

## ESTUDIO

# **LA EMPRESA DE LOS '90 Y SU RELACIÓN CON LOS MERCADOS FINANCIEROS\***

Luis Hernán Paúl Fresno<sup>\*\*</sup>

La innovaciones ocurridas en el campo financiero en los últimos veinte años, señala el autor, han introducido importantes modificaciones en la forma como se manejan las empresas. El siguiente trabajo presenta una descripción y análisis de esas innovaciones, así como de las tendencias y desafíos que enfrentarán las empresas, en materia financiera, en los años noventa.

Primero desde una perspectiva internacional y luego en el caso de Chile, se abordan, específicamente, los temas de la reestructuración de las empresas, la globalización de los mercados y la utilización de herramientas e instrumentos financieros nuevos.

\*Trabajo presentado en seminario realizado el día 11 de julio de 1990 en el Centro de Estudios Públicos. El autor agradece los valiosos comentarios de Ricardo Claro, Francisco Pérez, Gonzalo Parot y Eduardo Walker. Sin embargo, los juicios emitidos, al igual que cualquier error u omisión son de su exclusiva responsabilidad.

\*\*Ingeniero Civil de la Pontificia Universidad Católica de Chile y Master en Administración de Empresas del Massachusetts Institute of Technology (MIT). Profesor de la Escuela de Administración de la Pontificia Universidad Católica de Chile e investigador del Centro de Estudios Públicos.

## INTRODUCCIÓN

Las innovaciones financieras ocurridas en las últimas dos décadas han provocado, y continuarán provocando durante la década de los 90, cambios importantes en la forma como se manejan las empresas en el mundo.

La velocidad con que se implementarán estos cambios, eso sí, variará entre los distintos países. Hasta la fecha, el mercado financiero que más ha evolucionado es el de Estados Unidos, lo que es natural si se tiene presente que ese país ha sido la cuna de la mayor parte de las innovaciones financieras. En Inglaterra, el mercado financiero también se ha desarrollado rápidamente. En cambio, en el resto de los países europeos y en Japón este proceso ha sido más lento, aun cuando en los últimos cuatro años se ha acelerado en forma notoria.

Por su parte, el mercado financiero en Chile ha evolucionado en forma importante en los últimos años, pero aún le falta para alcanzar el grado de desarrollo de los mercados de capitales más avanzados. Además, nuestro mercado sólo ha podido integrarse parcialmente con los mercados financieros internacionales debido al problema de la deuda externa.

Es importante que en los años venideros este mercado continúe desarrollándose, para que las empresas chilenas cuenten con las mismas herramientas financieras que poseen las empresas competidoras en el exterior.

Por otra parte, es necesario tener presente que las innovaciones financieras no sólo tendrán efectos a nivel de las empresas, sino también en las instituciones financieras y en las personas. Este artículo se centra puntualmente en la situación de las empresas, con particular énfasis en las tendencias y desafíos que éstas enfrentarán en la década de los 90.

En la primera parte se explican los fenómenos más relevantes en materia financiera que se están observando en países con mercados de capitales más avanzados. En particular, se analiza el proceso de reestructuración por el que están atravesando las empresas, la tendencia hacia la globalización y el uso de herramientas e instrumentos financieros nuevos.

Esta visión internacional es importante porque es muy probable que durante la década de los 90 las empresas chilenas enfrenten experiencias financieras similares a las que ya están viviendo las empresas en los países con mercados financieros desarrollados.

Luego, en la segunda parte del artículo, se analizan los mismos fenómenos anteriores vistos a la luz de las empresas chilenas.

## 1. LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Las empresas, en especial aquellas que operan en los países más desarrollados, atraviesan actualmente por un proceso de cambio profundo debido, entre otros factores, a la globalización de los mercados, al aumento de la competencia, al desarrollo tecnológico y a la evolución experimentada por los mercados financieros.

Producto de este proceso, una de las lecciones que las empresas han aprendido es que su labor en el campo financiero constituye una nueva dimensión de la competencia. En efecto, han comprobado que las decisiones financieras pueden tener un impacto en las utilidades similar al que tienen las decisiones operativas en materias de producción, ventas, manejo de recursos humanos y otros.

Además, la labor financiera se ha hecho más relevante como consecuencia de la mayor interrelación que se ha desarrollado entre las finanzas y las decisiones estratégicas. De hecho, son cada vez más las empresas que están enfrentando procesos de reestructuración a través de *takeovers*, *leveraged buy-outs*, *management buy-outs*, fusiones y otras operaciones similares.

También el quehacer financiero se ha hecho más complejo con el proceso de globalización de los mercados y con las múltiples posibilidades de manejo financiero que han surgido debido a la aparición de una serie de nuevos instrumentos financieros, entre ellos los futuros, opciones, *swaps*, *commodity-linked debt*, *warrants* y *junk bonds*.

En la páginas siguientes se profundiza respecto de estos temas.

