

## ESTUDIO

### REPRIVATIZACION Y CAPITALISMO POPULAR EN CHILE\*

**Mario Valenzuela Silva\*\***

Este trabajo examina los resultados de la implementación del mecanismo del capitalismo popular en la capitalización y reprivatización de Bancos y Administradoras de Fondos de Pensiones intervenidos a raíz de la crisis económica sufrida en Chile entre 1981 y 1983. Asimismo, se analiza el capitalismo popular en el nuevo sistema previsional y en la privatización de empresas públicas y filiales de CORFO. Los resultados son categóricos en señalar el éxito alcanzado por este mecanismo. Cerca de 170.000 nuevos inversionistas y trabajadores se han sumado a los propietarios de importantes empresas del país por la vía del capitalismo popular directo. Alrededor de 2.900.000 trabajadores afiliados a las AFP han accedido indirectamente a la propiedad de estas empresas, lo que les posibilita un plan de pensiones más ventajoso.

**E**l sostenido crecimiento económico que ha experimentado la economía chilena en los últimos cinco años ha sido acompañado por una revolución en la difusión de la propiedad privada de los medios de producción del país. El principal responsable de tal expansión en la propiedad es lo que ha sido deno-

\* El autor agradece los valiosos comentarios de Hugo Albornoz, José Manuel Garrido, Héctor Gutiérrez y Erik Haindl. Asimismo, agradece la colaboración de la Gerencia de Normalización de la CORFO en la elaboración del presente trabajo.

\*\* Ingeniero Comercial, Universidad de Chile. Master en Business Administration, Universidad de Chicago. Departamento de Economía, Universidad de Chile.

minado "capitalismo popular". Los objetivos perseguidos por este mecanismo pueden ser resumidos básicamente en dos: (a) privatizar diversas instituciones financieras y previsionales intervenidas y empresas públicas, y (b) difundir la propiedad patrimonial de importantes empresas del país entre todos los sectores de la población.

La estrategia de desarrollo económico adoptada por Chile a partir de fines de 1973 ha sido orientada hacia una economía social de mercado, en la que el Estado juega un rol subsidiario. En consecuencia, se ha procedido a la apertura del comercio internacional, a la corrección de importantes desequilibrios macroeconómicos internos y externos, a la eliminación de distorsiones, a la disminución de la intervención estatal y al desarrollo de un mercado de capitales altamente competitivo y transparente. Respecto de lo último, cabe destacar la liberación de las tasas de interés de varias operaciones, la apertura financiera al exterior, el desarrollo de una multibanca con entidades bancadas externas y la modernización de las normas que regulan la oferta de valores para dar una mayor transparencia en este mercado. La privatización de diversas empresas públicas y el fortalecimiento del sector privado no sólo han ayudado al saneamiento de los déficit fiscales, sino que también han inducido a una asignación más eficiente de los recursos de que dispone el país. Debido a lo anterior, el derecho de la "propiedad privada" se ha convertido en la columna vertebral de esta estrategia, pues representa el instrumento indispensable para ser implementada.

La fuerte recesión económica iniciada a mediados de 1981, que tuvo una duración aproximada de 2 años, provocada por la significativa caída en los términos de intercambio, el alza en las tasas de interés internacionales y la brusca disminución en la oferta de recursos externos, produjo una importante depresión en el mercado de capitales chileno, lo que se tradujo en la insolvencia de numerosas entidades financieras y en una crisis de confianza y de expectativas respecto del funcionamiento de la economía social de mercado con libre iniciativa privada.

El desfavorable marco económico general por el que atravesó la economía fue agravado con políticas crediticias poco prudentes, las que afectaron negativamente a la gran mayoría de las instituciones financieras.<sup>1</sup> Así es como entre noviembre de 1981 y enero de 1983 la autoridad fiscalizadora debió inter-

<sup>1</sup> Al respecto, se ha señalado que la propia normativa existente incentivaba a que estas instituciones tomaran niveles de riesgo más allá de la relación riesgo-retorno esperada que se observaba en el mercado.

venir numerosas entidades, cuyo deterioro patrimonial era evidente: 14 instituciones fueron declaradas en liquidación y otras 5 estuvieron sujetas a régimen de administración provisional. La intervención también afectó a importantes Administradoras de Fondos de Pensiones y a empresas cuyo patrimonio estaba estrechamente relacionado a las instituciones financieras intervenidas.

Todo lo anterior significó que el Estado pasara a controlar involuntariamente más del 60% del total de las colocaciones del sistema financiero y alrededor del 68% de los fondos de pensiones del nuevo sistema provisional. Este hecho entraba en abierta contradicción con la política económica dirigida al desarrollo de un sistema financiero constituido por instituciones privadas y con los objetivos perseguidos por la reforma provisional. Esta última pretendía que los ahorros previsionales fuesen administrados por el sector privado, de manera de lograr una asignación más eficiente de ellos.

Debido a la férrea voluntad del gobierno de continuar con una economía social de mercado, con participación preponderante del sector privado, y con el objeto de normalizar definitivamente la situación anterior, en enero de 1985 se dictaron las leyes 18.401 y 18.398, destinadas a dar cuerpo legal al capitalismo popular. Inicialmente, reconocido como un mecanismo de normalización, el capitalismo popular fue dirigido a solucionar la situación de las entidades intervenidas mediante su capitalización, reprivatizar el capital de dichas instituciones y difundir la propiedad accionaria a través de su atomización.

Transcurridos ya más de tres años y medio desde que se implementó el capitalismo popular, los resultados indican que los objetivos han sido alcanzados. Mediante créditos otorgados por CORFO en condiciones muy favorables, se logró anticipadamente la capitalización de los bancos y AFP intervenidos. Los adquirentes de acciones de estas empresas fueron personas y trabajadores que por sus propios medios difícilmente habrían podido optar a la propiedad accionaria. Los bancos sujetos a administración provisional recibieron aportes del orden de los \$ 107.000 millones a fines de 1987 e ingresaron a 41.644 capitalistas populares. Con respecto a las AFP, se sumaron 14.098 nuevos accionistas con un aporte de más de \$ 4.600 millones.

El capitalismo popular no sólo ha servido como mecanismo de normalización del sistema financiero y provisional intervenido, sino que también ha permitido acelerar el proceso de privatización de empresas públicas iniciado en 1973.

El programa de privatización emprendido por CORFO en 1985, compuesto por el traspaso al sector privado de 27 em-

presas públicas, ha sido llevado en forma exitosa. A mayo de 1988, 13 empresas han sido definitivamente traspasadas al sector privado y se espera que otras 5 lo sean a fines de este año. Entre 1985 y mediados de 1988 la recaudación total por venta de estas empresas era de 194.550 millones de pesos. Alrededor de 114.000 trabajadores y pequeños inversionistas han pasado a ser propietarios directos del capital accionario de estas empresas.

Por último, el capitalismo popular también ha sido extendido a los fondos de pensiones de las AFP, al permitir que estos recursos previsionales sean invertidos en acciones de sociedades anónimas abiertas, previa calificación de la Comisión Clasificadora de Riesgo. Este proceso ha recibido el nombre de "capitalismo popular indirecto", por cuanto indirectamente los trabajadores se convierten en propietarios de parte del capital accionario de las empresas.

A enero de este año, cerca de 46.700 millones de pesos, es decir, alrededor del 7,0% del total de los Fondos de Pensiones, se encontraba invertido en acciones. De esta forma, se ha logrado integrar a 2.900.000 trabajadores del país a la propiedad patrimonial de algunas empresas que están contempladas en el programa de privatización.

Lo anterior indica que, a pesar del fuerte retroceso sufrido en la economía en el período 1974-1980, en materia de modernización y crecimiento del mercado de capitales —en particular respecto del sistema financiero— y en el proceso de privatización de empresas públicas iniciado a fines de 1973 el capitalismo popular ha permitido restablecer la confianza y expectativas respecto de las ventajas de adoptar una economía social de mercado basada en la libre iniciativa privada. Se ha evitado caer en la tradicional tentación del estatismo que ha mantenido por largo tiempo al país en el subdesarrollo. Es así como durante los últimos años se observan tasas de crecimiento por sobre los niveles históricos.

El objetivo perseguido aquí es analizar, tras tres años y medio de implementación del mecanismo de capitalismo popular, el cumplimiento alcanzado en los objetivos trazados a comienzos de 1985. Específicamente se analizará: (a) Capitalización y reprivatización de bancos y Administradoras de Fondos de Pensiones intervenidos; (b) El capitalismo popular indirecto y el nuevo sistema previsional, y (c) Privatización de empresas públicas. La forma en que serán analizados cada uno de estos temas faculta al lector de la posibilidad de leer cada uno de ellos sin examinar el contenido de los demás.

## I. Capitalización y Reprivatización de Bancos y Administradoras de Fondos de Pensiones Intervenidos

El capitalismo popular, en su forma directa, fue creado inicialmente para la recapitalización y la reprivatización de instituciones financieras y Administradoras de Fondos de Pensiones intervenidas. Ha recibido ese nombre porque conjuga una alternativa de reprivatización y aumento de capital, con la posibilidad de que la propiedad patrimonial se distribuya entre un gran número de pequeños accionistas.

### I.1. Instituciones Financieras

#### I.1.a Crisis e Intervención Financiera

Por efecto de la recesión por la que atravesó la economía chilena desde 1981, diversas instituciones financieras no pudieron responder a sus compromisos contraídos con la banca externa, como consecuencia, a su vez, de la irrecuperabilidad de gran parte de los créditos otorgados a empresas del sector privado que habían quebrado o sufrido cuantiosas pérdidas patrimoniales. La deteriorada situación por la que atravesaron los activos de estas instituciones obligó a que el Estado comenzara la intervención financiera en noviembre de 1981 con varios bancos: el de Talca, Español-Chile, Fomento de Valparaíso y Regional de Linares. Posteriormente, en 1982, estos bancos fueron declarados en liquidación junto al Banco de Fomento del Bío-Bío y Banco Austral de Chile.

Ante la agudización de los problemas señalados, la autoridad económica decidió, el 13 de enero de 1983, el otorgamiento de la garantía del Estado a los compromisos externos de la banca intervenida. Además, procedió a la liquidación definitiva de tres instituciones financieras —el Banco Hipotecario de Chile, el Banco Unido de Fomento y la Financiera Ciga SA— y a la intervención de otras cinco entidades, entre las cuales se encontraban dos bancos privados de gran importancia en el país, como lo son el Banco de Chile y el Banco de Santiago. Estos dos bancos, junto al Banco Concepción, al Banco Internacional y al Banco Colocadora Nacional de Valores, entraron en un régimen de administración provisional, los que, en conjunto con las tres instituciones en liquidación, representaban, hacia fines de 1982, un 40% de las colocaciones del sistema. Lo anterior significaba un

fuerte retroceso en cuanto a la estrategia de reprivatización adoptada.

