

ESTUDIO

ESTADO DE AVANCE DEL PROGRAMA DE REPRIVATIZACION EN CHILE*

Francisco Rosende R. **
Andrés Reinstein A. ***

La severa recesión por la que atravesó la economía chilena a partir de mediados de 1981 hasta aproximadamente igual período de 1983, dio origen a una significativa participación del Estado en el desenvolvimiento de las actividades productivas, con el objeto de atenuar los efectos de la crisis. Esta intervención estatal, la que fue particularmente importante en el sector financiero, se tradujo en un violento retroceso con respecto a la estrategia de reprivatización seguida hasta el inicio de la recesión. En efecto, consecuentemente con el modelo de desarrollo adoptado, el cual otorgaba un papel subsidiario al Gobierno, desde los inicios de su implementación se había llevado a cabo un proceso de reprivatización de empresas, el cual fue violentamente revertido como resultado de la recesión, siendo este fenómeno particularmente notable en el caso del sector financiero.

La deteriorada situación en que se encontraba el sector privado tras la recesión, conjuntamente con una actitud crítica de la comunidad con respecto a la eficiencia y estabilidad de las decisiones de los agentes privados, producto de este mismo fenómeno, constituyen importantes restricciones que la autoridad económica debió enfrentar para definir el futuro de las instituciones financieras y previsionales sobre las cuales el Estado había tomado control, directa o indirectamente. Ello, además de las empresas públicas sobre las cuales históricamente había mantenido el control de su propiedad y gestión.

* Los autores agradecen la valiosa colaboración de Carlos Budnevic, Silvia Riesco, Cristian Ross y la Gerencia de Normalización de la Corfo en la elaboración del presente trabajo. Asimismo, es necesario señalar que parte de la información contenida en éste fue obtenida de un trabajo preliminar elaborado por Erwin Hahn y Cristián Larroulet.

** Ingeniero Comercial, Universidad de Chile; Master en Economía Universidad de Chicago; Departamento de Estudios, Banco Central de Chile.

*** Ingeniero Comercial, Universidad de Chile, Departamento de Estudios, Banco Central de Chile.

El objetivo de este estudio es identificar las principales restricciones y medidas adoptadas dentro de esta segunda etapa del proceso de reprivatización. En particular, en el análisis se identifica al sector financiero, las Administradoras de Fondos de Pensiones y las empresas públicas.

Como resultado del proceso de privatización en marcha cabe destacar:

- a) La reprivatización total del Sistema Previsional que fue intervenido;
- b) La reprivatización de la banca intervenida, salvo un 50% de los bancos de Chile y de Santiago que se espera terminar a mediados de 1987, y c)
- La privatización parcial de grandes empresas estatales, entre ellas Cap, Entel, Soquimich, CTC, Chilectra Metropolitana y total de Ecom.

I Introducción

Tras un largo período, caracterizado por una elevada participación estatal en la economía, altas tasas de inflación y una baja tasa de crecimiento del producto, con respecto a la observada en la economía mundial y muy especialmente en otras economías pequeñas que habían seguido una estrategia de desarrollo diferente, a mediados de la década pasada, la política económica seguida en Chile experimentó un profundo cambio en su orientación. En efecto, la verificación de importantes desequilibrios y distorsiones en la economía, producto de la existencia de una elevada intervención estatal en ésta, dio origen a un alto grado de disconformidad en cuanto a la estrategia de desarrollo seguida desde la "Gran Depresión" de los años treinta. Así, los inicialmente tímidos esfuerzos por promover un mayor grado de apertura al comercio internacional y una mayor disciplina en las finanzas públicas, que se habrían observado en la década de los sesenta,¹ se transforman en un amplio programa dirigido a provocar un profundo cambio en la estructura de la economía chilena.

Dentro de la estrategia de desarrollo que se iniciaba, podían identificarse tres elementos básicos: la apertura al comercio internacional, el uso del mecanismo de mercado para asignar recursos, y el otorgamiento de un papel esencialmente subsidiario al Estado. Consecuentemente con esta estrategia, la implementación de un severo programa de ajuste fiscal apuntaba no sólo a contener la muy elevada tasa de inflación existente, la que, a pesar de encontrarse reprimida por diversos controles de precios, en 1973 alcanzaba un nivel superior al 500%, sino que, además, a traspasar al sector privado aquellas empresas que por diversos mecanismos habían pasado a control estatal, situación que no se justificaba en este contexto.

1 Tanto en los gobiernos de Ibáñez, Alessandri y Frei, se iniciaron programas de estabilización de precios, los que iban acompañados de una política de apertura gradual al comercio exterior. Por diversas razones, estos esfuerzos no se materializaron en cambios importantes en la estructura de la economía. Al respecto véase R. Ffrench-Davis *Políticas Económicas en Chile 1952-1970*.

La existencia de estas tasas de inflación, un alto grado de ineficiencia en la asignación de recursos, producto de los controles prevalecientes, y la descapitalización que naturalmente originaba la creciente amenaza de estatización, eran factores que en mayor o menor medida encontraron en una débil posición a las empresas que eran traspasadas al sector privado. De este modo, una tarea prioritaria que debían afrontar los inversionistas, era asignar los recursos necesarios para que estas empresas pudieran hacer frente, apropiadamente, al desafío de la competencia, interna y externa.

Mientras la economía observaba una satisfactoria tasa de crecimiento del PGB a partir de 1976, el programa de ajuste fiscal se mostraba exitoso en reducir el déficit de este sector, desde un 25% PGB en 1973, hasta un superávit de 3,1% en 1980. Paralelamente, la tasa de inflación era reducida desde un nivel superior al 500% en 1973, a una tasa de 9,5% en 1981. Sin embargo, como resultado de diversos factores, los que no corresponde examinar aquí, aun cuando cabe destacar la verificación de una caída de 20% en los términos de intercambio y una fuerte elevación en las tasas de interés internacionales, en 1981 la economía chilena entró en un severo fenómeno recesivo.

Como resultado de la crisis, se agudiza la presión para que el gobierno acuda en ayuda de los diversos grupos cuyos ingresos y/o riqueza se habían visto deteriorados por ésta. Esta situación se torna particularmente dramática en el caso de importantes instituciones financieras, las que habían contratado un significativo volumen de deuda externa sobre la base de un cierto supuesto de recuperación de los créditos otorgados, escenario que era reemplazado por el cuadro recesivo antes mencionado. Frente a esta coyuntura, la autoridad económica se vio en la necesidad de llevar a cabo un importante proceso de rescate de las instituciones financieras, primero en forma reducida, y más tarde asumiendo el control de la gestión de los principales bancos privados.