### 1.1 Reestructuración de Empresas

Como se señalaba, en el último tiempo se han hecho más frecuentes los *takeovers*, *leveraged buy-outs*, *management buy-outs*, *proxy contests*, fusiones, *divestitures*, divisiones y otras operaciones, con las que se busca producir cambios en la administración de las empresas, por la vía de modificar los grupos que las controlan y/o sus ejecutivos. Dichas operaciones se enmarcan dentro de lo que se conoce como el "mercado del control de empresas" o "*mergers and acquisitions*". En este mercado, a veces, se llevan a cabo operaciones por montos bastante significativos. (Véase Cuadro N° 1.)

## Cuadro N° 1

### Algunas Fusiones y Adquisiciones Importantes

Empresa Compradora	Empresa Vendedora	Precio Ofrecido (Mill. de US\$)
KKR & Co.	RJR Nabisco	24.500
Hoylake Inv.	BAT	21.000
Warner Communications	Time	14.000
Standard Oil Co.	Gulf Oil	13.400
Philips Morris	Kraft	11.500
Texaco	Getty Oil	10.100
Varias empresas	Tenneco Inc.	7.300
Grand Metropolitan	Pillsbury	5.230
Dart Group	Kroger	4.360
Maxwell Communications	Macmillan	2.640

*Fuente:* "Fusiones, Adquisiciones y Cambios en el Control de las Empresas", Apunte 0-290-015 FN-226 de la División de Investigación del Instituto de Estudios Superiores de la Empresa (IESE)

Los distintos tipos de operaciones que se utilizan con mayor frecuencia en los procesos de reestructuración de empresas han sido categorizados por diversos autores, entre ellos Fernández (1989) y Bennet y Glassman (1988), estableciéndose la siguiente terminología:

#### *Takeovers* y Adquisiciones

Se refieren a procesos por intermedio de los cuales una empresa toma el control de otra empresa. Por adquisiciones se entiende normalmente la compra total de una empresa y por *lakeovers* la compra de un porcentaje con el que se logra tomar el control de una empresa. Estas operaciones pueden ser amistosas si se actúa con el consentimiento de los accionistas que la controlan, o pueden ser hostiles si se actúa sin el consentimiento y simplemente se adquiere la participación accionaria requerida para tomar el control, ofreciendo un buen precio a otros accionistas de la compañía. En ocasiones, suponen la incorporación del activo y pasivo de la empresa adquirida a la empresa compradora, perdiendo la primera su personalidad jurídica.

### *Leveraged Buy-Outs (LBOs)*

Constituyen un tipo particular de *takeovers* en los que las acciones adquiridas se financian casi totalmente con deuda. Es decir, se utilizan la caja y la capacidad de endeudamiento de la compañía adquirida para financiar la compra. En consecuencia, luego del LBO la estructura de capital de la empresa cambia radicalmente quedando con una fuerte proporción de deuda.

### *Management Buy-Outs (MBOs)*

Son otro tipo especial de *takeovers*, en los que la oferta de adquisición es efectuada por los ejecutivos de la misma empresa. De este modo, ellos pasan a ser también dueños.

### *Proxy Contests*

Son votaciones a nivel de las juntas generales de accionistas, en las que se intenta cambiar aspectos fundamentales de la administración de una empresa. Normalmente, se forma un grupo de accionistas disidentes, el cual propone efectuar cambios en el directorio y/o en la estrategia de la empresa.

### Fusiones

Consisten en la creación de una nueva empresa a través de la adición de los activos y pasivos de dos o más empresas. La fusión se negocia inicialmente a nivel de los directorios de las empresas que se fusionan. Posteriormente, ésta debe ser ratificada por sus accionistas.

### *Divestitures* y Divisiones

Los *divestitures* corresponden a la venta, por parte de una empresa, de algunos de sus activos a un tercero. En las divisiones, en cambio, se estructuran nuevas empresas a través de la división de los activos y pasivos de una empresa, manteniéndose la propiedad en los mismos dueños. En ocasiones, las divisiones se efectúan simplemente para dar mayor independencia al desarrollo de actividades muy disímiles dentro de una empresa. También se efectúan, a veces, con el objeto de dar una mejor presentación a un negocio que, a la larga, se quiere vender.

Existe una gran controversia en los medios académicos y empresariales respecto de la conveniencia de que se efectúe este tipo de operaciones. Algunas personas son muy críticas frente a los *takeovers*, *leveraged buy-outs* y fusiones, por considerar que producen desorientación, temor a la pérdida de las fuentes de trabajo y desmoralización. En cambio, otras argumentan que estas operaciones, lejos de ser perjudiciales, permiten una mejor administración y aumentan la eficiencia y la productividad en las empresas.

Últimamente se han llevado a cabo diversos estudios sobre el tema, los que en su mayoría han concluido que estas operaciones en general son favorables.

No obstante, también se ha observado que la sobreabundancia de operaciones efectuadas con altos niveles de deuda es peligroso para una economía.