Para entender apropiadamente la magnitud de la crisis financiera es necesario recurrir a algunos índices a diciembre de 1982 y 1983 que se exhiben en el Cuadro N° 1. En tal período la relación colocaciones vencidas<sup>2</sup> sobre capital más reservas y colocaciones vencidas sobre total de colocaciones, se elevó fuertemente en los bancos bajo administración provisional con la sola excepción del Banco Internacional. El primer índice para estos bancos superó el 100% en diciembre de 1983, reflejando que los recursos comprometidos en la cartera riesgosa superaban al capital, llegando a ser más de dos veces esta relación en el caso del Banco de Santiago. También se observa que la relación utilidad neta más excedentes sobre capital y reservas fue bastante reducida con respecto a períodos normales, alcanzando cifras negativas para todas las instituciones intervenidas.

La intervención significó que, a partir de enero de 1983, el Estado pasara a controlar cerca del 60% del total de las colocaciones del sistema financiero —instituciones intervenidas más el Banco del Estado— y alrededor del 90% de las colocaciones en moneda nacional.

### I.1.b Medidas Remediales y Objetivos

Parte importante de las manifestaciones de la crisis fueron contrarrestadas mediante una serie de medidas implementadas por la autoridad desde principios de 1982. Algunas indirectas, como la ayuda a los deudores a través del dólar preferencial y los sistemas de reprogramación de deudas, y otras directas, como el programa de venta de cartera al Banco Central<sup>3</sup> —llegando a representar más del 100% del capital y reservas de los bancos na-

<sup>2</sup> En este trabajo se utilizan indistintamente las expresiones "cartera vencida" y "colocaciones vencidas", a pesar de que esta última incluye los dividendos hipotecarios vencidos.

<sup>3</sup> Con lo cual se cambian activos de mala calidad por un pagaré del instituto emisor que tiene retorno cierto. No significa una entrega de recursos a los bancos, pues éstos quedan comprometidos a recomprar la cartera con los excedentes que generen. Es sólo una figura contable que refleja la intención de eliminar ese hecho como causal de quiebra y dar garantía estatal a los nuevos adquirentes de acciones preferentes.

Cuadro N° 1

Indicadores Financieros<sup>1</sup>

	Col. venc./			Col. venc./			Via. neta + exced./			Ut. cart. B.C./			Partic.			Col. ven./			Ut. neta + exced. /		
	Cap. y res.			Total col			Cap. y res.			Cap. y res.			(Col.)			Cap. y res.			Cap. y res.		
	%	A Dic.	%	%	A Dic.	%	%	A Dic.	%	%	A Dic.	%	%	A Dic.	%	(%)	A Enero	(%)	A Enero	(%)	1988
	1982	1983		1982	1983		1982	1983		1982	1983		1983	1983		1988	1988		1988		
Banco de Chile	68,61	145,24		4,42	9,97		-8,34	-82,80		64,45	148,79		21,60	21,60		28,25	1,46		1,46		
Banco de Santiago	17,87	227,83		1,80	30,56		0,00	-86,40		14,57	188,35		10,47	10,47		15,48	1,70		1,70		
Banco Internacional	47,67	42,19		5,38	4,95		-11,59	-45,11		89,44	104,24		1,17	1,17		11,13	2,78		2,78		
Banco Col. Nac. de Val.	31,02	128,63		2,30	11,25		0,21	-32,56		0,00	180,53		1,92	1,92		-2	-2		-2		
Banco Concepción	41,02	146,00		3,64	13,55		-17,49	-84,19		74,18	164,09		4,47	4,47		18,56	1,39		1,39		
Banco del Estado	38,81	21,59		6,93	3,97		6,00	6,06		0,00	0,00		16,48	16,48		19,66	0,72		0,72		
Otros Bancos Nacionales	40,47	41,33		3,37	3,47		4,44	-5,23		80,50	120,96		35,31	35,31		21,10	5,92		5,92		
Bancos Extranjeros	20,22	23,84		3,56	5,23		22,05	9,89		6,30	6,11		6,82	6,82		3,96	4,54		4,54		
Sociedades Financieras	21,32	14,70		3,71	2,39		-5,24	2,30		25,35	21,26		1,67	1,67		13,31	4,94		4,94		

Notas:

<sup>1</sup> Las colocaciones son en moneda nacional y en moneda extranjera. No aparecen cifras referidas a bancos y sociedades financieras en liquidación.

<sup>2</sup> El Banco Colocadora Nacional de Valores se fusionó con el Banco de Santiago mediante la Ley 18.412.

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

cionales a fines de 1983— y el mecanismo de capitalización de la banca intervenida contemplado en la Ley 18.401.

Tal como se mencionó anteriormente, la Ley 18.401 fue diseñada con el objeto de normalizar la situación de las instituciones financieras intervenidas, reprivatizar el capital de dichas entidades y difundir la propiedad de las acciones de estas empresas entre un gran número de individuos; difusión que ha dado origen al capitalismo popular.

Mediante esta ley, se autoriza a la CORFO para que otorgue crédito a los contribuyentes que, hallándose al día en el cumplimiento de sus obligaciones tributarias, deseen adquirir las nuevas acciones, cancelando el 5% al contado y el resto a quince años plazo, sin intereses sobre la Unidad de Fomento (UF), y con un año de gracia. Además, se estipula una rebaja del 30% del valor de las cuotas por pago oportuno y ciertas franquicias tributarias.<sup>4</sup> También se concede la posibilidad de que los accionistas puedan recibir un premio consistente en el reparto, a prorrata, del 60% de las acciones que la CORFO haya comprado —como intermediaria— y no vendido durante el año, con topes de cuatro veces lo que se haya comprado o del 2% de las acciones a repartir. Así, también, siguiendo el objetivo de atomizar la propiedad accionaria, se estableció como límite de inversión, para la difusión de los accionistas, de UF 2.000, la suma de los impuestos global complementario y territorial durante los últimos tres años o el 2% de las acciones emitidas por el banco.<sup>5</sup>

Así, con la aprobación de esta ley, se procedió a la capitalización y reprivatización de dos de los principales bancos intervenidos: Banco de Santiago y Banco de Chile. Como parte de ello se autorizó la emisión de acciones preferentes —bajo acuerdo de las juntas de accionistas— por un monto de \$ 18.012 millones y de \$ 28.600 millones, respectivamente. Dichos aumentos de capital, que representaban el 96% del capital del Banco de Santiago y 141% del capital del Banco de Chile, implicaron un restablecimiento de la deteriorada situación de insolvencia de ambas instituciones.

En el caso de las personas jurídicas, las facilidades se reducen a diez años, al 10% al contado, sin rebaja del 30% de cada cuota por pago oportuno.

<sup>5</sup> Las fórmulas propuestas imponen una restricción a la venta de las acciones antes de tres años a contar de la compra de ellas.



Asimismo, el capitalismo popular, con algunas variantes, permitió la recapitalización completa de los bancos Concepción e Internacional. Estas instituciones recibieron montos de \$ 16.700 millones y de \$ 2.700 millones, respectivamente, para reponer las pérdidas de capital sufridas. Dado el tamaño más reducido de estas entidades, se optó por reprivatizarlas mediante la venta de paquetes accionarios mayores, cuidando de dispersar lo más posible la propiedad.<sup>6</sup> El Banco Colocadora Nacional de Valores se fusionó con el Banco de Santiago en virtud de la Ley N° 18.412, quedando así su privatización relacionada a la de este banco.

### I.1.c Resultados

Transcurridos aproximadamente tres años desde que se inició el proceso de normalización de las instituciones financieras intervenidas mediante el mecanismo del capitalismo popular, se puede decir que él ha sido todo un éxito.

Primero, se cumplió cabal y anticipadamente la capitalización trazada para los bancos que estaban bajo administración provisional. Así, los bancos de Chile, Santiago, Concepción e Internacional recibieron aportes por la vía del capitalismo popular por más de \$ 107.000 millones a fines de 1987, correspondiendo alrededor de \$ 81.000 millones a los dos primeros (Ver Cuadro N° 2). A su vez, la relación capital aportado por capitalistas populares sobre capital total es de 56,6% y de 48,8% para los bancos de Chile y de Santiago, respectivamente. Cabe agregar que mientras estos cuatro bancos presentaban en promedio pérdidas no provisionales que comprometían su capital contable en más de 6,8 veces durante el período de la crisis, ya a septiembre de 1987 los resguardos constituidos por ellos superaban las pérdidas en el equivalente al 22% del capital contable.

En segundo lugar, es notable la dispersión que se logró en la propiedad accionaria de estas instituciones. Entre 1984 y 1987 el número de accionistas se incrementó en 21.522 personas (122%), en el caso del Banco de Chile, y en 15.856 (106%) en el Banco de Santiago. Cabe señalar que los capitalistas populares en estos dos bancos eran, a fines de 1987, 25.197 y 15.837,

<sup>6</sup> Las condiciones de crédito que la CORFO otorgó a los inversionistas eran muy similares a las del Banco de Chile y Banco de Santiago.

Cuadro N° 2  
Capitalismo Popular en el Sistema Financiero

	Banco de Chile		Banco de Santiago		Banco Internacional		Banco Concepción	
	1984	1987	1984	1987	1984	1987	1984	1987
Número Accionistas	17.700	39.200	15	15.871	513	1.107	6.093	6.110
Número Capitalistas Populares	0	25.197	0	15.837				
Aporte Cap. Popular (MM\$)		49.229		31.617		3.578		21.791
Compromiso de Capital	830%	-19%	579%	-30%	372,00%	1,00%	562%	-8,00%
Aporte Cap. Pop./Capital Total		56,6%		48,8%		104,80%		213,30%
Part. 15 Mayores Accionistas	34%	6%	97%	10%				

Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

respectivamente.<sup>7</sup> En relación al Banco Internacional, el incremento de accionistas fue de 595 personas y en el Banco Concepción tan sólo de 17.

Junto a lo anterior, es significativo apreciar cómo ha disminuido la participación de los 15 mayores accionistas entre las mismas fechas. En el caso del Banco de Chile esta participación disminuyó de un 34% a sólo un 6%, mientras que en el caso del Banco de Santiago no deja de sorprender cómo esta relación varió del 97% a sólo el 10%.<sup>8</sup>

Finalmente, debe destacarse la normalización que se ha llevado a cabo en el sistema financiero. En el Cuadro N° 1 se puede apreciar la significativa disminución experimentada por la razón cartera vencida sobre capital a enero de 1988. También se observan utilidades netas más excedentes<sup>9</sup> positivas para los bancos intervenidos y el resto de las instituciones financieras.<sup>10</sup> Ello implica que tanto el programa de normalización implementado por la autoridad como la recuperación de los niveles de actividad y de crecimiento económico han ayudado a solucionar definitivamente la crisis de 1981-1983. La velocidad con que ha avanzado el proceso de reprivatización en el sistema financiero indica que los agentes privados han reaccionado positivamente al paquete de medidas adoptadas por la autoridad.

<sup>7</sup> Al respecto, téngase presente que en 1984 eran sólo 15 los accionistas del Banco de Santiago, todos ligados a un solo grupo empresarial.

<sup>8</sup> De acuerdo a cifras de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, a diciembre de 1987, del total de los accionistas populares de los bancos de Chile y de Santiago, casi un 40% tiene menos de 35 años y un 64% menos de 45. Ello significaría que la juventud tiene gran interés en cimentar la capitalización de las empresas del país. Así, también, se ha detectado un alto grado de cumplimiento de los capitalistas populares respecto al crédito recibido de CORFO. El 98,6% está al día en el pago de sus cuotas, reflejando que se han entregado los incentivos apropiados.