La activa participación estatal en la economía durante el período recesivo dio origen a un quiebre en la tendencia que hasta ese entonces se observaba en ésta, produciéndose nuevamente un déficit fiscal y verificándose el traspaso de importantes empresas privadas, especialmente financieras, desde el sector privado hacia el sector público.

Realizada una importante labor de ordenamiento y ajuste en las cuentas macroeconómicas, al igual que un amplio saneamiento del mercado financiero, en 1985 se reanuda un proceso gradual de reprivatización de empresas. En este proceso, que ha debido enfrentarse a la oposición de diferentes sectores de opinión que han responsabilizado al sector privado de la crisis, se ha pretendido favorecer la difusión y fortalecimiento de la propiedad privada. Por ello, se ha aprovechado la experiencia del anterior proceso de reprivatización, teniendo, en esta oportunidad, una gran importancia, dentro

de la política seguida, el permitir el acceso a la propiedad de las instituciones que son traspasadas de un mayor número de personas.

En el presente documento se examinan las diferentes etapas por las que ha atravesado el proceso de reprivatización, hasta llegar a un examen de su estado actual. De esta manera, en la sección II se realiza un diagnóstico de los problemas que han experimentado los principales sectores involucrados en este proceso; sector financiero, Administradoras de Fondos de Pensiones y Empresas Públicas. En la sección III se evalúan las opciones y principales restricciones que enfrentaban las actividades al término de la recesión. En la sección IV se describe la estrategia de reprivatización seguida, para, finalmente, en la sección V, proceder a una evaluación de su estado de avance actual.

II Diagnóstico

II.1 Sistema Financiero

El sistema financiero chileno ha atravesado durante los últimos años por serias dificultades, las que en buena medida se derivan de la caída en el nivel de actividad observada a partir de mediados de 1981 y hasta fines de 1983. Es así como, a fines de 1981, se inicia la intervención estatal en éste, con la liquidación de once instituciones financieras, alcanzando este proceso de intervención estatal su momento culmine el 13 de enero de 1983, con la liquidación de tres importantes bancos y la intervención de las más grandes instituciones financieras privadas del país. Esta sucesión de intervenciones lleva a que, a partir de enero de 1983, el Estado pase a controlar aproximadamente el 67% de las colocaciones del sistema financiero (ver Cuadro N° 1), cifra comparable sólo a los años 1972 y 1973, donde el Estado controlaba cerca del 90% de las colocaciones en moneda corriente.

Junto con esto, el Estado indirectamente asumió el control de una serie de empresas del sector productivo y de Administradoras de Fondos de Pensiones que estaban ligadas a las instituciones financieras, ya sea a través de los créditos otorgados o a través de nexos en la propiedad de éstas.

De este modo, después de muchos esfuerzos por establecer un sistema financiero sólido y eficiente, en que el sector privado fuese su principal participante, a principios de 1983 éste se encontraba en una situación muy comprometida ocasionada por las grandes pérdidas patrimoniales de sus empresas y con un importante número de bancos bajo la tutela directa del Estado.

II.2 Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP)

Como se indicó anteriormente, a principios de 1983 importantes Administradoras de Fondos de Pensiones mostraban un estado

de indefinición respecto de su propiedad, producto del vínculo existente entre éstas y algunas de las instituciones financieras intervenidas y en liquidación. Como puede apreciarse en el cuadro N° 2, las AFP intervenidas tenían a esa fecha una alta participación en el sistema previsional, controlando aproximadamente un 69,6% de los Fondos de Pensiones, mantenidos por un 67,9% de los afiliados a este sistema.

La alta proporción del sistema previsional intervenido dejaba de manifiesto que el Estado nuevamente controlaba los Fondos de Pensiones, hecho que era absolutamente contrario a los objetivos perseguidos por la reforma previsional, la que buscaba, precisamente, que los cuantiosos recursos que representa el ahorro previsional fuesen administrados por el sector privado, de manera de asegurar una administración más eficiente de los mismos.

Ciertamente, la relevancia del ahorro previsional dentro de ahorro total de la economía,² hace que un objetivo prioritario de la política económica sea la consecución de un buen uso de estos recursos. De igual modo, el establecimiento de un sistema en donde se promueve la transparencia en la asignación de estos ahorros y en su incidencia sobre la riqueza de los imponentes, es un aspecto básico considerado dentro del diseño de la Reforma Previsional, que dio origen a las Administradoras de Fondos de Pensiones. Bajo la perspectiva de ambos objetivos, la apropiada administración del sistema, a través de agentes privados, orientados por las reglas impersonales de la competencia, parecía una herramienta fundamental para su éxito. Sin embargo, por las dificultades señaladas, a poco andar, el sistema volvía a recibir una fuerte influencia estatal, lo que planteaba una seria interrogante con respecto al curso futuro del mismo.

II.3 Empresas Públicas

A partir de 1975, y en forma consecuente con la idea de utilizar lo más eficientemente posible los recursos productivos de la economía, el gobierno comienza a operar sus empresas en base a un criterio de eficiencia y obtención de excedentes, eliminando además las franquicias legales y/o reglamentarias de las cuales gozaban, así como el acceso a financiamiento vía aportes de capital del Estado. De este modo, se pretendía que éstas actuaran en un marco de sana competitividad.

Cabe señalar que de acuerdo a algunos estudios,³ los déficit de las empresas públicas fueron en el pasado un factor determinante en las elevadas tasas de expansión monetaria y, por consiguiente, de la inflación. Asimismo, las presiones para utilizar las empresas públicas

2 En 1985, los fondos acumulados representaban alrededor del 80% de la tasa de ahorro interno.

3 Larroulet y Hahn, Conferencia sobre Empresas Públicas en Latinoamérica. (Mimeo.)

en la consecución de objetivos políticos, es una tentación permanente de los gobiernos, lo que acompañado de distorsiones y ventajas artificiales otorgadas a éstas para que pudieran sobrevivir en los respectivos mercados, hizo aún más ineficiente su operación y la asignación de recursos.