En otro orden de cosas, se ha demostrado que los accionistas de las firmas adquiridas son los principales beneficiarios cuando se producen cambios en el control. Jensen y Ruback (1983), tomando una muestra importante de casos, determinaron que los precios que los compradores pagaban por las acciones de las empresas adquiridas sobrepasaban, en promedio, en un 30% a su valor bursátil antes de la compra en el caso de las adquisiciones, y en un 20% en el caso de las fusiones. Asimismo, descubrieron que, en promedio, también aumentaba el valor de las acciones de las empresas compradoras, aunque en menor proporción que las acciones de las empresas adquiridas, y que las tomas de control no acarreaban despilfarro de recursos financieros, ya que el valor conjunto de las empresas compradoras y vendedoras, una vez ocurrido el cambio de control, aumentaba en promedio en poco más de un 8%.

Desde el punto de vista teórico, las reestructuraciones son convenientes en la medida que su objetivo sea que la administración de las empresas quede en manos de las personas más capaces. Cabe notar, sin embargo, que los directores y ejecutivos, para evitar o dificultar la toma de control de las empresas por parte de terceros, utilizan a veces mecanismos tales como los *poison pills*, *golden parachutes* y el *green mail*.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> El término *poison pills* se refiere a la adopción de medidas, por parte de los directores y ejecutivos, para evitar o dificultar la toma del control de las empresas que controlan. Los *golden parachutes* son indemnizaciones importantes que se establecen los ejecutivos para precaverse del riesgo de ser despedidos por terceros que tomen el control de las empresas donde trabajan. Finalmente, se dice que los directores y ejecutivos de una empresa están aceptando ocupar *green mail*, cuando compran las acciones que posee un accionista que amenaza tomar el control de la empresa, a un precio muy superior al de mercado.

Desde la perspectiva práctica, las reestructuraciones son la respuesta lógica a la mayor competencia y al riesgo de pérdida de control que enfrentan los directores y ejecutivos de empresas hoy en día.

La mayor competencia está forzando a las empresas a dedicarse a aquellas actividades en que tienen probadas ventajas comparativas y ello muchas veces les significa, por una parte, adquirir nuevos negocios y, por otra, abandonar otros y vender activos prescindibles.

El riesgo de pérdida de control, a su vez, se refiere al hecho de que las empresas, en algunos casos, son controladas con porcentajes bastante bajos de la propiedad, por lo que existe la posibilidad de que un tercero adquiera en el mercado abierto una cantidad de acciones suficientes como para tomar el control.

En este contexto, tanto los grupos que controlan como los ejecutivos ven la necesidad de reestructurar sus empresas, ya que de lo contrario puede suceder que el mercado las valore muy por debajo de su valor intrínseco<sup>2</sup> y se abra la posibilidad de que llegue un *raider*<sup>3</sup> que tome el control y efectúe la reestructuración por sí mismo.

En los mercados financieros más desarrollados es relativamente fácil lograr el financiamiento de las operaciones que involucran cambios en el control de empresas. Ello, por cierto, en la medida que las operaciones sean interesantes, en el sentido que la empresa que se desea adquirir o cuyo control se quiere tomar y el equipo de personas involucrado sean adecuados.

El control de empresas con bajos porcentajes de propiedad es bastante común en países como Estados Unidos e Inglaterra, donde los inversionistas institucionales son dueños de parte importante de la propiedad accionaria de las compañías. Diferente es el caso de países, como Japón y Alemania, en los cuales la concentración de la propiedad es mucho mayor, en parte debido a que se permite a los bancos poseer participaciones accionarias significativas en las empresas productivas.

Si bien no puede generalizarse respecto de los procesos de reestructuración ocurridos en el extranjero, ya que la situación es, en muchos casos, particular a cada empresa, sí se pueden derivar algunas lecciones:

<sup>2</sup> Por valor intrínseco se entiende el valor potencial que podría obtener un buen administrador que reorganice la empresa y liquide sus distintos activos y pasivos en forma eficiente.

<sup>3</sup> El término *raider* es utilizado para designar a las personas que se dedican a adquirir empresas, reestructurarlas y, en oportunidades, venderlas nuevamente.

a) Cuidado con las Holguras Financieras

Se ha observado que las empresas que son capaces de generar grandes flujos de caja, pero no de manejarlos adecuadamente, son las más propensas a enfrentar *takeovers* y LBOs.

Parece ser positivo que las empresas no tengan holguras de caja y que su financiamiento esté relativamente ajustado. La necesidad de generar caja obliga a mejorar el manejo de inventarios y a exigir más rápidamente el pago de las cuentas por cobrar, lo que reduce las necesidades de capital de trabajo. En términos generales, la no existencia de holgura financiera dificulta las ineficiencias en las empresas.

Jensen (1989) plantea que uno de los argumentos en favor de los LBOs es que ellos obligan a los ejecutivos a optimizar el manejo de caja, para efectos de pagar los intereses y disminuir la deuda lo antes posible.

b) Otorgar Propiedad a Directores y Ejecutivos Principales

Si la no existencia de holguras financieras resulta ser un buen incentivo para que los ejecutivos manejen eficientemente las empresas, la propiedad de parte de éstas es aún mejor.

En efecto, los ejecutivos, al ser propietarios, tienen los mismos incentivos que los accionistas comunes. También, al tener una buena parte de su riqueza invertida en sus empresas, centran la atención mucho más en el trabajo y no postergan las decisiones importantes más allá de lo necesario.

c) Remunerar en Función del Desempeño

Es deseable establecer mecanismos de compensación en función del desempeño, sobre todo cuando los ejecutivos y empresarios no cuentan con participación en la propiedad.