<sup>9</sup> Tanto para cubrir pago de dividendos de acciones preferentes como por recompra de cartera al Banco Central.

<sup>10</sup> Con las excepciones del Banco de A. Edwards y el Banco del Pacífico, que no tuvieron pérdidas ni utilidades.

I.2 Administradoras de Fondos de Pensiones

I.2.a Crisis e Intervención en el Nuevo Sistema Previsional

En marzo de 1983 parte importante de la propiedad accionaria de las Administradoras de Fondos de Pensiones Provida, Santa María, San Cristóbal y Alameda estaba en poder de los bancos intervenidos. En particular, el capital de las dos AFP más grandes del país, Provida y Santa María, que administraban el 57% de los recursos totales de los Fondos de Pensiones (FP), pertenecía a los bancos de Chile y de Santiago, que estaban bajo administración provisional. (Ver Cuadro N° 3.)

Cuadro N° 3

**Administradoras de Fondos de Pensiones Relacionadas  
con la Banca Intervenido**  
(Al 31 de marzo de 1983)

A.F.P.	N° Afiliados	(O	Recursos del Fondo <sup>1</sup>	(</)
Provida	551.154	30,95	16.365.300	30,83
Santa María	334.197	0,77	13.404.062	25,25
San Cristóbal	164.904	9,26	4.140.132	7,80
Alameda	158.013	8,87	3.065.529	5,78
Subtotal	1.208.260	67,85	36.975.023	69,66
Otras A.F.P.	572.321	32,15	16.105.441	30,34
<b>Total</b>	<b>1.780.589</b>	<b>100,00</b>	<b>53.080.464</b>	<b>100,00</b>

*Nota:* <sup>1</sup> Montos expresados en miles de pesos.  
*Fuente:* Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (A.F.P.).

Es así como, indirectamente, el Estado, a través de la intervención en el sistema financiero, pasó a controlar cerca del 68% de los FP constituidos por el 70% de los afiliados a este sistema, que en total ascendían a 1.780.589 trabajadores. Los fondos acumulados a esa fecha representaban cerca del 80% del ahorro interno.

I.2.b Medidas Remediales y Objetivos

En la misma Ley 18.401 se establecieron los incentivos para que las personas adquirieran acciones de las AFP Provida y

Santa María, las que mostraban, al igual que el resto de estas entidades, cierta indefinición en la propiedad de gran parte de su capital accionario, por el hecho de estar ligadas a los bancos intervenidos. Con ello se perseguía disminuir la estatización de estas entidades mediante la reprivatización y capitalización, junto a la difusión de la propiedad entre un gran número de trabajadores afiliados a ellas.

De esta suerte, la ley contempló facilidades para la adquisición de acciones de estas AFP a fin de que los imponentes o los jubilados tuvieran, por esa vía, además de participación indirecta al decidir dónde depositar sus ahorros previsionales, una participación más directa en estas instituciones de previsión.

En este caso, a diferencia de los mecanismos de normalización para los bancos intervenidos, la venta de acciones constituyó tan sólo una redistribución de las ya existentes. Se consideraron condiciones similares a las contempladas para los pequeños inversionistas que desearan participar en la capitalización de instituciones financieras intervenidas: 15 años plazo, 5% al contado sin intereses, con reajustes (UF), y con un 30% de descuento por pago oportuno de cada una de las cuotas. Sin embargo, en el caso de las AFP, el límite de la inversión fue de 500 UF y se debía ser imponente activo o jubilado de cajas de previsión —antiguo sistema— o de AFP. Además, para los adquirentes de títulos de propiedad de las AFP se prohibió vender o transferir libremente las acciones mientras hubiera saldo de precio; tampoco se otorgaron franquicias tributarias, con el argumento de que la compra de acciones de estas entidades tenía la ventaja de exhibir ellas utilidades durante los últimos años, las que no podían mostrar los bancos.<sup>11</sup>

### I.2.c Resultados

También en este caso el programa de normalización culminó en forma exitosa, pues se logró vender las acciones en tan

<sup>11</sup> A pesar de lo anterior, algunos estudios tales como el de S. Baeza, "El Capitalismo Popular desde el punto de vista de los Inversionistas", *Documento de Trabajo*, Centro de Estudios Públicos, 46 (mayo 1985), concluyó que los incentivos para comprar acciones de los bancos eran más fuertes que para las de AFP.

Al margen de la discusión anterior, es bien sabido que los agentes económicos centran su atención en los futuros resultados operacionales que puede brindar un negocio al momento de ser evaluado.

sólo 9 meses desde el momento en que fue implementado. Así, las dos AFP más importantes fueron devueltas al sector privado, dándose término a la intervención estatal.

En el caso de Santa María, se vendieron las 346.790 acciones al público, las que fueron adquiridas por 6.178 capitalistas populares, y que representaban un 48% del capital total. (Ver Cuadro N° 4.) Respecto de la AFP Provida, la venta de acciones se realizó en dos series: el 40% del total de las acciones emitidas fue vendido en un solo paquete, adquirido por Bankers Trust Pacific Ltd., por un monto de 570.000 UF; el 60% restante fue adquirido por 7.920 capitalistas populares. Entre ambas administradoras se logró incorporar un total de 14.098 accionistas, quienes invirtieron más de \$ 4.600 millones. Ello impulsa una mayor identificación de las personas con el nuevo sistema de pensiones y, por ende, asegura una mayor estabilidad en el largo plazo.

Las AFP Alameda y San Cristóbal se fusionaron y formaron la AFP Unión. Posteriormente, ésta fue licitada, adquiriendo el 98% del capital la Compañía de Seguros La Interamericana.

#### **Cuadro N° 4**

##### **Capitalismo Popular Directo en el Nuevo Sistema Previsional**

	<b>Provida</b>	<b>San María</b>
Número Capitalistas Populares	7.920	6.118
Aporte Cap. Popular (MM\$)	3.031	1.537
Número Acciones Vendidas Cap. Populares	8.997.120	346.790
Aporte Cap. Pop./Cap. Total		48.801

*Fuente:* - Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.  
 - Memorias de A.F.P. (1977).  
 - Superintendencia de Administradoras de Pensiones.

## **II. El Capitalismo Popular Indirecto y el Nuevo Sistema Previsional**

### **II.1 Estructura Legal**

Aparte de la creación del capitalismo popular directo existente en la venta de acciones de la banca intervenida, fue creado el capitalismo popular indirecto a través de la Ley 18.398, dicta-

da en enero de 1985. Esta ley ha modificado el D.L. 3.500 de 1980, que establece el Nuevo Sistema de Pensiones, en lo relativo a inversiones de las Administradoras de Fondos de Pensiones.

La alteración hace referencia a la atribución que se da en la letra g) del artículo 45, al facultarse a las AFP para invertir los recursos de los Fondos de Pensiones (FP) en acciones de sociedades anónimas (SA) abiertas, en donde el Estado es accionista mayoritario, aprobadas previamente por la Comisión Clasificadora de Riesgo que crea la misma Ley 18.398.<sup>12</sup> Inicialmente se había permitido que los FP fueran invertidos tan sólo en instrumentos de deuda,<sup>13</sup> además de cuotas de otras AFP y depósitos a plazo de instituciones financieras.

## ÍI.2 Objetivos

Varios han sido los objetivos perseguidos por esta ley. Entre ellos destacan aquellos que tienen impacto sobre la propiedad y riqueza de los trabajadores; la mayor diversificación en la cartera de inversiones de los FP; el efecto sobre el patrimonio y relación deuda-capital de las SA abiertas y el desarrollo del mercado de capitales.

El capitalismo popular indirecto ha tenido por principal objetivo transformar en capitalistas populares a 2.900.000 trabajadores chilenos que están afiliados a las AFP, al permitir que los FP, en condiciones claramente reguladas, sean invertidos en acciones. Si bien el trabajador no se convierte estrictamente en capitalista popular, se transforma indirectamente en propietario de una proporción de las acciones de las SA abiertas mantenidas por el Fondo y, por lo mismo, recibe los retornos en su cuenta individual como producto de los dividendos y ganancias de capital. Ello permite que los trabajadores disfruten de la generación de riqueza que se obtiene de estas empresas.

Desde la creación misma del nuevo sistema previsional se consideró que en algún momento sería necesario aumentar las alternativas de inversión de los FP, mediante la autorización para

La venta de acciones a las AFP se realiza a través de agentes de valores para lograr el máximo de transparencia en las transacciones.

<sup>13</sup> Títulos emitidos por la Tesorería General de la República o por el Banco Central de Chile; títulos representativos, garantizados o letras de crédito emitidas por instituciones financieras y bonos de empresas públicas y privadas.

adquirir acciones de SA abiertas. Ello permitiría canalizar recursos crecientes de estos fondos en instrumentos financieros, cuya rentabilidad esperada y riesgo —retorno incierto— es superior a los títulos de deuda. El mayor retorno esperado de las acciones permitiría incrementar la rentabilidad de largo plazo del portafolio de inversiones mantenido por los FP y, por ende, mejorar los planes de jubilación de los trabajadores. A pesar de la mayor diversificación, lo anterior significaría incrementar el riesgo de las inversiones de los FP. Tal como lo señala la propia Ley 18.398, con el objeto de evitar que las AFP tomaran riesgos excesivos, se creó la Comisión Clasificadora de Riesgo, que tiene por función aprobar las acciones de las SA abiertas que puedan ser adquiridas con recursos de los FP y autorizar, modificar o rechazar los proyectos de clasificación de los distintos instrumentos financieros.<sup>14</sup>

Desde el punto de vista de las SA abiertas, varios han sido los objetivos perseguidos por esta ley. En primer lugar, se pretendía promover la capitalización de empresas filiales de CORFO que en el último tiempo han sido privatizadas. Lo anterior también estimularía la desconcentración de la propiedad accionaria de estas empresas, por cuanto los FP estarían tan sólo autorizados a entrar como accionistas minoritarios<sup>15</sup> en SA que cumplieron con ciertos requisitos de desconcentración.<sup>16</sup> Por último, la ayuda dada en la capitalización de estas sociedades posibilitaría impedir las elevadas relaciones deuda-capital, que tanto han caracterizado a las empresas de nuestra economía en el período bajo crisis.

A su vez, también se pensaba que la autorización a los FP para invertir en debentures convertibles, acciones preferentes y acciones ordinarias, contribuiría a la política de desarrollar un mercado de capitales altamente competitivo y estable.

<sup>14</sup> Sobre este punto ha existido un interminable debate en relación a la conveniencia de limitar la participación de los FP en la propiedad accionaria de SA abiertas.

<sup>15</sup> Los que se encuentran amparados por la Ley 18.406.

<sup>16</sup> No pueden haber accionistas mayoritarios que controlen directa o indirectamente el 20% de las acciones suscritas, salvo el Fisco; más de un 50% del capital debe haber sido suscrito por accionistas minoritarios y, a lo menos, el 15% de las acciones deben estar suscritas por más de 100 personas naturales con un mínimo de inversión equivalente a 100 UF cada uno.