No obstante la ejecución de un proceso de reprivatización de empresas tras el gobierno socialista, el Estado ha conservado el control de importantes empresas. En 1983 la producción de las empresas públicas representaba aproximadamente un 17% del PGB del país. Además, su participación en la inversión total en capital fijo alcanzaba a 17,2%.⁴ Si bien es cierto, el control estatal de algunas empresas podría justificarse sobre la base de argumentos del tipo de seguridad nacional o estratégicos, éste no parece aplicable a numerosos sectores. Más aún, desde un punto de vista de eficiencia, su gestión privada es aconsejable aun en el caso de empresas monopólicas, no siendo necesario ni conveniente el control estatal de éstas con el objeto de evitar los costos que involucra la adopción de conductas monopólicas, las que, por cierto, no se garantiza que estén ausentes bajo una gestión estatal de estas empresas.

II.4 Síntesis

Este breve resumen de la situación en que se encontraban el sector financiero, el sector previsional y las empresas estatales, permite concluir que a principios de 1983:

El Estado controlaba gran parte de la actividad de intermediación y la mayor parte del ahorro interno, a través de la intervención del sistema financiero y previsional.

Asimismo, el Estado tenía una fuerte injerencia directa en una significativa proporción del sistema productivo a través de las empresas de su propiedad.

Ciertamente, una parte no despreciable de la elevada participación del Estado que se observó en la economía chilena a partir de 1982, fue ocasionada por la misma crisis en la actividad económica. Sin embargo, cualesquiera que hubieran sido los determinantes del alto grado de participación estatal que registraba entonces la economía chilena, cabía plantearse la interrogante con respecto a las repercusiones que esta situación podría tener sobre la continuidad de una estrategia de desarrollo basada en la economía privada y el mercado. Por una parte, la misma crisis produjo un ambiente crítico con respecto a la eficiencia de la empresa privada, similarmente a lo ocurrido en Chile y otras economías tras la depresión de los años treinta. Por otra, la caída del nivel de actividad encontraba al sector

4 Aun más, si restamos la inversión en capital fijo realizada por el gobierno general de la inversión total (en capital fijo), la inversión de las empresas públicas representaba en ese año un 36,8% de la última.

privado en una débil posición y con una pesada carga financiera, producto de la contratación de deudas, internas y externas, durante el período de expansión de la actividad económica.

En este contexto, la decisión de mantener una estrategia de desarrollo basada en la economía privada y el mercado, se enfrentaba al cuestionamiento de la misma que se originaba en la adjudicación a ésta, por parte de importantes grupos, del origen de la crisis, y por otra parte, a la limitante que involucraba la reorganización de la actividad financiera. Ello, por cuanto las complejas conexiones patrimoniales existentes entre las empresas financieras y productivas afectadas por la crisis, hacían extremadamente difícil adjudicar estas obligaciones y derechos en una manera expedita, de modo de favorecer una pronta reprivatización de estas empresas. Finalmente, cualquier política conducente a la reprivatización de empresas, particularmente las vinculadas a la actividad financiera, debía tomar, previamente, acciones tendientes a fortalecer éstas. Ello, de manera no sólo de estimular su adquisición por parte de agentes privados, sino que, además, de minimizar la probabilidad de nuevos colapsos, los que podrían comprometer, quizá si en forma definitiva, el éxito de la estrategia de desarrollo escogida.

Teniendo en cuenta las restricciones señaladas, en las secciones siguientes se examina la forma en que las autoridades económicas han ido haciendo efectivo un proceso gradual de reprivatización de empresas, consecuentemente con el marco trazado por la estrategia de desarrollo antes mencionada.

III Opciones y Restricciones Básicas del Proceso de Reprivatización

III.1 Opciones

a Sistema Financiero y Previsional

Como se mencionó anteriormente, producto de la crisis económica iniciada a mediados de 1981, la que se tradujo en el colapso de importantes empresas productivas y más tarde instituciones financieras y previsionales, el año 1983 el Gobierno había tomado control directo o indirecto de una fracción apreciable de la actividad financiera que se realizaba en la economía. Ello, tras los deliberados esfuerzos desarrollados desde mediados de la década anterior, con objeto de reducir la influencia del Estado en la economía y favorecer la iniciativa privada.

Frente a esta coyuntura, la autoridad enfrentaba un amplio abanico de opciones en cuanto a su estrategia de mediano plazo,⁵

5 En cuanto a las restricciones de corto plazo, es indudable que las dificultades de pagos externos provocados, tanto por la fuerte caída de los términos de intercambio que tuvo lugar desde 1981, como también por la

las que iban desde la mantención de una fuerte influencia estatal en la actividad financiera, alternativa que contaba con la simpatía de importantes grupos de presión, hasta promover una reprivatización rápida de las instituciones intervenidas.

La primera opción contravenía abiertamente la filosofía económica del Gobierno, motivo por el cual fue desechada. En cuanto a la segunda, la posibilidad de favorecer una reprivatización rápida de las instituciones financieras y administradoras de fondos de pensiones, sobre las que el Gobierno había tomado control, se enfrentaba a la necesidad de proceder a un proceso previo de ordenamiento y recapitalización de las mismas. Luego, en este contexto, la acción de la política económica debía encaminarse hacia un proceso de gradual reprivatización, el que debía ser acompañado de acciones tendientes a sanear las instituciones en dificultades.

Los elementos considerados para el diseño de la política de reprivatización en cada una de las áreas mencionadas, pueden resumirse gruesamente en los siguientes puntos:

i Sistema Financiero

Se deseaba que la propiedad de la banca se distribuyera entre un gran número de accionistas.

A través de la reprivatización, se deseaba que los nuevos accionistas aportaran recursos adicionales que los bancos necesitaban, como parte del proceso de recapitalización de éstos.