Desgraciadamente, en muchos casos no es fácil determinar cómo medir el desempeño, pero con ingenio e interés se pueden establecer mecanismos para la mayoría de las personas.

d) Focalizar los Negocios

La diversificación a nivel de los conglomerados de empresas no ha tenido, en general, tan buenos resultados como la diversificación a nivel de los instrumentos financieros, porque es muy difícil que un conglomerado tenga empresas exitosas en múltiples negocios que no tienen mayor



relación entre sí. Normalmente, existe un problema de *know-how* y de disponibilidad de ejecutivos para la administración de negocios muy disímiles. Además, los buenos ejecutivos tienden a generar otros buenos ejecutivos en sus mismas áreas de negocios.

La mayor competencia y los malos resultados que ello ha traído en las empresas no competitivas están llevando a los conglomerados a centrarse y crecer en los negocios en que tienen probadas ventajas comparativas y a liquidar aquellos en que no logran destacarse.

Adicionalmente, a los accionistas que no controlan las empresas no les interesa que sus empresas tengan colecciones de pinturas famosas, edificios extremadamente lujosos, aviones para los ejecutivos, etc. Una cosa es preocuparse de la imagen y otra es utilizar los recursos de las empresas para aumentar el poder y atender gustos personales.

Este conflicto de intereses de los accionistas que controlan las empresas y los ejecutivos, por una parte, y los accionistas que no las controlan, por otra, se agudiza cuando las empresas son controladas con bajos porcentajes de la propiedad.

#### e) Comunicar y Liderar

Es importante en las empresas comunicar a los trabajadores qué es lo que, en último término, se pretende hacer. Especialmente, cuando una empresa ha experimentado un proceso profundo de reestructuración es conveniente hacer presente cuáles son las nuevas condiciones de operación, los nuevos objetivos, los elementos críticos que hay que superar y, lo que es fundamental, qué se espera de los trabajadores.

La comunicación es doblemente efectiva cuando existe, además, liderazgo de parte de algunos directores y ejecutivos. Sin embargo, la administración y el liderazgo son dos cosas distintas, tal como lo clarifica Kotter (1990).

La administración debe preocuparse de la correcta organización de las diversas actividades que debe desarrollar una empresa, de acuerdo a lo ya existente. El liderazgo, en cambio, debe preocuparse de cómo hacer frente al proceso de cambio a futuro. El liderazgo tiene que ver con el establecimiento de una dirección, del desarrollo de una visión de futuro de la empresa y de la implementación de las estrategias requeridas para hacer realidad esa visión.

El grado de avance del proceso de reestructuración de empresas varía entre los países. En Estados Unidos ya se efectuó un número considerable de operaciones durante los años 70 y 80. En cambio, en Europa este

proceso sólo tomó fuerza a fines de la década de los 80 y en Japón recién se está iniciando.

Las expectativas son que durante la década de los 90 el proceso de reestructuración de empresas continuará en Estados Unidos, Europa y Japón, y se extenderá a otros países, incluyendo Chile.

Existe, eso sí, cierta incertidumbre respecto de si las operaciones de LBOs, que han sido tan comunes en Estados Unidos, serán igualmente utilizadas en otros países. En los últimos meses, en los Estados Unidos han quebrado varias empresas que estaban fuertemente endeudadas. Esto ha ocasionado serios problemas en el mercado de *junk bonds*<sup>4</sup> disminuyendo en forma importante el número de LBOs realizados.

Por su parte, las adquisiciones, fusiones, *divestitures* y otros tipos de operaciones de reestructuración, que no se han amparado fuertemente en deudas, han continuado llevándose a cabo en forma normal.

Pareciera que mientras existan diferencias entre el valor intrínseco y el valor en el mercado de algunas empresas, se mantendrán efectuando operaciones de reestructuración.

Por lo demás, las reestructuraciones son el mecanismo que ha desarrollado el propio mercado para fiscalizar la eficiencia en las empresas y permitir que, por medios privados, se transfiriera su control y administración a los directores y ejecutivos más capaces.

## 1.2 Globalización

El proceso de globalización o internacionalización de los mercados y de las economías del mundo fue durante la década de los 80 y continuará siendo durante la década de los 90 un tema particularmente importante.

La globalización se ha dado tanto a nivel de los mercados de bienes como a nivel de los mercados financieros.

### 1.2.1 Globalización de los Mercados de Bienes

El impacto que ha tenido la globalización de los mercados de bienes se observa en el incremento que ha experimentado el nivel de intercambio

<sup>4</sup>Los *junk bonds* son bonos que ofrecen altas tasas de interés, los cuales son emitidos por empresas que, según las empresas clasificadoras de riesgo, presentan niveles de riesgo medios a altos. Un gran porcentaje de los LBOs son financiados con este tipo de bonos.

comercial entre los países y el nivel de inversiones directas en el extranjero por parte de las empresas.