### II.3 Resultados

La incorporación de las acciones en los FP ha significado redistribuir la cartera de inversiones según emisor entre enero de 1985 e igual mes del presente año. Las SA abiertas han incrementado su participación en un 8,31% del Fondo, en desmedro del resto de las demás instituciones, tal como se puede apreciar en el Cuadro N° 5. A pesar de que los bancos aún captan cerca del 50% del total de los FP —vía depósitos a plazo, pagarés, letras hipotecarias y bonos—, ha disminuido su importancia relativa con respecto a las demás instituciones.

**Cuadro N° 5**

**Evolución de la Cartera de los Fondos de Pensiones  
según Emisor**

	A enero 1983		A enero 1988	
	(1) Monto \$	%	(1) Monto \$	%
Bancos	92.740.332	54,48	328.120.404	48,90
Financieras	3.525.080	2,07	9.170.092	1,37
Instituciones Estatales	70.963.797	41,70	266.223.038	39,67
Empresas	2.976.550	1,75	67.486.965	10,06
<b>Total Sistema</b>	<b>170.205.759</b>	<b>100,00</b>	<b>671.000.499</b>	<b>100,00</b>

*Nota:* (1) Inversión total de los F.P. en un determinado tipo de emisor, en miles de pesos de cada año.

*Fuente:* Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

En general, podemos observar en el Cuadro N° 6 que tanto los bancos nacionales privados como los bancos extranjeros y sociedades financieras —38 en total— poseen actualmente porcentajes inferiores al 3% del total de los FP, con algunas excepciones, como el Banco de Santiago (11,02%) y el Banco de Chile (6,11%), debido al traspaso de carteras hipotecarias de bancos declarados en liquidación. Lo anterior denota una gran diversificación en torno a las instituciones financieras.

Las instituciones estatales han mantenido su participación en alrededor de un 40%. Destacan los pagarés descontables y los

## Cuadro N° 6

Cartera de los Fondos de Pensiones: Diversificación por Emisor<sup>1</sup>  
(Al 29 de enero de 1988) - (En Porcentaje)

Instituciones	Concor- dia	Cu- prum	El Liber- tador	Habi- tat	Invier- ta	Magis- ter	Plan- vital	Protec- ción	Pro- vida	Santa María	Summa	Unión	Inversión Monto <sup>2</sup>	Total Porcen- taje <sup>3</sup>
Citibank	1,64	5,30	4,50	1,21	2,02	1,69	2,16	4,09	2,06	4,88	5,45	2,96	21.123.291	3,15
Republic					0,98		1,68			0,40	1,01		1.665.667	0,25
Centrobanco <sup>4</sup>	0,47	0,25	0,39	0,81	0,29	0,30	0,46	0,15	0,16	0,18	0,19	0,96	3.415.284	0,51
Chase Manhattan				0,77						0,40	1,01		2.181.286	0,33
Chicago				0,28	0,53	1,52					0,67		1.113.483	0,17
De Colombia	0,10	0,01	0,48	0,05	0,56	0,07	0,69	0,54		0,03		0,10	450.719	
Of America									0,41	0,34			1.265.462	0,19
Real	0,34			0,15		0,16				0,07	0,21		466.907	0,07
Do Brasil		0,42	0,54		0,41		1,43	0,51					397.865	0,06
Nación Argentina			0,72	0,08	0,53	0,63	0,53		0,42				1.117.744	0,17
Exterior		0,82	0,77	0,82	0,53	0,94	0,99			0,49			2.784.284	0,41
Do Estado de Sao Paulo		0,38	0,13		0,31	0,20	0,12	0,57				0,91	249.101	0,04
Sudameris			0,47	0,23			0,43					0,04	960.176	0,14
Hong Kong and Shanghai B.C.	0,34	0,81		0,27	0,86	0,83	0,83	0,63	0,08	0,83	0,91	0,83	3.421.671	0,51
O'Higgins	0,47	0,42	0,74	1,91	1,69	1,50	0,84	1,45	0,53	1,09	2,94	1,65	8.797.184	1,31
De Crédito e Inversiones	0,47	0,76	1,57	2,35	1,34	1,86	1,14	0,90	1,58	1,65	1,93	2,73	12.154.778	1,18
Del Estado de Chile	4,49	6,56	5,73	7,43	5,85	3,94	5,64	4,09	3,54	6,53	8,81	6,21	39.536.377	5,89
Del Pacifico	0,18	0,82	0,77	0,37	0,87	0,88	0,89	0,72	0,85	0,52	0,29	0,71	4.127.427	0,62
Del Trabajo	2,06	2,60	2,21	1,97	1,70	2,25	1,35	1,55	1,63	1,65	2,02	0,86	11.546.763	1,72
Industrial y Comercio Exterior	1,54	0,03	1,61	0,59	1,24	0,13		0,58	0,13	1,01	0,84	0,52	3.973.069	0,59
De A. Edwards	1,99	1,65	1,70	0,69	2,98	2,63	1,63	2,39	2,99	1,42	1,05	0,73	11.627.929	1,73
Urquijo de Chile				0,33					0,25				818.348	0,12

## Cuadro N° 6

**Cartera de los Fondos de Pensiones: Diversificación por Emisor<sup>1</sup>**  
**(Al 29 de enero de 1988) - (En Porcentaje)**  
**(Continuación)**

Instituciones	Concor- dia	Cu- prum	El Liber- tador	Habi- tat	Invier- ta	Magis- ter	Plan- vital	Protec- ción	Pro- vida	Santa María	Summa	Unión	Inversión Monto <sup>2</sup>	Total Porcen- taje <sup>3</sup>
Osorno y La Unión	2,79	2,98	3,22	2,66	3,33	2,95	2,64	3,02	3,26	2,36	1,75	2,40	18,042,280	2,69
Sud Americano	0,81	3,37	2,64	1,64	2,27	1,88	0,26	0,27	1,09	0,62	2,03	2,84	9,820,741	1,46
Del Desarrollo	0,75	0,88	0,95	0,83	1,15	1,16	1,07	0,33	1,17	0,52	0,23	1,08	5,573,306	0,83
Hip. de Fomento Nacional <sup>5</sup>	2,40	3,12	2,92	2,78	3,79	4,24	2,50	3,95	2,76	2,11	1,74	2,94	17,464,665	2,60
Nacional	1,49	0,84	2,18	0,46	1,12	2,45	1,18	1,00	1,05	0,29	0,05	0,63	4,687,449	0,20
De Chile <sup>6</sup>	11,15	7,22	9,40	5,10	7,12	6,59	3,98	9,40	6,62	5,30	5,48	6,82	40,992,472	6,11
De Santiago <sup>7</sup>	9,59	10,90	9,35	11,44	14,53	5,36	7,26	14,03	11,93	11,29	8,95	10,54	73,929,880	11,02
Internacional	0,84	0,90	1,30	0,74	1,36	1,01	0,89	1,07	0,47	0,35	0,37	0,96	4,058,131	0,60
Concepción	2,12	3,96	3,80	3,54	2,34	2,84	3,65	3,61	2,90	2,01	1,11	4,03	18,485,987	2,75
Español de Chile		0,02	0,01	0,08	0,06		0,15		0,20	0,70	0,26	0,24	1,870,678	0,28
Total Bancos	46,48	55,02	58,05	49,58	59,23	48,01	44,36	54,85	45,99	47,74	49,74	51,98	328,120,404	48,90

**Notas:**<sup>1</sup> Valor de inversiones de un determinado emisor sobre el valor total del Fondo de Pensiones. Incluye las cuentas corrientes tipo II.<sup>2</sup> Inversión total de los Fondos de Pensiones en un determinado emisor, en miles de pesos.<sup>3</sup> Inversión total de los Fondos de Pensiones en un determinado emisor sobre el valor total de los Fondos de Pensiones, en porcentajes.<sup>4</sup> Incluye cartera hipotecaria del Banco de Talca.<sup>5</sup> Incluye cartera hipotecaria del BUF y BHC.<sup>6</sup> Incluye cartera hipotecaria de los Bancos Morgan Finansa y Continental.<sup>7</sup> Incluye cartera hipotecaria del Banco Colocadora Nacional de Valores.**Fuente:** Reproducido de Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

reajustables del Banco Central (29,21%) y de la Tesorería General de la República (10,42%).<sup>17</sup>

En enero de 1988 cerca de 67.500 millones de pesos, 10,06% de los FP, se encontraban invertidos en bonos y acciones de SA abiertas aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo. (Ver Cuadro N° 7.) De este monto, tan sólo 20.700 millones de pesos representaban bonos de 10 empresas, destacando la Cía. de Teléfonos de Chile con cerca de la mitad del total de estos recursos. Por otro lado, ninguna de las AFP llegó a destinar más del 5% de sus FP en este tipo de instrumentos, alcanzando al 3,09% en el conjunto de las carteras de las AFP.

A igual fecha de este año, las acciones emitidas por las 10 SA abiertas aprobadas, correspondían al 7% de los FP invertidos por las AFP, lo que significaba 46.700 millones de pesos. En general, ninguna de estas instituciones previsionales llegó a alejarse significativamente del 10% de sus fondos invertidos en este tipo de instrumentos.<sup>18</sup> En pocas situaciones una AFP llegó a comprometer más allá del 3% de sus fondos en las acciones emitidas por alguna de estas empresas. Ello, por cuanto ha quedado fijado por la ley que los FP deben actuar como accionistas minoritarios.

El Cuadro N° 8 exhibe la composición de la rentabilidad de la cuota de los FP a enero de 1988. La ponderación de la rentabilidad de los instrumentos financieros depende de la participación que éstos tienen en el portafolio de inversiones. Se puede observar que tanto los instrumentos financieros o estatales únicos como los instrumentos seriados poseen una rentabilidad inferior al promedio ponderado correspondiente a cada cuota. Sin embargo, y como era de esperar, las acciones de las empresas tuvieron una rentabilidad superior al resto de los instrumentos financieros, elevando la rentabilidad obtenida en cada una de las AFP, sin excepciones. Ello confirma la conveniencia que ha tenido la incorporación de las acciones dentro de las alternativas de inversión de los FP, pues incrementa el ahorro previsional de los trabajadores y, por ende, permite elevar el monto mensual a recibir una vez que se incorporen al sector pasivo de la población. En el futuro, sería aconsejable, dentro de los rangos de riesgo aceptables, que la autoridad permitiera que una mayor proporción de los fondos fuese invertida en acciones.

<sup>17</sup> Incluyendo pagarés del Banco Central de Chile para Institución Previsional y certificados de ahorro reajustables.

<sup>18</sup> Estipulado inicialmente en el artículo 1° de la Ley 18.398.