Debía dárseles la oportunidad de convertirse en accionistas a aquellos contribuyentes que, directa o indirectamente, habían realizado un esfuerzo para sacar adelante las instituciones intervenidas. Al mismo tiempo, se buscaba estimular el oportuno cumplimiento de las obligaciones tributarias de los contribuyentes.

ii Administradoras de Fondos de Pensiones

Al igual que el caso de los bancos, se deseaba que la propiedad de las AFP se distribuyera entre un gran número de accionistas. Esto, debido a que existía el convencimiento de que la difusión de la propiedad, junto con permitir el acceso a ésta de una mayor cantidad de contribuyentes, le otorgaba una mayor estabilidad al nuevo sistema previsional.

necesidad de utilizar una fracción importante de las reservas internacionales para evitar un colapso financiero de mayores proporciones, aparecían como elementos dominantes. De igual manera, las autoridades procuraron evitar el uso de expediente inflacionario como mecanismo de solución de los problemas de endeudamiento de las empresas. Ello, por los graves costos económicos, sociales y políticos que esta opción involucraba.

b Empresas Públicas

En el caso de las empresas públicas, se estaba consciente de que una mayor cantidad de reglas y controles destinados a incentivar la eficiencia, podían llevar a una burocratización, por cierto no deseada, de estas empresas. Es conocida, en este sentido, la tendencia que existe en este tipo de empresas a controlar en mayor grado los procesos que los resultados, con el consiguiente entorpecimiento que ello produce sobre el funcionamiento y resultado de las mismas.

De este modo, se estimó importante realizar una privatización parcial de las empresas del Estado, incorporando a su propiedad tanto a las personas directamente ligadas a ella, como son sus trabajadores, clientes y proveedores, como también a inversionistas privados, institucionales o personas naturales. Con esto se logra comprometer a los sectores vinculados a la empresa, principalmente los trabajadores, con el desarrollo futuro de la misma. Además, se favorece la consecución de uno de los objetivos del Gobierno, en el sentido de que tengan acceso a la propiedad el mayor número de personas posible.

Por las razones expuestas, se ha favorecido la participación de los Fondos de Pensiones en la propiedad de las empresas públicas. A través de este mecanismo, se permite el acceso de importantes sectores de la población a la propiedad, directa e indirecta, de estas empresas, al mismo tiempo que estimula un manejo más eficiente y transparente de las mismas.

III.2 Restricciones

A pesar del propósito de la autoridad de llevar adelante un amplio proceso de reprivatización, éste enfrentaba una serie de restricciones, tanto de política general como específicas a cada sector.

a Restricciones Generales

Probablemente, las restricciones más importantes a la ejecución de la señalada política provenían de la fuerte influencia que ejerció en la opinión pública la reciente crisis financiera. De este modo, se conjugaba una desconfianza con respecto a la estabilidad y eficiencia de las decisiones privadas, conjuntamente con una percepción de que el Estado se reservaba el derecho de actuar discrecionalmente, en un eventual proceso de asignación de pérdidas y obligaciones en el sector financiero.

Además, cualquier estrategia que decidiera adoptarse con respecto al mercado financiero no podía dejar de lado este antecedente, de manera que la creación de los incentivos apropiados era un elemento básico dentro de la política. En este sentido, el eventual atractivo que pudiera tener para los agentes privados su participación en la propiedad de bancos o administradoras de fondos de pen-

siones, no sólo se encontraba condicionado por la rentabilidad que ofrecieran estas inversiones, sino que, además, de la visión general que los individuos tuvieran con respecto a la suerte futura del sector específico y la actividad económica en general.

Luego, la posibilidad de llevar adelante con éxito la mencionada política de reprivatización, no sólo hacía necesaria una estrategia adecuada, en términos de la creación de suficientes incentivos para quienes participaran de este proceso, sino que, además, de un ordenamiento importante de la situación macroeconómica. De esta manera, la política económica seguida otorgó una prioridad trascendente a la ejecución de un proceso de ajuste de gasto interno, conjuntamente con el favorecimiento de una política de ajuste en la estructura de la economía, que creara los incentivos para un crecimiento elevado y sostenido de ésta.

Desde luego, en una primera etapa de este proceso, la respuesta de los agentes debía ser cautelosa; ello, hasta comprobar que este proceso, al igual que la economía como un todo, evolucionaba positivamente. Además, la caída en los ingresos y riqueza experimentada por parte importante de la población, como consecuencia de la crisis misma, hacía aconsejable crear los incentivos necesarios para que los agentes se interesaran en este proceso; ello, dado el deprimido nivel observado por la tasa de ahorro.

b Restricciones Específicas

i Sistema Financiero

Por los motivos señalados, existía una gran desconfianza del público frente al sistema financiero, por lo que no se podía asegurar que el recibimiento de la fórmula de capitalización, llamada "capitalismo popular", fuese favorable.

Se necesitaba que los antiguos accionistas de estas instituciones aprobaran un sistema que, desde su punto de vista, no parecía conveniente por la difusión del patrimonio que éste implicaba.

ii Administradoras de Fondos de Pensiones

Se temía que el hecho de que el Estado controlara indirectamente algunas Administradoras, a través de los bancos intervenidos, podría pesar a la hora que estas entidades tomaran decisiones de invertir en capital de riesgo lo que eventualmente podría perjudicar a los pequeños accionistas.

iii Empresas Públicas

El proceso de privatización de empresas públicas enfrentaba varias restricciones.

Por una parte, era muy probable que existiera oposición frente

a este proceso, derivada, esencialmente, de la percepción de importantes grupos, que la crisis iniciada en 1981 era el reflejo del fracaso de la economía privada.

Además, dentro de sectores vinculados al propio gobierno, existía cierta resistencia a entregar al sector privado la propiedad de empresas que en el pasado habían tenido una enorme influencia política. Ello, debido tanto a su carácter monopólico, como al hecho de que en ciertas circunstancias habían sido utilizadas como herramientas de distribución del ingreso.

Finalmente, el hecho que la mayor parte de la propiedad permaneciera en manos del Estado, al menos en una primera etapa, podría generar cierta desconfianza de los potenciales inversores privados, con respecto a la forma en que éste se condujera. Planteado en otros términos, en tanto subsistiera un control mayoritario del Estado sobre estas empresas, no podía garantizarse que la gestión de éstas se conduciría sobre la base de criterios de eficiencia y rentabilidad, aspecto básico dentro de las decisiones financieras de los agentes privados.

Por cierto, la creciente participación de las administradoras de fondos de pensiones en la propiedad de las empresas públicas, debía representar un contrapeso importante a la influencia del Estado sobre el manejo de éstas. Ello, por la significancia económica y política que tiene la verificación de resultados satisfactorios del retorno sobre el ahorro previsional. Luego, en la medida en que estas entidades tomaran parte en el proceso, se esperaba incentivar en mayor medida a otros inversionistas privados.