Las razones que han llevado a las empresas a invertir en otros países, ya sea en forma individual o asociadas con compañías extranjeras, son múltiples. Algunas de las más importantes son:

a) Búsqueda de Nuevos Mercados

Muchas empresas que participan en mercados locales ya maduros y que enfrentan, por tanto, bajos niveles de crecimiento, han adquirido empresas en el extranjero en la búsqueda de nuevos mercados que les provean fuentes de crecimiento y la posibilidad de amortizar mejor sus costos de investigación y desarrollo. También algunas empresas lo han hecho para acceder a mercados menos competitivos y para evitar problemas regulatorios en sus mercados locales.

b) Mayor Conocimiento de Mercados Externos y  
Mejoramiento de Posición Competitiva

Las empresas, en la medida que han ido aumentado la proporción de las ventas que efectúan en el extranjero, han visto la conveniencia de conocer mejor la realidad de los mercados externos y de los competidores externos. La forma de alcanzar dicho conocimiento ha sido instalándose a veces en los mercados más importantes.

Otro motivo para invertir en el extranjero ha sido la necesidad de algunas empresas de alcanzar una mayor integración vertical. Varias compañías han visto la conveniencia de adquirir empresas proveedoras para asegurar la obtención de ciertos recursos fundamentales o bien adquirir empresas a las que proveen, con el objeto de aumentar el nivel de terminación de los productos e incrementar los márgenes de utilidad.

También, en oportunidades, se ha invertido para adelantar el proceso de incorporación de cambios tecnológicos y/o acceder rápidamente a innovaciones efectuadas en industrias que sólo están fuertemente desarrolladas en el extranjero.

Otras razones han sido el interés por disminuir el riesgo político asociado a tener todas las inversiones en un solo país y el riesgo asociado al establecimiento de barreras de comercio en los mercados externos de mayor importancia.

c) Estrategia

Las razones estratégicas son aquellas con las cuales no sólo se pretende mejorar la posición competitiva actual, sino que también "posicionar" a las empresas para los eventos que se espera ocurrirán a futuro.

Una de las razones estratégicas más frecuentemente aludidas por las empresas que han invertido en el extranjero es el interés por adelantarse a los competidores en la explotación de ciertos nichos de mercado. Otro motivo es el deseo de asociarse con empresas extranjeras exitosas antes que lo hagan otros competidores.

En ocasiones estas alianzas o asociaciones con empresas extranjeras tienen por objeto la explotación de sinergias que pueden surgir de la utilización conjunta de las capacidades de una empresa local y de una empresa extranjera.

Hay diversas formas de organización que pueden utilizarse para invertir en otros países. Las más comunes son los *joint ventures* con empresas extranjeras y la adquisición de un porcentaje o de la totalidad de la propiedad de empresas extranjeras ya existentes. También se pueden abrir filiales o agencias. Cada una de estas alternativas presenta ventajas y desventajas, que no es del caso analizar en este artículo, pero que sí son importantes de tener en consideración al evaluar la posibilidad de efectuar este tipo de inversiones.

### 1.2.2 Globalización de los Mercados Financieros

El proceso de globalización de los mercados financieros es un fenómeno reciente, que se ha desarrollado gradualmente en la medida que las personas, empresas e instituciones han comenzado a invertir y a buscar fuentes de financiamiento no sólo en sus mercados financieros locales, sino que también en los de otros países.

En Estados Unidos, Europa y Japón es creciente el número de empresas que se endeudan y/o colocan parte de sus acciones en el extranjero. Y la justificación para ello no es sólo la búsqueda de financiamiento, sino que las empresas buscan además establecer presencia y crear imagen, porque ven que a futuro desarrollarán una relación más permanente con los mercados externos.

El fenómeno de la globalización se ha dado con mayor fuerza en los países donde hay libre acceso al mercado cambiario, ya que la integración

con los mercados financieros internacionales se simplifica enormemente cuando hay libre entrada y salida de divisas en un país.

Asimismo, el proceso de globalización de los mercados de bienes y de los mercados financieros se ha facilitado con el desarrollo de mecanismos de cobertura y manejo de riesgos cambiarios.

### **1.3 Utilización de Herramientas e Instrumentos Financieros Nuevos**

Desde los años 70 hasta la fecha han aparecido un sinnúmero de herramientas e instrumentos financieros nuevos. Desde la perspectiva de las empresas, los más relevantes son los que se utilizan para el manejo de riesgos financieros y para la obtención de financiamiento.

#### **1.3.1 Manejo de Riesgos Financieros**

Los riesgos financieros fundamentales que toman en cuenta las empresas son el riesgo de tipo de cambio, el riesgo de tasa de interés y el riesgo de precio de *commodities*<sup>5</sup> (insumos y productos de venta).

En términos simples, una empresa está expuesta a riesgo de tipo de cambio cuando sus ingresos, gastos, activos y/o pasivos (y, en consecuencia, sus resultados) se ven afectados por fluctuaciones en el tipo de cambio. Los típicos casos son las empresas exportadoras, importadoras y sustituidoras de importaciones y, en algún grado, las empresas que dependen de éstas.