Cuadro N° 7

Cartera de los Fondos de Pensiones: Diversificación de Bonos y Acciones de Empresas<sup>1</sup>  
(Al 29 de enero de 1988) - (En Porcentaje)

Bonos	Concor- dia	Cu- prum	El Liber- tador	Habi- tat	Invier- ta	Magis- ter	Plan- vital	Protec- ción	Pro- vida	Santa María	Summa Unión	Inversión Monto <sup>2</sup>	Total Porcen- taje <sup>3</sup>
Chilectra Metropolitana		0,19		0,05		0,22	0,02		0,14		0,15	480.824	0,07
Celulosa Arauco y Constitución				0,45			0,26		0,44		0,28	1.513.022	0,22
Chilectra Generación		0,60	0,53	0,97			0,55		0,53	0,50	0,76	3.860.183	0,57
Entel S.A.									0,07			126.783	0,02
Ferrocarriles del Estado		0,76	0,35	0,76	0,96	0,82	1,19		0,46		0,31	2.520.841	0,38
Cía. de Teléfonos de Chile	0,70	1,55	1,38	2,12	1,05	1,27	1,97	2,79	1,25	2,52	0,64	10.558.590	1,58
Leasing Andino S.A.		0,09	0,15	0,08	0,12	0,07	0,12		0,15	0,06	0,05	577.937	0,09
Cristalerías Chile S.A.		0,22		0,19	0,23		0,55	0,12		0,06	0,26	603.219	0,09
Elcmetal S.A.									0,11			209.002	0,03
Pilmaiquén S.A.			0,08						0,04	0,08	0,03	291.116	0,04
Total Bonos	0,70	3,41	2,49	4,62	2,36	2,38	4,66	2,91	3,19	3,22	1,94	20.741.517	3,09

Cuadro N° 7  
**Cartera de los Fondos de Pensiones: Diversificación de Bonos y Acciones de Empresas<sup>1</sup>**  
(Al 29 de enero de 1988) - (En Porcentaje)  
(Continuación)

Acciones	Concor- dia	Cu- prum	El Liber- tador	Habi- tat	Invier- ta	Magis- ter	Plan- vital	Protec- ción	Pro- vida	Santa María	Summa Unión	Inversión Monto <sup>2</sup>	Total Porcen- taje <sup>3</sup>
Chilectra Metropolitana	1,19	2,29	1,51	1,10	2,41	0,75	2,11	2,42	0,71	0,86	1,70	1,94	1,19
Chilectra Quinta Región	0,57	0,50	0,27		0,50		0,60	1,37	0,17		0,44	0,40	0,19
Chilectra Generación	1,55	1,26	0,88	0,43	2,28	0,93	1,08	0,19	0,33	0,39	0,55	0,74	0,55
Endesa	0,28	0,63	0,85	0,88		1,02	0,09	0,69		1,05	1,04	1,52	0,70
Soquimich S.A.	2,00	3,88	3,30	2,08	3,20	3,28	2,38	2,36	1,27	1,53	1,57	3,72	1,97
Laboratorios Chile S.A.	0,15	0,02	0,08		0,10			1,09	0,06			217,621	0,03
Entel S.A.	1,69	3,02	1,78	1,90	1,68	1,75	2,09	2,80	1,18	1,28	1,38	1,18	1,53
Cía. de Teléfonos de Chile	0,51	0,87	0,56	1,13		0,41	0,44	0,86	0,71	0,83	0,63	1,13	0,80
Carbonífera Schwager	0,47											40,944	0,01
Total Acciones	9,13	12,47	9,23	7,52	10,17	8,14	8,79	11,78	4,43	5,94	7,31	11,26	6,97
Total Empresas	9,83	15,88	11,72	12,14	12,53	10,52	13,45	14,69	7,62	9,16	9,25	12,84	10,06

*Notas:* <sup>1</sup> Valor del tipo inversión en un determinado emisor sobre el valor total del Fondo de Pensiones. Incluye las cuentas corrientes tipo II.

<sup>2</sup> Inversión total de los Fondos de Pensiones en un determinado emisor, en miles de pesos.

<sup>3</sup> Inversión total de los Fondos de Pensiones en un determinado emisor sobre el total de los Fondos de Pensiones.

*Fuente:* Reproducido de Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Cuadro N° 8  
Composición de la Rentabilidad de la Cuota  
(Enero de 1988) - (En Porcentaje)

A.F.P.	Rentabilidad de la Cuota	Instrumentos Únicos		Instrumentos Seriatos		Empresas	
		Financieros <sup>1</sup>		Financieros <sup>3</sup>		Estatales <sup>4</sup>	
		%	Rentabilidad	%	Rentabilidad	%	Rentabilidad
Concordia	3,65	28,42	1,82	18,61	2,34	44,13	8,84
Cuprum	3,90	37,88	1,87	21,13	2,40	27,34	12,49
El Libertador	3,48	36,60	1,80	24,18	2,68	26,89	8,99
Habitat	3,16	27,87	1,18	25,90	2,59	35,75	7,45
Invierta	3,75	34,85	1,83	27,24	2,64	27,15	9,68
Magister	3,60	21,74	1,81	29,87	2,59	38,88	7,73
Planvital	3,45	28,39	1,83	23,24	2,30	36,10	8,26
Protección	3,39	30,75	1,79	25,13	2,75	22,56	11,57
Provida	3,01	28,61	1,75	21,63	2,49	39,73	4,30
Santa María	2,92	26,62	1,80	21,87	2,71	32,37	3,69
Summa	3,27	24,75	1,79	27,81	2,85	33,57	6,85
Unión	3,46	23,37	1,81	30,14	2,38	33,41	10,56
Total	3,17	27,62	1,79	24,21	2,55	35,07	6,73

Notas:

<sup>1</sup> Depósitos a plazo en Instituciones Financieras.  
Pagaré emitidos por Instituciones Financieras.

<sup>2</sup> Pagaré Descontables del Banco Central de Chile.  
Pagaré Descontables de la Tesorería General de la República.

<sup>3</sup> Letras hipotecarias emitidas por Instituciones Financieras.  
Bonos emitidos por Instituciones Financieras.  
Bonos de Empresas Públicas y Privadas.

<sup>4</sup> Pagaré del Banco Central de Chile para Instituciones de Previsión Social.  
Certificados de Ahorros Reajustables.  
Bonos de Reforma Agraria.

Pagaré Reajustables de la Tesorería General de la República.  
Pagaré Reajustables del Banco Central de Chile.

<sup>5</sup> Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas.

Fuente: Reproducido de Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Es así como actualmente los trabajadores afiliados a las AFP están participando en la propiedad de nueve empresas filiales de CORFO, las que forman parte del programa de privatización emprendido por la autoridad económica. A su vez, las doce AFP se han convertido, a través de los FP, en importantes demandantes de instrumentos de capital, promoviendo la competitividad en el mercado accionario.

Por todo lo anterior, podemos concluir que a la fecha se han cumplido exitosamente los objetivos planteados al momento de implementarse esta ley.

### **III. Privatización de Empresas Públicas**

#### **III.1 Objetivos**

La venta de acciones de empresas públicas al sector privado es parte de un proceso de normalización iniciado por CORFO en septiembre de 1973, con el objeto de racionalizar y readecuar las estructuras económicas existentes a la nueva estrategia de desarrollo, basada en una economía social de mercado con libre iniciativa privada. El proceso de normalización ha tenido tres fases: la primera fue la devolución a sus legítimos propietarios de 350 empresas que se encontraban requisadas o intervenidas y su regularización financiera —D.L. 333— y administrativa (1973-1978). La segunda fase consistió en la venta de la participación de CORFO en empresas —derechos de 135 sociedades y 16 bancos comerciales— y venta de activos (1975-1982), y la última ha sido la enajenación total o parcial de 27 importantes empresas del país (1985 en adelante).

En particular, la privatización y normalización anterior perseguían varios objetivos, entre los cuales cabe destacar:

—Impedir los déficit fiscales producto de los déficit de las empresas públicas.<sup>19</sup>

-Mayor dispersión de la propiedad a través de la venta de las acciones a los trabajadores de las empresas y pequeños inversionistas -capitalismo popular-. La idea es incorporar a todos los individuos en la generación de riqueza de las empresas y así

<sup>19</sup> Responsables de elevadas tasas de crecimiento monetario y, por ende, de inflación.



lograr una mayor identificación con ésta y compromiso con el resultado operacional mismo.

—Mayor eficiencia en el largo plazo de las empresas a través de la propiedad privada, a pesar de que algunas de ellas constituyan monopolios naturales.<sup>20</sup>

—Como fue mencionado anteriormente, diversificación de las inversiones de las AFP en instrumentos sólidos, que garanticen un nivel de pensiones satisfactorio y beneficios con el crecimiento de las empresas.

—Fortalecimiento y desarrollo del mercado de capitales.

—Expansión y modernización de las empresas, vía aumentos de capital, en lugar de deudas del Estado y reducción de las relaciones deuda-capital.

—Recaudación adicional para el Fisco y CORFO con el objeto de financiar tanto proyectos de alta rentabilidad social del programa macroeconómico, incluyendo ayuda extra a la extrema pobreza, como créditos de fomento para el sector privado.

Debido a lo anterior, se estimó importante privatizar ciertas empresas del Estado, incorporando a su propiedad tanto a inversionistas privados, institucionales —AFP, compañías de seguros, fondos mutuos, etc.— o a personas naturales, como es el caso de los propios trabajadores de las empresas.

### III.2 Modalidades de Privatización y Restricciones

Sin embargo, el proceso de privatización de empresas filiales de CORFO enfrentaba varias restricciones.<sup>21</sup> En primer lugar, la crisis económica, iniciada a fines de 1981, había gene-

<sup>20</sup> Previamente a la privatización de un monopolio estatal, se ha legislado sobre tarifas y diversas normas técnicas. En el caso de monopolio natural, es eficiente producir en forma monopólica, ya que con ello se aprovechan las economías de escala y se produce a menor costo. Además, la gestión estatal no garantiza que se eviten conductas indeseadas socialmente. Existe discusión sobre los incentivos de los funcionarios públicos encargados de administrar empresas estatales, que podrían inducir a un comportamiento distinto al esperado por la sociedad.

<sup>21</sup> Para una discusión más detallada, véase el estudio realizado por F. Rosende y A. Reinstein, "Estado de avance del Programa de Reprivatización en Chile", *Estudios Públicos*, 23 (Invierno 1986), 251.

rado una crisis de confianza y de expectativas, fundamentalmente en torno a la viabilidad de una economía funcionando con una importante proporción de los medios de producción en el sector privado.

Por otro lado, el traspaso al sector privado de importantes empresas estatales encontraba resistencia por parte de personas que las veían relacionadas a actividades de carácter estratégico, tanto por la condición monopólica como por el hecho que podrían ser utilizadas como herramientas de redistribución del ingreso.<sup>22</sup> Además, significaba disminuir la participación del Estado en la economía<sup>23</sup> y, por ende, perder su influencia política. Así, también, la creciente participación de las AFP en la propiedad de estas empresas se traduciría en un contrapeso importante a la influencia del Estado sobre ellas.

Una vez tomada la decisión de proceder a traspasar gradualmente varias empresas públicas al sector privado, había que entrar a buscar las modalidades apropiadas para conseguir este objetivo. Obviamente, tal estrategia debía contemplar las restricciones mencionadas.

Así, por ejemplo, combinando el D.L. 1.068, que regula las ventas de CORFO, y el D.L. 3.500, que incorporó el convenio de desconcentración, el Estado se obligó a vender a lo menos el 25% de las acciones de las empresas públicas que entraron en el proceso de privatización, con un calendario de venta trimestral que se completaría antes de tres años, y un 30% antes de cinco años. Ello, en razón de que el pequeño mercado de capitales chileno y el bursátil, en particular, no permitirían materializar grandes ventas a corto plazo. Esta estrategia ha permitido un sostenido aumento de los precios de venta de las acciones.