IV La Estrategia de Reprivatización

Una vez tomada la decisión de proceder a un traspase gradual de los bancos y administradoras de fondos de pensiones que se encontraban bajo control del Estado, hacia el sector privado, el paso siguiente debía ser la búsqueda de un camino apropiado para alcanzar este objetivo. Ello, dadas las restricciones mencionadas en la sección precedente. Similar inquietud se planteaba con respecto a la idea de estimular una cierta participación privada en la propiedad de las empresas públicas.

Desde luego, la velocidad con que avanzara este proceso de reprivatización iba a depender en buena medida de la forma en que los agentes privados reaccionaran frente a los incentivos que éste ofrecía. Además, un aspecto de enorme importancia dentro de la conducta del sector privado con respecto a este proceso, era la capacidad de la autoridad económica de consolidar un cuadro de estabilidad macroeconómica, que se proyectara como tal hacia el futuro.

Como se puede apreciar de lo aquí expuesto, al igual que en la sección anterior, la ejecución de un programa en la dirección señalada planteaba inquietudes y amenazas, las que era necesario enfrentar si no se quería mantener una situación de "statu quo", que po-

dría en definitiva postergar indefinidamente la tarea propuesta. Es así como a partir de 1984 comienza a implementarse una política de gradual reprivatización de las empresas intervenidas, sujeta a las restricciones antes mencionadas, señalándose a continuación dentro de ésta los "hitos" más importantes.

IV. 1 Instituciones Financieras

Como se mencionó en secciones anteriores, los objetivos asociados a la reprivatización del sistema financiero intervenido eran básicamente dos: lograr un aumento de capital de las instituciones con problemas, y que la propiedad de los bancos se distribuyera entre el mayor número de contribuyentes posibles, dado que habían sido ellos quienes, a través del Estado, aportaron los recursos para evitar la eventual quiebra de estas instituciones.

De este modo, con la aprobación de la Ley N° 18.401, a partir del primer trimestre de 1985 se procedió a la venta de los dos principales bancos intervenidos: Banco de Chile y Banco de Santiago. A través de esta ley, se autoriza la capitalización de ambos bancos con la emisión de acciones por un monto de \$ 28.000 millones para el Banco de Chile y \$ 18.012 millones para el Banco de Santiago, lo que equivalía a un 141% y 96% del capital y reservas de ambos bancos, respectivamente.

Mediante la misma ley, se autoriza a la Corfo para que otorgue un crédito a los contribuyentes que deseen adquirir las nuevas acciones, a quince años plazo, con uno de gracia, sin intereses sobre la unidad de reajuste (UF) y pagando solamente el cinco por ciento de las acciones al contado. Se estipula, además, una rebaja en la obligación financiera por pago oportuno, equivalente al 30% de la cuota pagada y ciertas franquicias tributarias.

Adicionalmente, los accionistas pueden recibir un premio consistente en el reparto, a prorrata, del 60% de las acciones que la Corfo haya comprado⁶ y no vendido durante el año, con topes de cuatro veces lo que se haya comprado o el 2% de las acciones a repartir.

Asimismo, y siguiendo el principio de favorecer la difusión de la propiedad, el límite de inversión por accionista se estableció en UF 2.000,⁷ la suma de los impuestos a la renta y territorial de los últimos tres años, o el dos por ciento de las acciones emitidas por el banco.

Con respecto a la reprivatización del resto de los bancos intervenidos (Banco Internacional, Banco de Concepción y Banco Colocadora Nacional de Valores), se decidió efectuarla sobre la base de

6 Cabe señalar que en esta operación la Corfo actúa como intermediario facilitando la adquisición de las acciones de las instituciones financieras por parte de los agentes privados, a través del otorgamiento del señalado crédito, en las favorables condiciones expuestas.

7 Lo que corresponde, aproximadamente, a \$ 5 millones de junio de 1985.

la venta de paquetes accionarios mayores, cuidando dispersar lo más posible su propiedad. En este caso, las condiciones de crédito que la Corfo otorgaría a los inversionistas eran básicamente las mismas que en el caso del Banco de Santiago y el Banco de Chile. Además, el precio de venta debía reflejar el valor económico de la institución, después de producido el ordenamiento de la misma.⁸

IV.2 Administradoras de Fondos de Pensiones

En el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones, el objetivo era, básicamente, traspasar su propiedad al sector privado, desligándolas de los bancos intervenidos. Asimismo, al igual que en el caso de los bancos, se deseaba que el capital se distribuyera en el mayor número de contribuyentes posible.

En este caso, a diferencia de lo acontecido con los bancos, el sistema de venta de acciones no constituye emisión, sino que una redistribución de las existentes. Para la operatoria del traspaso, el sistema es similar al de los bancos, en cuanto a crédito y condiciones de pago. Sin embargo, en este caso, no existen las franquicias tributarias, y el límite de acciones posibles de adquirir es inferior, requiriéndose además el ser imponente activo de las Cajas de Previsión (sistema previsional antiguo) o de las AFP.

IV.3 Empresas Públicas

Tal como se señaló anteriormente, mediante la venta de acciones públicas al sector privado se perseguían básicamente dos objetivos: lograr mayor eficiencia en su operación bajo la propiedad privada, y una mayor dispersión de su propiedad a través de la venta de acciones a los trabajadores de las empresas, con lo que se lograría, además, una fuerte identificación de éstos con sus lugares de trabajo.

Es así como con la reforma del Decreto Ley N° 2.200 (DL 2.200), que permite anticipar el pago de indemnizaciones por años de servicio, se les otorga a los trabajadores del sector público la posibilidad de adquirir acciones de sus propias empresas, accediendo a este crédito. Además, se inicia la venta en bolsa de paquetes accionarios menores, con el objeto de crear un mercado para las acciones de estas empresas.

Dentro del proceso de privatización de empresas públicas, es importante destacar que, a través de las modificaciones al DL 3.500, se crea la posibilidad para que los Fondos de Pensiones puedan invertir en acciones de empresas donde el Estado es accionista mayori-

8 El "saneamiento" de las instituciones se realizó a través de aportes de capital del Estado para absorber las pérdidas en que habían incurrido. En el caso del Banco de Concepción, el aporte fue de \$ 16.700 millones y en el del Banco Internacional de \$ 2.700 millones.

tario. La venta de estas acciones a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), se realiza a través de agentes de Valores para lograr el máximo de transparencia en las transacciones.