El riesgo de tasa de interés, por su parte, se presenta fundamentalmente en aquellas empresas que tienen deudas a tasa de interés flotante (LIBOR, PRIME, TIP, etc.). Estas se ven perjudicadas si las tasas de interés suben.

Finalmente, el riesgo de precio de los *commodities* se produce porque las empresas no tienen certeza respecto de los precios con los cuales comprarán sus insumos y a los que venderán sus productos a futuro.

Las herramientas financieras que más se utilizan en el extranjero para controlar el riesgo de tipo de cambio son los *forwards*, futuros, opciones y *swaps* de monedas.

<sup>5</sup>Los *commodities* son productos relativamente estándares, tales como el petróleo, cobre, oro, trigo, azúcar, etc.

Por su parte, los instrumentos más utilizados para manejar el riesgo de tasa de interés son los *swaps* de tasa de interés. También se ocupan otros instrumentos como los *floors*, *caps*, *range forwards*, *Boston options* y *cylinders*, que son mezclas de opciones y *forwards*. Estos instrumentos sirven para definir tasas de interés máximas y mínimas a ser pagadas.

A su vez, las empresas utilizan futuros, opciones y *swaps* de *commodities* para asegurarse los precios o rangos de precios a los que comprarán insumos o venderán productos. Desgraciadamente, es limitado el número de productos sobre los cuales existen estos instrumentos y, por lo tanto, también lo es el número de productos con los cuales se puede manejar el riesgo de cambios de precios.

A continuación se describe brevemente en qué consisten los instrumentos anteriores de uso más común.

### *Forwards*

Son contratos por intermedio de los cuales los agentes económicos se obligan a comprar (vender) una cierta cantidad de un activo, en una fecha futura dada, a un precio definido en el presente. Este tipo de contratos son normalmente intermediados por bancos comerciales. Los *contratos forwards* más importantes son sobre monedas extranjeras.

### Futuros

Son instrumentos parecidos a los *forwards*, pero con la diferencia que son contratos estándar que se transan diariamente en bolsas de valores. Existen futuros de monedas extranjeras, tasa de interés, índices de acciones y *commodities*, entre otros.

### Opciones

Son contratos por intermedio de los cuales los agentes económicos adquieren el derecho, pero no la obligación, de comprar (vender) una cierta cantidad de un activo, en una fecha futura, a un precio definido en el presente, a cambio del pago (recibo) de una prima. Estos contratos son normalmente transados en bolsas de valores, pero también hay bancos que transan opciones de monedas a largo plazo. Existen opciones de monedas extranjeras, tasa de interés, índices de acciones y *commodities*, entre otras.

### *Swaps*

Son contratos por intermedio de los cuales los agentes económicos acuerdan intercambiar un compromiso a futuro definido de acuerdo a ciertas condiciones por otro compromiso definido según otras condiciones. Este tipo de contratos son normalmente intermediados por bancos comerciales. Existen *swaps* de monedas extranjeras, tasas de interés y *commodities*, entre otros. En un *swap* de moneda se intercambian compromisos definidos en monedas distintas (por ejemplo el pago de una deuda en marcos alemanes por el pago de una deuda en yenes). En un *swap* de tasa de interés se intercambian compromisos que tienen asociados distintos tipos de tasa de interés (por ejemplo el pago de los intereses de una deuda a tasa flotante por el pago de los intereses de una deuda a tasa fija). Por último, en un *swap* de *commodities* se intercambia el valor monetario de ciertas cantidades de un *commodity*, en determinadas fechas futuras, por el valor monetario de ciertas cantidades de otro *commodity*, en esas mismas u otras fechas futuras.

Es interesante notar que en el caso de los futuros y opciones de *commodities* no es necesario que las empresas acudan a las bolsas a retirar (entregar) los productos comprados (vendidos), ya que estos instrumentos se pueden liquidar en efectivo. En consecuencia, las empresas venden o compran los productos en forma normal, pero compensan sus ingresos por ventas o gastos por compras de *commodities* con las utilidades o pérdidas que obtienen con estos instrumentos financieros.

### 1.3.2 Financiamiento

Finnerty (1988) identifica una enormidad de herramientas e instrumentos financieros nuevos destinados a la obtención de financiamiento. A continuación se explica brevemente en qué consisten algunos de ellos.

#### *Commodity Linked-Debt*

Son bonos u otros instrumentos de deuda para los cuales el pago de intereses y/o amortizaciones se efectúa en función de precios o índices de ciertos *commodities* específicos. Existen bonos basados en el comportamiento del precio del cobre, petróleo y otros minerales.

## Bonos Convertibles

Son bonos que se pueden transformar en acciones. Para tal efecto, se establece una razón de convertibilidad entre los bonos y las acciones, y el inversionista queda con la facultad para efectuar dicha convertibilidad luego de un período o inmediatamente después de la colocación de estos instrumentos.

### *Warrants*

Son opciones de compra de acciones que se entregan conjuntamente con algunas emisiones de instrumentos financieros. Por ejemplo, para hacer más atractivas las emisiones de bonos, a veces se acompañan *warrants* a los bonos. En la práctica un bono con *warrant* es muy parecido a un bono convertible, pero con la peculiaridad de que el bono y el *warrant* se pueden transar por separado.