Tal como se señaló, se debió legislar en forma específica —las leyes 18.398, 18.420 y 18.646, que modifican el D.L. 3.500— para que los FP pudieran adquirir acciones de SA abiertas, previa clasificación de la Comisión Clasificadora de Riesgo. Asimismo, mediante la Ley 18.372, se dio a los trabajadores del sector público la posibilidad de adquirir acciones de

<sup>22</sup> Hay otras maneras más eficientes de redistribuir ingresos que no alteran la estructura de precios relativos de los bienes y servicios transados en los distintos mercados.

<sup>23</sup> En 1983 la producción de las empresas públicas representaba aproximadamente un 17% del PGB del país.

sus propias empresas, mediante el crédito otorgado a través del pago adelantado de indemnizaciones por años de servicios, aprovechando las provisiones realizadas por este concepto por las propias empresas.

Otra forma alternativa, en que los trabajadores han adquirido estos títulos, ha sido a través de gratificaciones recibidas en acciones en vez de dinero, la cual es convenida en la negociación colectiva realizada de acuerdo al D.L. 2.758, de 1979. También CORFO ha impulsado la creación de sociedades de trabajadores que recurren al sistema financiero, de manera de lograr recursos adicionales para adquirir una mayor cantidad de acciones, dejándolas prendadas a favor de entidades bancadas. Por último, se han permitido las operaciones a crédito en algunos casos excepcionales; es decir, operaciones con saldo de precio (ECOM y ENDESA).

Inicialmente, se resolvió que la mayor parte de las empresas estatales se convirtieran en sociedades anónimas. Luego se decidió actuar con cautela y vender un 2,5% anual de la emisión, para lograr un buen precio de mercado y presencia bursátil. Se adoptó la estrategia de que al llegar a los precios esperados, la oferta de títulos aumentaría hasta satisfacer la demanda de inversionistas institucionales. De ese modo los pequeños inversionistas entrarían inicialmente en la liquidación de las acciones hasta el punto en que el precio de mercado reflejara las posibilidades reales de generación de riqueza de las empresas, para posteriormente incorporar a los inversionistas institucionales en la adquisición de paquetes accionarios mayores. Así se evitaría que inversionistas con un mayor poder de compra, en relación a personas naturales, pudieran pagar precios subvaluados. No hay que olvidar que el solo anuncio y el hecho en sí de traspasar empresas públicas al sector privado generaría expectativas de aumentos de eficiencia, con lo cual los precios podrían aumentar en forma anticipada, previamente a lograr transferir más allá del 50% del capital, punto en donde cabría esperar un salto en el precio. Es así como el Estado, a través de CORFO, intentaría captar parte de los nuevos beneficios que generaría una administración más eficiente de estas empresas. Lo anterior, sin desmedro de que el precio siguiera subiendo al ser traspasadas definitivamente, por cuanto ello involucraría validar un evento incierto, sin riesgos de reversión del proceso de privatización.

Igualmente se han ofrecido participaciones interesantes a operadores internacionales o a grandes inversionistas, como un estímulo para atraer capital, nueva tecnología y gestión. Por otro lado, se han hecho licitaciones con precalificación de los

postulantes en aquellos casos en que se ha resuelto vender la empresa como un todo, dada la importancia de ésta a nivel nacional.

En algunas situaciones, como es el caso de CAP, se ha optado por reducir el capital, de modo que los inversionistas particulares subieran su participación en la propiedad del 13 al 49%, y CORFO redujera la suya del 87 al 51%. Lo anterior significó para CORFO un retorno de US\$ 72 millones.<sup>24</sup> En otras, se han autorizado ventas directas, con precios y condiciones negociados de común acuerdo, principalmente a trabajadores.

Otras modalidades utilizadas han sido: (a) Devolución de aportes en acciones de nueva emisión, a los usuarios que precisaran ampliaciones, extensiones y otros servicios eléctricos. (Aportes Financieros Reembolsables de acuerdo al D.F.L. N° 1 del Ministerio de Minería de 1982); (b) Devolución de aportes de capital en acciones por parte de suscriptores de servicio telefónico (D.F.L. N° 1 del Ministerio de Transportes y Telecomunicaciones del 10.9.82), y (c) Financiamiento de proyectos de inversión específicos y modernización vía emisión de acciones de pago a suscribir por agentes del sector privado, de acuerdo a las leyes 18.045 y 18.046.

### III.3 Resultados

El Cuadro NO 9 presenta el programa de transferencia de propiedad y sus modalidades entre 1985-1988. Se aprecia que de las 27 empresas que allí aparecen, 13 ya han sido privatizadas totalmente (100%) y se espera que este proceso culmine en otras 5 a fines de año. A su vez, la mayoría de las empresas que quedarán definitivamente en el sector privado utilizarán casi todas las modalidades creadas para cumplir con este objetivo. De estas últimas, sólo un tercio (6) utilizará la modalidad de licitación-precalificación, el que corresponde, en general, a pequeñas empresas, tales como EMEC, EMELAT,<sup>25</sup> PILMAIQUEN, PUILLINQUE, TELEX y ENAEX.<sup>26</sup> Dentro de las modalidades, destaca la venta de acciones a trabajadores, la cual ha sido utili-

<sup>24</sup> Fue un caso especial, viable por los grandes excedentes de caja de esa compañía.

<sup>25</sup> Formada por los trabajadores.

<sup>26</sup> Esta última la combinará con otras modalidades.

Cuadro N° 9  
Programa de Transferencia de Propiedad - Sus Modalidades (1985-1988)  
Privatización

Empresas	%	A.F.P.	Trabajadores	Bolsa	A.F.R. <sup>1</sup>	Aumento Capital <sup>2</sup>	Otros	Observaciones
1. C.T.C.	100 <sup>5,7</sup>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Operadores Internacionales.	Venta directa
2. Entel	51 <sup>5</sup>	Sí	Sí	Sí			Ejército de Chile (12,5%)	
3. Télex	100 <sup>6</sup>						Licitación - Precalificación.	
4. Ecom	100 <sup>6</sup>							
5. Endesa	49 <sup>5,7</sup>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Venta Funcionarios Fisco.	
6. Colbún	30 <sup>7</sup>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	F.F.A.A. Municipales.	
7. Chilgener	100 <sup>6</sup>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí		
8. Pilmatuén	100 <sup>6</sup>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí		
9. Pullinque	100 <sup>5,6</sup>				Sí	Sí	Licitación - Precalificación.	
10. Chilmetro	100 <sup>5,6</sup>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí	Licitación - Precalificación.	
11. Chilquinta	100 <sup>5,6</sup>	Sí	Sí	Sí	Sí	Sí		
12. Emelat	100 <sup>5,6</sup>				Sí	Sí	Licitación - Precalificación.	
13. Emel	100 <sup>5,6</sup>		Sí		Sí	Sí		Venta directa
14. Emec	100 <sup>5,6</sup>				Sí	Sí		
15. Iansa	90 <sup>5,7</sup>		Sí	Sí			Licitación.	
16. Lab. Chile	54 <sup>5</sup>	Sí	Sí	Sí			Venta Agricultores Remolacheros.	
17. CAP	100 <sup>5,6</sup>		Sí	Sí			Disminución de Capital.	
18. Soquimich	100 <sup>6</sup>	Sí	Sí	Sí				
19. Enaex	100 <sup>6</sup>							
20. Enacar	25 <sup>7</sup>	Sí	Sí	Sí			Licitación - Precalificación.	
21. Schwager	100 <sup>7</sup>	Sí	Sí	Sí				

Cuadro N° 9  
Programa de Transferencia de Propiedad - Sus Modalidades (1985-1988)  
Privatización  
(Continuación)

Empresas	%	A.F.P.	Trabajadores	Bolsa	A.F.R. <sup>1</sup>	Aumento Capital <sup>2</sup>	Otros	Observaciones
22. Lan Chile	60 <sup>7</sup>	Sí	Sí	Sí				
23. Copmac	- 4, 7		Sí	Sí			1% adquirido por CAP. Licitación de Ventas de Activos - Precalificación.	
24. Ise	33							
25. Edelnor	100		Sí	Sí	Sí	Sí	Capitalismo Popular Regional.	
26. Edelmag	100		Sí	Sí	Sí		Capitalismo Popular Regional.	
27. Chile Films	100						Licitación - Precalificación.	

*Notas:* <sup>1</sup> A.F.R.: Aportes Financieros Reembolsables al D.F.L. N° 1 de Minería de 1982, excepto en el caso de CIC, que es el OFI. N° 1 de Ministerio de Transporte y Telecomunicaciones de 1987.  
<sup>2</sup> Aumentos de Capital: Se trata de financiar proyectos específicos de inversión y modernización vía emisión acciones a suscribir por privados.  
<sup>3</sup> Venta directa a FAMAE con pago exclusivamente a plazo.  
<sup>4</sup> Se vende la mayor parte de los predios e inventarios y todo el ganado.  
<sup>5</sup> Existía algún % de propiedad privada antes de 1985, sea por A.F.R. o accionistas muy antiguos.  
<sup>6</sup> Cumplido (100%) 34-7-8-9-10-11-12-13-14-17-13 y 19.  
<sup>7</sup> Por completar: 1 - (hasta 100%).  
2 - (hasta 51%).  
3 - (hasta 49%).  
4 - (hasta 30%).  
5 - (hasta 90%).  
6 - (hasta 25%).  
7 - (hasta 100%).  
8 - (hasta 60%).  
9 - Restan 2 predios forestales.  
10 - (hasta 33%).  
11 - (hasta 100%).

*Fuente:* Corporación de Fomento de la Producción.

zada y está contemplada en el 70% de estas empresas. Llama la atención la promoción del capitalismo popular regional mediante empresas tales como EDELNOR y EDELMAG.<sup>27</sup>

Entre 1985 y mediados de mayo de 1988 la recaudación total por venta de empresas filiales de CORFO ascendía a 918,5 millones de dólares -UF 53.862.705 ó 194.550 millones de pesos—. Aproximadamente un tercio de estos recursos ha vuelto nuevamente al mercado de capitales, a través de la oferta de ahorro que ha venido realizando CORFO con el objeto de financiar proyectos de pequeñas y medianas empresas del sector privado. El resto de estos recursos recaudados ha sido utilizado por la Dirección de Presupuesto para financiar, entre otras cosas, el programa macroeconómico.

En el Cuadro N° 10 se muestra el destino de las ventas realizadas en igual período. Aparece la participación que poseen las AFP en las nueve SA abiertas que han sido aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo.<sup>28</sup> Se puede apreciar que los FP no alcanzan a tener, en ningún caso, el 25% de las acciones de algunas de las empresas, estando el promedio de participación centrado en 14%, las que, por otra parte, y en general, exhiben una gran desconcentración en la propiedad accionaria. En todas estas situaciones los trabajadores, inversionistas privados e institucionales han participado en la adquisición de títulos de propiedad. La CTC es la única de estas empresas que registra licitaciones y corresponde al 37% del capital suscrito. A su vez, los trabajadores han pasado a ser propietarios del 100% del capital de ECOM y EMEL.

En el Cuadro N° 11 aparece la información concerniente a la venta de acciones a trabajadores. Como se aprecia, la modalidad más utilizada ha sido la de adquisición, mediante recursos propios, la que asciende a \$ 20.622 millones. Tanto en el caso de ENDESA como de ECOM, CORFO ha otorgado créditos a los trabajadores por \$ 3.600 millones. En el caso de CAP, la propia empresa ha sido la que ha otorgado préstamos por un valor de \$ 2.894 millones. La segunda forma de financiamiento más utilizada ha sido mediante el pago de indemnizaciones anticipadas.