Para incentivar la inversión de los Fondos de Pensiones en acciones de empresas públicas, se efectuaron o se están llevando a cabo los cambios estatutarios en éstas, de modo de adecuarlos a los requerimientos que estipulan las normas que permiten a los Fondos de Pensiones invertir en estas acciones. El objetivo de los cambios de estatutos es otorgar derechos preferentes a los accionistas minoritarios mientras el Estado sea el accionista mayoritario. De este modo, se les da la posibilidad de veto sobre decisiones fundamentales de la empresa, de manera tal que tengan derecho a control sobre la administración de la misma y puedan velar por sus intereses.

Además, se establece el derecho a retiro de los accionistas minoritarios, cuando el Estado sea el accionista mayoritario y se cambie alguna condición que haga que la Comisión Clasificadora de Riesgos desapruuebe a la empresa en cuestión. Por último, es importante destacar que mediante el convenio de desconcentración, el Estado está obligado 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 completa antes de 3 años y el 30% antes de cinco años.

V Estado de Avance del Proceso de Reprivatización

V.1 Sistema Financiero

Transcurrido aproximadamente un año y medio desde que se inició el proceso de reprivatización del sistema financiero (comienzos de 1985) hasta la fecha, éste puede calificarse como exitoso. En efecto, el Banco de Chile y el Banco de Santiago han acumulado un 51% y 60%, respectivamente, de los aumentos de capital contemplados inicialmente. De acuerdo con la estrategia antes descrita, estos aumentos de capital se han logrado con los aportes de un gran número de nuevos accionistas (ver cuadro N° 4), lo que coincide con los objetivos de la autoridad.

La impresión de que este proceso ha sido exitoso, se deriva del hecho que la Corfo tiene un plazo de cinco años para colocar todas las acciones cuya venta se encuentra programada, lo que significa una venta promedio anual de 20% del total de éstas. Sin embargo, como se puede apreciar, los aportes de capital conseguidos hasta la fecha han superado largamente esta cifra.

Con respecto al resto de los bancos intervenidos y en liquidación, el proceso también ha evolucionado en forma expedita. El Banco Continental fue devuelto a sus antiguos dueños y comenzó a operar con su situación saneada a partir del 1° de enero de 1986. El Banco Colocadora Nacional de Valores se fusionó con el Banco de Santiago, en virtud de lo dispuesto en la Ley N° 18.412. Con es-

to, la privatización de este banco está ligada a la del Banco de Santiago la que, como se indicó, ha avanzado en forma satisfactoria.

Por último, después de que el Estado efectuó aportes de capital por \$ 16.700 millones y \$ 2.700 millones respectivamente, principalmente para absorber sus pérdidas, luego de proceder a un ordenamiento de su situación financiera, el Banco de Concepción y el Banco Internacional fueron vendidos a inversionistas privados nacionales.

La evolución de la cartera en liquidación también ha sido auspiciosa, reduciéndose ésta entre enero de 1983 y octubre de 1985 en más de un 50%, pasando de un 17,43% a un 8,1%, respectivamente. El propósito de las autoridades es agilizar este proceso a fin de que lo más pronto posible se terminen de liquidar estas instituciones.

De este modo, con las acciones adoptadas, se ha reducido sustancialmente el control del Estado sobre la intermediación financiera.

V.2 Administradoras de Fondos de Pensiones

La reprivatización de las Administradoras de Fondos de Pensiones, a través de la venta del capital en propiedad de los bancos intervenidos, ha evolucionado más rápido aún que la de los bancos. Así, las dos AFP más importantes, Santa María y Provida, fueron traspasadas en su totalidad al sector privado. En el caso de la AFP Santa María, se vendieron las 346.790 acciones puestas a la venta, las que representan un 48,8% del capital total, por un monto total de UF 391.872,7. Adquirieron estas acciones un total de 6.179 accionistas. La venta de la AFP Provida se realizó mediante un sistema combinado, en que se vendió el 60% del total en pequeños paquetes accionarios distribuidos entre un gran número de contribuyentes ("capitalismo popular") y el 40% restante en un solo paquete, el que fue adquirido por Bankers Trust Pacific Ltda., por un monto de 570.000 UF. El 60% fue adquirido por 7.920 personas con una compra promedio de 1.136 acciones y por un monto total equivalente a 765.000 UF.

Las AFP Alameda y San Cristóbal, asimismo, se fusionaron formando la AFP Unión.⁹ Luego, esta última se licitó, adquiriendo el paquete de acciones mayoritario (por un 98% del capital) la Compañía de Seguros La Interamericana. El 2% restante quedó en propiedad de algunos bancos y otros accionistas menores.

De este modo, en un proceso que duró 9 meses aproximadamente (después de implementado), el Estado redujo por completo

9 La fusión de ambas administradoras se produjo a raíz de la capitalización de las deudas que realizaron los principales bancos acreedores, que en am-

su participación en la administración de los Fondos de Pensiones conservando sólo su papel de supervisor.

V.3 Empresas Públicas

El proceso de privatización de empresas públicas comenzó en esta etapa, en 1982, con la venta de los primeros paquetes accionarios de las empresas Chilectra Metropolitana y Chilectra V Región a particulares. Luego, en 1983 comienzan a venderse paquetes accionarios de Soquimich en Bolsa. En 1985 sale a la venta Entel, vendiendo sus acciones a particulares a través de operaciones en la Bolsa. En este mismo año las tres filiales de Chilectra (Metropolitana, V Región, Generación) comienzan la venta de sus acciones a sus propios trabajadores. Finalmente, en 1986, después de haber sido aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgos, las acciones de las filiales Chilectra y Entel comienzan a ser adquiridas por las AFP, con lo que el proceso de privatización de estas empresas se acelera considerablemente.

Como puede apreciarse en el cuadro N° 7, hasta 1985, período en que las AFP no habían comenzado a adquirir acciones de empresas públicas, la venta del patrimonio de estas empresas no había alcanzado proporciones muy altas, aunque estaba avanzando en forma regular y segura. Así, por ejemplo, a diciembre de 1985 Chilectra Metropolitana había vendido el 16,14% de su patrimonio; Chilectra V Región un 17,01%, Soquimich un 7,3% y Cap un 11%. En forma consecuente con los objetivos iniciales de la privatización, la mayor parte del patrimonio vendido hasta ese momento había sido adquirido por los trabajadores de las propias empresas o sus clientes (ver cuadro N° 7).