### *Indexed Currency Option Notes/Principal Exchange Rate Linked Securities*

Son instrumentos de deuda en los cuales se reduce el pago del principal si una moneda extranjera específica se aprecia más allá de un cierto límite respecto de la moneda local.

### *Interest Rate Reset Notes*

Son instrumentos de deuda cuya tasa de interés se redefine tres años después de ser emitidos, adoptándose la mayor entre la tasa original y la tasa suficiente para que los instrumentos tengan un valor de mercado equivalente o superior a su valor par. La creación de estos instrumentos obedece al interés de los inversionistas en instrumentos de deuda de no verse perjudicados cuando las empresas emisoras aumentan su riesgo de crédito en forma radical.

Otra categoría de innovaciones en materia de financiamiento de empresas ha sido lo que se conoce como *left hand financing* o financiamiento a base de activos. La idea subyacente bajo de este concepto es que las empresas no requieren ser dueñas de muchos de sus activos fijos, sino que les basta con tener asegurado su uso. Por lo tanto, pueden obtener financiamiento con la venta de edificios, terrenos, maquinarias y otros activos similares, pero asegurar su uso por la vía del arriendo, *leasing* o bien



estableciendo contratos con otros agentes económicos (compañías de seguros, fondos de pensiones, compañías de *leasing*, etc.) que están interesados en comprar estos activos como una forma más de inversión.

Además, la obtención de financiamiento no es la única razón para utilizar este tipo de herramientas, también está el hecho de que las empresas tienen a veces grandes cantidades de capital inmovilizado en activos que experimentan fuertes variaciones de precios, sin que éstas tengan mayor control sobre dichas variaciones. Por consiguiente, es mejor que los riesgos de precios de este tipo de activos los soporten otros agentes económicos, y que las empresas dediquen sus recursos a aquellos activos que se relacionan más directamente con sus actividades fundamentales, sobre las cuales, se supone, tienen mayor control.

Un ejemplo claro de utilización de estas herramientas se da en el caso de la empresa hotelera Marriott de los Estados Unidos. Sus dueños notaron hace algunos años que el crecimiento de la empresa estaba limitado por el gran esfuerzo financiero que demandaba construir cada nuevo hotel. En vista de ello decidieron vender la propiedad de sus hoteles, pero mantuvieron su administración. De este modo la empresa se retiró del negocio inmobiliario en el cual participaba al ser dueña de los hoteles, porque consideraba no tener ventaja competitiva alguna en dicho negocio, y se dedicó, exclusivamente, a la administración de hoteles y al desarrollo de proyectos hoteleros, rubros en los cuales se consideraba muy competente.

## 2. LAS IMPLICANCIAS PARA LAS EMPRESAS CHILENAS

Es muy probable que durante la década de los '90 las empresas chilenas enfrenten experiencias financieras similares a las que ya están viviendo las empresas en los países con mercados financieros más desarrollados.

Sin embargo, no todo debiera ser igual porque existe, evidentemente, una diferencia de tamaño importante entre el mercado financiero y las empresas en Chile y sus símiles en los países más desarrollados.

Además, está el problema de la deuda externa, el cual ha limitado las posibilidades de integración del mercado financiero chileno con los mercados financieros internacionales. Afortunadamente este problema está en vías de solución, por lo que es muy probable que durante esta década Chile pueda incrementar su nivel de integración con los mercados financieros internacionales.

Otro elemento clave en este proceso de integración será la evolución que experimente Chile en materia de libertad cambiaria. La puesta en

vigencia del nuevo Compendio de Normas de Cambios Internacionales es un paso que va en la dirección de liberación gradual del mercado cambiario.

Es dentro del contexto definido por estas circunstancias que a continuación se analizan las principales tendencias y desafíos en materia financiera que enfrentarán las empresas chilenas en la década de los '90.

## **2.1 Reestructuración de Empresas**

El proceso de reestructuración de empresas se inició en Chile en la década de los 70 cuando se cambió de un sistema económico centralizado a uno de libre mercado. Producto de dicho cambio, un gran número de empresas estatales fue traspasado al sector privado, lo cual acarreó reestructuraciones y reorganizaciones importantes.

En ese entonces se hicieron varias operaciones que, de acuerdo con la terminología utilizada hoy en día, podrían ser calificadas como LBOs. En efecto, muchas de las compras de empresas, que eran en ese entonces propiedad de la CORFO, se realizaron con niveles relativamente altos de deuda. Posteriormente, dichas empresas fueron reorganizadas y se incrementó fuertemente su eficiencia. No obstante, los procesos de reestructuración no contemplaron, por lo general, suficientes iniciativas tendientes a bajar los niveles de deuda. Por el contrario, varias empresas continuaron adquiriendo otras compañías y, finalmente, cuando vino la crisis del año 82, muchas de éstas fueron incapaces de pagar sus deudas.