<sup>27</sup> Esto no significa que los habitantes de las diversas regiones del país no tengan acceso a la participación de la propiedad en el resto de las 27 empresas.

<sup>28</sup> En realidad, corresponden a las ventas iniciales en las cuales han participado las AFP. Paralelamente estas instituciones previsionales han seguido comprando a otros particulares.

## Cuadro N° 10

## Destino de las Ventas Realizadas, 1985-1988

Empresas	A.F.P. %	Bolsa %	Trabajadores %	Licitaciones %	Otros %	Total %
CAP		20	34		36 <sup>1</sup>	100
Chilgener	14	80	6	—	—	100
Chilmetro	24	39	31	—	6	100
Chilquinta	17	72	9	—	2	100
CTC	7,5	8,2	12	37	— <sup>2</sup>	64,7
Ecom	—	—	100	—	—	100
Emec	—	—	—	100	—	100
Emel	—	—	100	—	—	100
Emelet	—	—	—	100 <sup>3</sup>	—	100
Enaex	—	—	—	67	33 <sup>4</sup>	100
Endesa	14,3	0,7	6	—	22	43
Entel	18	6	12,5	—	12,5 <sup>5</sup>	49
lansa	—	38,5	21,5	—	15 <sup>6</sup>	75
Lan Chile	4	32,1	12,6	—	—	48,7
Pilmaiquén	—	—	—	100	—	100
Pullinque	—	—	—	100	—	100
Soquimich	23	59	18	—	—	100
Schwager	7,2	32,3	3	—	—	42,5
Télex	—	—	—	100	—	100

*Notas:* <sup>1</sup> Reducción de capital por lo cual CORFO disminuyó del 87 al 51% y los privados aumentaron de 13 a 49%. CORFO recaudó por devolución US\$ 72 millones.

<sup>2</sup> Aprobado aumento de capital de US\$ 270 millones.

<sup>3</sup> Fomento por los trabajadores.

<sup>4</sup> Venta directa a FAMAE. (Empresa del Ejército de Chile).

<sup>5</sup> Venta directa a FAMAE.

<sup>6</sup> Venta directa a Agricultores Remolacheros.

*Fuente:* Corporación de Fomento de la Producción. Gerencia de Normalización.

Por este concepto se han destinado recursos del orden de \$ 13.928 millones. Tanto EMEL como EMELAT han recurrido exclusivamente a esta modalidad de financiamiento. Por último, hay que mencionar la adquisición mediante gratificaciones, lo cual compromete recursos por un monto equivalente a \$ 312 millones.

A su vez, el Cuadro NO 12 muestra el detalle de la venta de acciones a trabajadores. En la gran mayoría de las situaciones, los precios han experimentado variaciones positivas, constituyéndose en ganancias de capital. En promedio, éstas han alcanzado a \$ 471.355 por trabajador. En todos los casos, los traba-



Cuadro N° 11  
Información de Venta de Acciones a Trabajadores  
(Moneda Nacional)

Empresas	Indemnizaciones %	MM\$	Recursos propios %	MM\$	Gratificaciones %	Convenio Colectivo MM\$	Número de Trabajadores Inicial	Número de Trabajadores Al 17.05.88.
CTC	12	6.443 <sup>1</sup>					4.542	4.600
Chilmetro	11	950	20,0	4.118			1.756	1.778
Chilquinta	8	201	1,0	11			385	443
Soquimich			15,5	4.401	2,5	309	4.796	4.796
Chilgener	6	478					1.106	628
Lab. Chile	4	76	8,5	162	0,14	3	525	590
Iansa	16	293	5,2	319			799	848
CAP			31,0	2.894 <sup>2</sup>			3.250	3.550
Endesa	3	3.311	3,0	2.890 <sup>3</sup>			3.600	3.600
Ecom			100,0	270 <sup>4</sup>			124	122
Emel	100	800 <sup>5</sup>					2.300	2.309
Schwager	3	75					680	680
Entel			12,5	5.567			1.419	1.419
Enelet	100	1.301 <sup>6</sup>					1.589	1.589
Total		13.928		20.622		312	27.069	26.952
TOTAL FONDOS APLICADOS: 34.862 MM\$.								

Notas:  
<sup>1</sup> Venta de acciones de nueva emisión, recaudado por CTC.  
<sup>2</sup> Venta financiada con préstamos de la propia CAP (50,2% fue recaudado por CORFO).  
<sup>3</sup> Crédito CORFO.  
<sup>4</sup> Crédito CORFO.  
<sup>5</sup> Indemnizaciones adelantadas por ENDESA.  
<sup>6</sup> Más U.F. 33.089 pagadas en dos cuotas 30.05.88 y 30.06.88.

Fuente: Corporación de Fomento de la Producción. Gerencia de Normalización.

Cuadro N° 12  
Venta de Acciones a Trabajadores

Empresa	Fecha Compra	% Vend.	Acciones Compradas	Trabajadores Adquirentes	Precio/Acción (\$)	Div. Rec. a hoy 88	Precio Cierre 17/05/88	Valores Inversión	Promedios por Div. Total Recibidos	Rent. Via Div. (%)	Rent. Via Prec. (%)	Renabilidad Total (%)
CAP	12/85	21,70	32.360.000	2.400	43,75	28,63	180	589.896	386.028	65,44	311,45	376,87
	12/86	3,00	4.500.000	1.842	83,06	25,96	180	202.915	6.342	31,25	116,71	147,97
	02/87	8,60	12.800.000	2.121	105,00	25,96	180	633.663	456.666	24,72	71,43	96,15
Chilgener	12/85	4,00	654.809	628	491,00	313,99	565	51.1961	327.394	63,95	15,07	79,02
	07/86	2,00	322.794	604	500,00	237,00	565	267.214	126.659	47,40	13,00	60,40
Chilmetro	10/85	5,00	610.618	1.105	924,37	935,40	1.860	510.803	516.898	101,19	101,22	202,41
	12/86	3,00	36.687	1.778	1.050,00	619,26	1.860	216.656	127.777	58,98	77,14	136,42
	06/87	3,00	345.894	1.778	385,86	385,86	1.860	320.020	75.066	23,46	13,07	36,55
Chilquinta	08/87	20,00	2.349.731	1.778	1.753,00	585,86	1.860	2.316.692	509.953	22,01	6,10	28,12
	12/85	8,00	272.576	443	669,00	637,52	2.320	41.1633	39.214	95,26	246,79	342,05
CTC	12/86	1,00	31.940	140	965,51	433,09	2.320	220.274	98.806	44,86	140,29	185,14
	04/87	6,00	24.420.771	2.934	1.12,00	35,92	125	932.218	298.975	32,07	11,61	43,68
	03/87	0,10	417.274	125	1.12,00	28,42	125	373.711	26.668	2,38	11,61	36,98
Knel	09/87	1,80	7.348.894	1.409	159,33	28,42	125	899.835	160.568	17,84	-21,55	-3,71
	03/87	3,90	15.600.000	4.600	157,29	20,92	125	831.014	109.112	13,13	-179,054	-8,42
						13,42	125	533.418	45.511	8,53	-20,53	-12,00
Endesa	10/86	100,00	8.661.725	2.300	93,50	36,98	207	352.118	139.265	39,55	417,437	160,94
	03/88	6,00	475.350.000	3.600	13,00	1,73	13	1.716.542	228.432	13,31	13,204	14,08
	04/88	12,50	11.578.499	1.479	480,00	83,30	494	3.916.617	679.696	17,35	114,235	20,27
Iansa	11/86	6,00	376.179.524	846	0,80	1,01	3,82	355.725	449.103	126,25	377,50	503,75
	01/86	5,20	122.961.830	848	2,80	0,62	3,82	377.006	89.901	23,85	46,92	70,77
Lab. Chile	09/86	0,14	347.270	374	8,26	2,90	10,35	4.997	1.755	35,11	1,264	60,41
	05/87	12,50	51.250.000	525	7,60	2,90	10,35	452.381	172.619	36,16	163,690	74,34
Schwager	03/87	3,00	9.390.000	680	8,00	2,78	6	110.471	38.389	34,75	-25,00	9,75
	01/86	2,55	3.154.594	4.464	97,89	142,48	310	69.176	100.687	145,55	216,68	362,23
	12/86	1,84	2.271.542	4.796	145,32	97,74	310	68.828	46.253	67,26	113,32	180,53
Soquimich	01/87	8,16	10.077.568	4.494	146,66	97,74	310	328.878	219.177	66,64	111,37	178,02
	03/88	5,48	6.774.520	4.500	381,74	44,82	310	574.690	67.474	1,74	-18,79	-7,05

Notas:  
Inversión total en miles de (%): 34.125.710.  
Inversión promedio por trabajador: 1.355.701.  
Dividendos promedios recibidos por trabajador (%): 38,929.  
Ganancia promedio vía precio (%): 471,355.  
Rentabilidad obtenida total. Promedio por trabajador (%): 62,67.  
Fuente: Gerencia de Normalización CORFO.

jadores han recibido dividendos que promedian \$ 380.929 por persona. Lo anterior significa una rentabilidad total promedio por trabajador de 62,87% a mayo de 1988.

Finalmente, los cuadros números 13 y 14 presentan el balance de la venta de acciones durante los años 1986 y 1987, respectivamente. En 1986 la venta de acciones de estas empresas generó ingresos por un monto de 43.628 millones de pesos. Tal cifra ascendió a los 54.814 millones de pesos para 1987.

En los mismos cuadros aparecen cifras respecto de la evolución del número de trabajadores que laboran en estas empresas. Desde diciembre de 1985 al mismo mes de 1987 la dotación total se incrementó desde 25.432 a 32.499 trabajadores. Todo lo anterior indica que la mayor eficiencia alcanzada por la privatización de estas empresas no ha redundado en desocupación de trabajadores.

En diciembre de 1987 los principales 10 accionistas controlaban en promedio el 69% del patrimonio de las empresas que estaban siendo privatizadas —o ya lo estaban—, mientras que en diciembre de 1987 los 10 más importantes accionistas controlaban en promedio el 95%. A su vez, el sector privado ha pasado a controlar el 60% del capital de las empresas.<sup>29</sup> Es evidente que se ha avanzado hacia la desconcentración de la propiedad patrimonial de las empresas en la medida que el proceso de privatización se ha llevado a cabo.

De acuerdo a la información proporcionada recientemente por CORFO, se han incorporado un total de 114.000 nuevos inversionistas a estas empresas. Se espera que próximamente otros 100.000 trabajadores se constituyan en accionistas, al ser beneficiados con la autorización del pago anticipado de desahucios por años de servicios. La compra de estos instrumentos la podrán efectuar a partir de octubre de este año en un proceso que podría concluir a fines de 1988.

#### IV. Resumen y Conclusiones

La severa recesión económica iniciada a fines de 1981, provocada principalmente por una significativa caída en los términos de intercambio y aumento de las tasas de interés in-

<sup>29</sup> La base de empresas para el cálculo de participación de los diez principales accionistas difiere en cada período, tal como se puede apreciar de los cuadros números 13 y 14.