En 1986, las AFP comienzan a adquirir acciones de empresas estatales, con lo que el proceso de privatización se acelera considerablemente. Como puede apreciarse en el cuadro N° 8, sólo en 5 meses las tres filiales Chilectra y Entel lograron fuertes aumentos en la participación del sector privado en su patrimonio: "Chilectra Generación" vende un 10% de su capital, "Chilectra V Región" un 8%, "Chilectra Metropolitana" un 12% y Entel un 11%.

Dentro de este proceso de privatización, es importante destacar el traspaso total al sector privado de algunas empresas de propiedad del Estado. Tal es el caso de Ecom, que durante el presente año finiquitó la venta del 100% de su patrimonio a sus propios trabajadores. La venta se realizó con un aporte de los trabajadores de un 20% del total del capital, y el resto con un crédito Corfo a 10 años plazo.

Asimismo, Emel S. A. realizó la negociación de venta a sus trabajadores del 99,4% del patrimonio de la empresa, la que fue recientemente aprobada por la Presidencia de la República.

Es importante destacar que las acciones de varias empresas en proceso de venta o que entrarán luego en éste, fueron recientemente

te aprobadas por la Comisión Clasificadora de Riesgos, de tal modo que éstas podrán comenzar a ser adquiridas por los Fondos de Pensiones. Tal es el caso de Soquimich S. A., cuyas acciones podrán empezar a ser adquiridas por las AFP en cuanto se firme el Convenio de Desconcentración. Similarmente, las acciones de las filiales Endesa: Emelat, Pilmaiquén y Pullinque, fueron aprobadas recientemente por la mencionada Comisión, por lo que cuando comience su licitación, dentro del presente año, las AFP tendrán acceso a ellas. Esto acelerará el proceso de venta de las empresas antes mencionadas.

En el cuadro N° 8 se puede ver la proporción del capital de las empresas en proceso de privatización que fue adquirido por los distintos sectores: trabajadores, clientes, AFP y particulares, estos últimos a través de la venta en Bolsa de acciones. Como puede apreciarse, la mayor parte del patrimonio vendido ha sido adquirido por los trabajadores. Las ventas a las AFP y en Bolsa se han repartido el resto del patrimonio en venta, siendo mayor la proporción adquirida por las primeras.

De este modo, de la venta total realizada hasta el momento (al 31.05.86), de aproximadamente \$ 10.876 millones, las AFP han adquirido un 27%; los trabajadores un 40% y las ventas en Bolsa equivalen a un 22%. Estas proporciones reflejan la alta diversificación de la propiedad que se ha logrado, principalmente a través de la adquisición indirecta de acciones por parte del gran número de afiliados al nuevo sistema previsional y del alto número de trabajadores de empresas públicas que han decidido convertirse en accionistas de sus propias empresas.

Este breve resumen de la situación en que se encuentra el estado de avance de la privatización de empresas públicas, demuestra que el proceso ha sido efectivo. El Estado ha demostrado en la práctica su deseo de privatizar una importante proporción de las empresas de su propiedad, lo que se manifiesta a través de los diversos mecanismos creados por éste de modo de facilitar el acceso del sector privado a estas empresas. El sector privado, además, ha acogido entusiastamente esta iniciativa, lo que se comprueba por el avance que ha tenido la privatización, y por el fuerte aumento que han tenido tanto los precios como la presencia de las acciones de empresas estatales en las transacciones en la Bolsa.

VI Resumen y Conclusiones

Como consecuencia del agudo proceso recesivo por el que atravesó la economía chilena a partir de mediados de 1981, el Estado fue asumiendo un significativo control sobre la propiedad y asignación de los recursos de la economía. Esta situación fue particularmente notoria en el caso de la actividad financiera, donde la intervención de los principales bancos privados, conjuntamente con la liquidación de otras instituciones privadas, le otorgó al Estado un papel determinante en este sector de la economía.

Las repercusiones de la crisis económica alcanzaron no sólo a las instituciones bancarias, sino que también a las Administradoras de Fondos Previsionales, las que habían sido creadas con la reciente reforma a este sistema. Así, lo que pretendía constituir un avance sustantivo en la eficiencia del sistema previsional, mediante el traspaso de éste a manos privadas, retornaba prontamente a control estatal. Esta vez, por las interconexiones de propiedad existentes entre los grupos que administraban estas instituciones y los dueños de los bancos y sociedades financieras que se encontraban en dificultades.

Además, a pesar de los importantes esfuerzos realizados por la política económica, desde sus inicios, a mediados de la década pasada, por fortalecer la economía privada, el Estado mantuvo bajo su control las principales empresas productivas del país, tanto de bienes como servicios. Más aún, este control se vio acentuado con la intervención antes mencionada en el sistema financiero, la que llevó a controlar indirectamente las empresas vinculadas a los grupos propietarios de bancos y financieras, afectados por la crisis.

Como consecuencia de los factores antes mencionados, a comienzos de 1983, en la economía chilena se verificaba una fuerte participación estatal, la que era particularmente sobresaliente en el mercado financiero. Esta situación resultaba paradójica, dado los deliberados esfuerzos antes realizados por conseguir una reducción del tamaño del Estado. De aquí que la coyuntura que enfrentaban las autoridades económicas no sólo era compleja en términos de la necesidad de enfrentar y resolver las restricciones inmediatas, como los problemas derivados del ajuste del gasto interno y reprogramación de la deuda externa, sino que, además, de crear condiciones para el fortalecimiento de la actividad privada.

De esta manera, a partir de 1985 se da inicio a un ambicioso programa dirigido a revertir la situación prevaleciente tras la crisis, esto es, reasignar al sector privado la propiedad de los bancos intervenidos, las Administradoras de Fondos de Pensiones bajo control estatal y, además, una cierta proporción del capital de las empresas públicas.

Como elementos directrices de esta política de reprivatización, es necesario señalar a) la intención de diversificar la propiedad de las señaladas empresas, tanto financieras como no financieras, y b) utilizar este mecanismo de privatización, para, en los casos en que fuera posible, recapitalizar estas empresas.

Ciertamente, la severa pérdida de ingresos y riqueza experimentada por importantes sectores durante la crisis, representaba una amenaza al éxito de este programa, la que se manifestaba tanto en una reducida tasa de ahorro privado, como además en una actitud desfavorable hacia los activos domésticos, tras lo observado en el sector financiero en años recientes. Sin embargo, transcurrido casi un año y medio desde su inicio, este proceso ha conseguido atraer el interés del sector privado, siendo este fenómeno particularmente

notorio en el proceso de recapitalización y venta de acciones de los bancos intervenidos.

