. 1994.

³⁵ Material de entrevista.

³⁶ Material de entrevista.

³⁷ "Acceso de empresas chilenas a financiamiento externo". Presentación al Club Monetario, 10 de junio, 1994.

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 (ver de nuevo Gráfico 1).

Los inversionistas extranjeros pasan a tener el 8.5 por ciento del capital de la empresa, u en 1994 tienen el 10.5 por ciento.³⁸

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 + 1 por ciento) con el propósito de financiar sus adquisiciones de empresas eléctricas en Argentina. Una vez que los ADR's arriba descritos fueron exitosamente colocados (y que localmente Chilectra colocó el equivalente de US\$ 77 millones), lo cual permitió un ingreso total de US\$ 150 millones, Chilectra y Enersis devolvieron este crédito, que había sido un crédito puente.

Enersis, dueña de una parte importante del capital de Chilectra, a su vez coloca en 1993 US\$ 63 en ADR's y obtiene un crédito de 5 años plazo de US\$ 130 millones de la banca internacional (especialmente con bancos europeos).

En relación a la estrategia de financiamiento externo, una razón por lo cual es atractivo el endeudamiento externo comparado con el nacional es: a) su mayor escala y b) su menor costo. Por ejemplo, se compara un crédito externo que se puede obtener a L.I.B.O.R. 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 ciento;³⁹ por lo menos en 1993 aparece como bastante más barato el crédito externo (si bien ello cambiaría si el LIBOR sube significativamente).

Al comparar créditos externos con ADR's, aparece una clara preferencia por ADR's 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: 1) 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)⁴⁰ 2) 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 \$300 millones en Chile), dado que la demanda de energía eléctrica chilena aumenta en alrededor de 7 por ciento anualmente 3) Chilectra invertirá afuera en países donde estima que el marco macro-económico (con equilibrio)

³⁸ Chilectra. Apertura de Capital en Empresas Eléctricas. La Experiencia Chilena. Junio 1994.

³⁹ Material de entrevista

⁴⁰ 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.

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 Enersis, 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 ENERSIS, 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 \$5 millones, lo cual le da una participación de 30 por ciento en Costanera.

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

IMPACTO DE INVERSIONES ARGENTINAS SOBRE UTILIDADES DE CHILECTRA

	1992	1993	1994 E	1995 E
<u>Edesur</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: J.P. Morgan Chilectra Company Update. Mayo 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. Los detalles de la

participación de Chilectra en Edelnor se pueden encontrar en el Gráfico 2.

Cabe destacar que, al momento de escribir, 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 una estrategia corporativa de la empresa, basada en usar rentablemente todas las capacidades de la empresa. Entre otras, Chilectra estableció empresas aparte 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 E.E.U.U. 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 en privatización 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 iniciativa perspectiva globalizada unidas al bajo riesgo país de Chile, implican que empresas chilenas intermedias fondos provenientes del extranjero y los canalizan hacia inversiones en el exterior.