Cuadro N° 13

Balance de Venta de Acciones 1986  
(Moneda Nominal)  
(Continuación)

II. Empresas no transadas en bolsa

	% Vendido	Adquirentes	Ingreso 1987 al 31 de diciembre (Mill. de \$)	Número de trabajadores		Número de accionistas		% 10 Mayores accionistas		% Particip. Sector Privado	
				Dic. 86	Dic. 87	Dic. 86	Dic. 87	Dic. 86	Dic. 87	Dic. 86	Dic. 87
Ecom	100	Trabajadores	908 <sup>4</sup>								
Emec	100	Sigdo Koppers									
Emel	100	Trabajadores									
Emelat	100	EMEL y Trabaj.	1.185 <sup>4</sup>								
Enaex	100	ENDESA	1.632								
Pilmaiquén	100	Austin Powder y FAMAE	7.546 <sup>4</sup>								
Pullinque	100	I.M. Trust									
Télex	100	Golan S.A.									
		Chile Pack									
			11.271								
Totales			54.814	31.737	32.499	47.475	85.670	81	69	34	60

Notas: <sup>1</sup> No incluye cuotas a plazo, las sumas al 31/12/87, \$ 10.514 millones ni adelantos de indemnización por \$ 3.289 millones.  
<sup>2</sup> Ingreso para ENACAR.  
<sup>3</sup> Aproximado.  
<sup>4</sup> Ingreso para ENDESA.

Fuente: Corporación de Fomento de la Producción. Gerencia de Normalización.

Cuadro N° 14

Balance de Venta de Acciones 1987

(Moneda Nominal)

I. Empresas que se transan en bolsa

A) Empresas clasificadas para ser compradas por A.F.P.

	Venta desde Firma Convenio		Ingreso 1986 al 31 diciembre (Mill. de \$)	Numero de trabajadores		Número de accionistas		% 10 Mayores accionistas		% Particip. Sector Privado			
	A.F.P.	(%) Bolsa		Trab.	Total	Dic. 85	Dic. 86	Dic. 85	Dic. 86	Dic. 85	Dic. 86		
Chilmetro	24	18	5.017	8	50	2.421	2.496	4.784	6.862	86	64	16	63
Chilgener	14	15	2.248	6	35	779	819	652	1.160	96	80	5	35
Chilquinta	17	28	1.125	9	54	968	984	1.080	1.178	88	73	18	63
Entel	18	12	3.727		30	1.429	1.452	96	1.404	100	90		30
Soquimich	23	18	8.664	4	45	4.459	4.858	238	5.581	97	77	10	55
Lab. Chile	4	19	286		23	586	570	13	938	100	89		23
											21.067		

B) Empresas no clasificadas para ser compradas por A.F.P.

	Total		Trab.	Bolsa	Otros
	Venta				
lansa	46	16	15		
CTC	2		2		
CAP	3	3			
					1.746
	63	19.705	100		
	92	3.309	93		
	62	7.030	92		
	0,4				
	8				
	11				
	52				

Cuadro N° 14  
Balance de Venta de Acciones 1987  
(Moneda Nominal)  
(Continuación)

II. Empresas no transadas en bolsa		Ingreso 1986 al 31 diciembre (Mill, de \$)	Número de trabajadores Dic. 85 Dic. 86	Número de accionistas Dic. 85 Dic. 86	% 10 Mayores accionistas Dic. 85 Dic. 86	% Particip. Sector Privado Dic. 85 Dic. 86
% Vendido    Adquirentes						
Ecom	100		Trabajadores	20		
Télex	100		Chile Pack	1.411		
Emec	100		Sigdo Koppers	609		
Emel	100		Trabajadores	800		
Pilmaiquén	100		I.M. Trust	4.165		
		7.035				
III. Cap. (Disminución del capital)		13.780			Promedio	Promedio
Totales		43.628	25.432	26.568	26.604	47.167
					95	77
						8
						42

Fuente: Corporación de Fomento de la Producción. Gerencia de Normalización.

ternacionales, produjo la insolvencia de numerosas entidades bancadas. El Estado se vio en la necesidad de otorgar su aval a varias instituciones financieras que poseían cuantiosos pasivos con la banca acreedora externa. Paralelamente debió entrar a liquidar e intervenir a varias de ellas, cuyas pérdidas patrimoniales eran cercanas o superaban el capital contable.

Lo anterior significó un fuerte retroceso en cuanto a la estrategia de desarrollo económico adoptada por Chile a partir de fines de 1973, la cual se orientó hacia una economía social de mercado, en donde el Estado debía jugar un rol subsidiario. En forma gradual, el Estado comenzó a participar en diversos ámbitos y áreas de la economía que, con anterioridad a la crisis, había traspasado al sector privado, tales como el sector financiero, el nuevo sistema previsional y diversas otras empresas. Se incrementó la participación del sector público en la economía, mediante la asignación de una mayor proporción de los recursos y de un control más directo sobre la propiedad de los medios de producción del país.

Una de las consecuencias más graves de la recesión fue la crisis tanto de confianza como de expectativas respecto del funcionamiento de la economía social de mercado, en donde el derecho a la propiedad y libre iniciativa privada juegan un papel preponderante. Este último aspecto se convirtió en la mayor restricción frente a los intentos de normalizar la situación.

Diversas medidas, tanto directas como indirectas, fueron consideradas en el programa de normalización implementado por la autoridad desde principios de 1982. Entre las primeras destacan la ayuda a deudores a través del dólar preferencial y los sistemas de reprogramación de deudas. En el segundo grupo se encuentran el programa de venta de la cartera vencida al Banco Central y el mecanismo de capitalización de la banca y AFP intervenidas. Este último mecanismo ha sido contemplado en la Ley 18.401, de enero de 1985, y ha sido denominado "capitalismo popular directo", pues consistía no sólo en recapitalizar y reprivatizar las instituciones intervenidas, sino también en difundir la propiedad patrimonial entre un gran número de pequeños accionistas.

En la misma ocasión en que fue dictada la ley anterior, entra a regir la Ley 18.398, que modificó el D.L. 3.500 de 1980, con el fin de autorizar a las AFP para invertir los recursos de los Fondos de Pensiones en acciones de sociedades anónimas abiertas. A esto último se le ha denominado "capitalismo popular indirecto", por cuanto los trabajadores indirectamente se convierten en propietarios de importantes empresas del país.



La última expresión del capitalismo popular —directa— ha sido la privatización de empresas públicas iniciada por CORFO a partir de 1985. Con ello se han perseguido varios objetivos, tales como la eliminación de la probabilidad de déficit fiscales provenientes de empresas públicas,<sup>30</sup> dispersión de la propiedad entre un gran número de trabajadores de las empresas y pequeños accionistas, una mayor eficiencia en la producción de bienes y servicios y un fortalecimiento y desarrollo del mercado de capitales.

Transcurridos ya más de tres años desde que se implementó el mecanismo del capitalismo popular en la normalización de los diversos bancos y AFP, en la privatización de empresas públicas y en la diversificación de la cartera de los FP de las AFP, se puede entrar a evaluar lo apropiado que ha sido este mecanismo para responder a los objetivos para los cuales fue diseñado. No hay dudas en cuanto a que los resultados obtenidos son del todo exitosos.

En primer lugar, se cumplió cabal y anticipadamente la capitalización para los bancos y AFP intervenidos. Los bancos lograron captar los recursos necesarios como para seguir operando en el sector privado y así lograr una administración más eficiente. El aporte total a estas instituciones fue del orden de los \$ 107.000 millones a fines de 1987. Con respecto a las AFP relacionadas a las entidades bancarias intervenidas, por la vía del capitalismo popular, lograron captar recursos equivalentes a más de \$ 4.600 millones. Al sistema financiero ingresaron 41.644 capitalistas populares y a las AFP 14.098, los que, en conjunto, suman 55.742 nuevos propietarios. También se logró reducir las relaciones deuda-capital de estas instituciones y desconcentrar la propiedad accionaria.

El programa de privatización iniciado por CORFO en 1985 no ha tenido tropiezos y continúa en forma exitosa. A mayo de 1988, 13 de las 27 empresas que han emprendido el proceso de privatización han sido traspasadas definitivamente al sector privado: se espera que otras 5 lo culminen a fines de este año. Entre 1985 y mediados de mayo de 1988 la recaudación total por venta de estas empresas era cercana a los 1.000 millones de dólares. A su vez, cerca de 114.000 nuevos inversionistas han pasado a ser propietarios directos de estas empresas y se espera que próximamente otros 100.000 trabajadores se constituyan en

<sup>30</sup> Las empresas privatizadas habían dejado de ser deficitarias, producto de una política presupuestaria subsidiaria.

nuevos inversionistas, lo que significa una amplia difusión del patrimonio. La alta rentabilidad de quienes han invertido en las acciones de estas empresas y el mayor crecimiento que ha venido experimentando la economía en los últimos años, aseguran que este programa continúe tal cual ha sido trazado.

En cuanto al capitalismo popular indirecto, la autorización dada a las AFP de invertir los FP en acciones de SA abiertas, ha significado redistribuir la cartera de inversiones entre enero de 1985 e igual mes de este año. Los FP han sido canalizados en mayor proporción hacia las SA, en detrimento del resto de los demás demandantes institucionales. Basta considerar que a enero de este año cerca de 67.500 millones de pesos —10,06% de los FP— se encontraban invertidos en bonos y acciones de SA abiertas aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgo. De este monto, 46.700 millones de pesos correspondían a la inversión en acciones.

Por otro lado, el capitalismo popular ha logrado integrar a 2.900.000 trabajadores del país a la propiedad de las empresas que están contempladas en el programa de privatización. Si bien el trabajador no se convierte directamente en capitalista popular, indirectamente se transforma en propietario de una parte del capital y recibe los beneficios del crecimiento y de las utilidades que experimentan estas empresas, a través de los fondos de pensiones.

Todo lo anterior confirma lo que ya se ha dicho. El proceso de reprivatización de la economía y el mecanismo de capitalismo popular en Chile han sido exitosos. La última crisis por la cual atravesó la economía permitió comprender a la autoridad económica la necesidad de acelerar el programa de privatización que se había venido implementando desde 1973. De esta forma se ha logrado alcanzar un mayor consenso entre las personas en cuanto a las ventajas de un sistema económico basado en la libertad de emprender y en el derecho a la propiedad privada.

Cabe esperar que a futuro el capitalismo popular sea utilizado en empresas que de una forma u otra requieran de la capitalización y difusión de la propiedad patrimonial. Tal es el caso de la ISAPRE Banmédica, la que actualmente es de propiedad de la Caja Bancaria de Pensiones y que próximamente será enajenada mediante este mecanismo. Para los efectos de traspasar esta institución de salud previsional al sector privado, las acciones de la recién creada sociedad anónima serán ofrecidas preferentemente a sus propios trabajadores, incluyendo a los médicos que prestan sus servicios y a los pensionados de dicha institución. El rema-

nente será ofrecido al público en lotes unipersonales de un máximo de 1.000 acciones, con un valor unitario de \$ 800 por título.<sup>31</sup> □

<sup>31</sup> Paralelamente, se ofrecerá financiar el 80% del valor de la compra, con un interés fluctuante entre el 4% y el 5%, según el monto adquirido.