Asimismo, la venta de acciones de las empresas públicas también ha tenido una acogida altamente favorable en los inversionistas privados, constituyendo un elemento destacable, en términos de sus implicancias sobre la eficiencia de éstas, la adquisición de un importante porcentaje del capital por parte de los propios trabajadores y las AFP.

En síntesis, aun cuando el programa de reprivatización de empresas, instituciones financieras y AFP, se encuentra en proceso, los resultados observados en esta primera etapa resultan altamente satisfactorios. En particular, dado el antecedente adverso que significa dar inicio a este programa poco después de la ocurrencia de una importante crisis financiera, y en una etapa preliminar del proceso de recuperación del nivel de actividad. En la medida en que las autoridades económicas logren consolidar un clima de estabilidad y a la vez de confianza en la continuidad de la política económica, parece razonable esperar que los resultados de este proceso deben ser altamente satisfactorios en términos de su contribución al desempeño global del sistema económico.

Anexo

Cuadro N° 1

Colocaciones del Sistema Bancario Controladas
por el Estado al 31.03.84
(en porcentajes)

Banco de Chile	17,4
Banco de Santiago	10,84
Banco de Concepción	3,71
Banco Osorno	1,88
Banco Colocadora	1,78
Banco Internacional	0,94
Subtotal	36,55
Bancos en liquidación	17,13
Banco del Estado	12,27
Banco Continental	0,98
Total	66,93

Fuente: Boletín Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Cuadro N° 2

Participación de las AFP Relacionadas con la Banca Intervenida
en el Total del Sistema Previsional
(al 31.03.83)

	N° Afiliados (%)	Cartera Fondo (%)
Alameda	8,87	5,78
San Cristóbal	9,32	7,8
Provida	30,95	30,83
Santa Mana	18,77	25,25
Total	67,91	69,6

Fuente: Boletín Estadístico Superintendencia de AFP.

Cuadro N° 3
Proyección de Fondos Acumulados en el
Sistema de Pensiones¹⁰

Año	Fondos Acumulados	Fondos Acumulados como % del PGB
1985	259	10,23
1990	898,2	28,1
1995	1.655,2	46,6
2000	2.787,7	65,7

Cuadro N° 4
Resumen de Venta de Acciones de Bancos y
AFP Vía "Capitalismo Popular"
(al 30.04.86)

	N° Personas	Monto en UF
Banco de Chile	12.900	5.765.500
Banco de Santiago	9.200	4.262.688
AFP Santa Mana	6.179	391.872,7
AFP Provida	7.920	765.000

10 Proyección realizada considerando los siguientes supuestos: Rentabilidad de los fondos 2% anual real después de comisiones; Crecimiento de la fuerza de trabajo 1,6% anual; Crecimiento del PGB 3,5% anual. Se supuso que el 75% de la Fuerza de Trabajo está afiliada y el 80% cotiza en forma regular.

Cuadro N° 5
Cartera de Colocaciones del Sistema Bancario
Controlado por el Estado¹¹
(en porcentajes)

Banco de Chile	17
Banco de Santiago	8,1
Banco Colocadora	2,3
Banco Osorno	2,8
Subtotal	30,2
Bancos en Liquidación ¹²	8,1
Banco del Estado	19,8
Subtotal	27,9
Total	58,1

Nota: En las colocaciones del Sistema Financiero se excluye la cartera vendida al Banco Central.

Fuente: Boletín Mensual, Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Cuadro N° 6
Venta de Acciones de Empresas Públicas (al 31.12.85)
(en porcentajes)

	Bolsa	Trabajadores	Clientes	Total
Chilectra Metropolitana	1,17	5,0	7,2	16,14
Chilectra Generación	0,38	4,25		4,63
Chilectra V Región	2,36	7,65	7,0	17,01
Soquimich	1,80	0,0		7,3
Cap	4,0	7,0		11,00

Fuente: Corfo.

u Datos al 31.03.86.

12 Al 31.10.85.

Cuadro N° 7
Venta de Acciones de Empresas Públicas al 31.05.86
(en porcentajes)

	AFP	Bolsa	Trabajadores	Total	13
Entel	11	2		13	0,03
Chil. Gener.	10	9	4,4	23	0,3
Chil. V Región	8	14	8	30	9
Chil. Metrop.	12	7	5	24	13
Lab. Chile	-	-	-	-	0,14 ¹⁴
Soquimich	-	5,2	8,05	13,25	-
CTC	-	-	-	10,2	-
Ecom			100	100	-
Emel			99,4	99,4	-
Cap	-	-	7,7	-	-

Fuente: Corfo. Gerencia de Normalización

Cuadro N° 8
Capital de las Empresas Estatales Adquirido
por los Distintos Sectores¹⁵
(en millones de pesos)

	AFP	Bolsa	Clientes y Otros	Trabajadores	Total
Entel	1.223	233			1.456
Chil. Gener.	704	622		311	1.637
Chil. Metrop.	879	522	962	385	2.748
Chil. V Región	137	238	145	139	659
Soquimich		456		714	1.170
CTC		368			368
Emel				546	546
Ecom				792	792
Cap ¹⁶				1.500	1.500
Total	2.943	2.439	1.107	4.387	10.876
%	27	22	11	40	100

Fuente: Corfo

13 Porcentaje Privado no incluido en el Convenio de Desconcentración.

14 Vendido a trabajadores antes de la firma del convenio.

15 Se consideran sólo los años 1985 y 1986. En estos años se produce la mayor parte de las ventas de empresas estatales a los distintos sectores.

16 No se considera en este caso la venta de acciones a la misma compañía

Cuadro N° 9
Presencia en Bolsa de Comercio de Algunas
Empresas Estatales

	Precio Acción ¹⁷ Bolsa		Rentabilidad (%)	Presencia ¹⁸ (%)
	1984	1985		
Chil. Metrop.	188	920	456	91
Chil. V Reg.	350	680	116	59
Cap	12	39	283	90
Soquimich	19	88	493	83
Teléfonos	18	46	208	95

por un monto de aproximadamente 13.680 mill. de pesos, con lo que la empresa redujo su capital.

17 Diciembre de cada año.

18 Medida como los días en que se transó la acción sobre el total de días hábiles.