A su vez, la apertura de Chile a los mercados externos en la década de los 70 derivó en un aumento sustancial de la competencia. Este factor, que permaneció vigente también durante la década de los '80, a la postre ha sido el gran impulsor del proceso de reestructuración que han experimentado las empresas en Chile durante los últimos 15 años. No obstante, este proceso no ha sido tan profundo como el que han experimentado las empresas en los mercados de capitales más desarrollados.

La razón fundamental que explica tal diferencia es la no existencia en Chile del riesgo de pérdida de control de las empresas. En efecto, históricamente, en este país, las empresas han sido controladas con porcentajes de propiedad superiores al 50%, con lo cual no ha habido posibilidades de pérdida de control.

Sin embargo, tal como se observa en los Cuadros N°s 2, 3, 4 y 5, la estructura de propiedad de las empresas chilenas ha comenzado a cambiar gradualmente con los paquetes accionarios que han adquirido las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los fondos de inversión extranjeros y otros inversionistas institucionales.

**Cuadro N° 2**  
**Participación de los Inversionistas**  
**Institucionales en la Propiedad de las Empresas**

Empresa	Dic-86 %	Dic-87 %	Dic-88 %	Dic-89 %	Jul-90 % (1)
Campos	0,00	0,00	0,00	2,55	6,83
Cap	2,70	4,61	1,30	2,70	7,27
CCT	0,78	1,12	0,04	0,31	1,30
Cervezas	0,00	0,00	0,00	3,67	3,13
Chilgener	14,22	27,28	12,78	39,54	41,72
Chilquinta	21,18	22,73	18,59	25,87	26,31
Cholguán	0,22	0,84	0,14	0,69	0,97
CMPC	0,66	1,17	1,43	3,05	4,76
Coloso	7,28	6,11	6,78	3,24	5,96
Copec	2,84	3,20	0,51	3,38	6,32
CTC	0,85	8,76	11,68	15,23	17,64
	0,00	0,03	0,18	9,28	8,61
Elecmetal	0,00	0,21	0,00	12,82	12,00
Electricidad	0,52	0,66	0,00	0,31	1,69
Endesa	0,00	7,98	7,94	23,04	29,81
Enersis	---	—	45,62	36,19	40,98
Entel	18,10	23,10	37,61	30,12	32,60
Eperva	1,11	1,51	1,49	2,69	4,94
Iansa	0,00	2,14	0,40	1,37	3,54
Indo	1,66	1,70	2,01	3,57	5,32
Inforsa	0,00	0,00	1,54	3,38	6,25
Madeco	1,32	2,17	1,58	1,51	3,58
Maderas	1,11	1,12	0,79	0,96	2,01
Marinsa	0,14	1,10	0,61	1,55	2,13
Pilmaiquén	0,00	0,00	0,00	10,41	11,07
Pizarreño	0,30	1,13	0,88	1,36	2,16
Sipsa	0,00	0,89	4,31	2,05	2,07
Soquimich	24,31	29,90	40,34	35,33	38,61
Vapores	0,00	0,78	0,23	0,98	1,80

Notas: <sup>(1)</sup> Datos a julio de 1990 corresponden a información a esa fecha de los Fondos de Pensiones, Fondos de Inversión de Capital Extranjero (F.I.C.E.) y Fondos Mutuos. Se incluye información disponible de las Cías. de Seguros al mes de junio de 1990.

Fuentes: Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. Bolsa de Comercio de Santiago, Informativo Bursátil.

Cuadro N° 3  
Porcentajes de Propiedad de  
Inversionistas Institucionales a Mediados de 1990

Empresa	F. Pensión %(1)	C. Seguro %(2)	F. Mutuos %(3)	F.I.C.E. %(3)	Total %
Campos	0,00	0,73	0,43	5,86	7,02
Cap	0,99	0,72	0,10	5,74	7,56
CCT	0,17	0,11	0,00	1,14	1,43
Cervezas	0,53	0,38	0,04	2,23	3,18
Chilgener	33,69	0,35	0,72	7,11	41,87
Chilquinta	19,55	4,60	0,10	2,05	26,30
Cholguán	0,00	0,61	0,04	0,37	1,02
CMPC	1,90	1,09	0,08	1,90	4,97
Coloso	0,03	1,31	0,08	4,98	6,40
Copec	2,49	1,65	0,02	2,23	6,39
CTC	9,93	1,21	0,20	5,64	16,98
	1,00	0,25	0,38	7,05	8,68
Elecmetal	1,88	0,83	0,16	9,38	12,25
Electricidad	0,00	0,65	0,00	1,27	1,92
Endesa	24,96	1,00	0,15	4,08	30,19
Enersis	32,32	1,93	0,32	6,74	41,32
Entel	27,30	0,56	0,16	5,03	33,05
Eperva	0,25	1,03	0,31	3,51	5,10
Iansa	0,95	0,48	0,26	1,98	3,67
Indo	0,00	3,60	0,28	1,56	5,44
Inforsa	0,00	2,72	0,04	3,62	6,38
Madeco	0,97	0,36	0,36	1,88	3,57
Maderas	0,37	0,37	0,00	1,29	2,02
Marinsa	0,17	0,22	0,52	2,50	3,41
Pilmaiquén	0,00	1,22	0,00	10,45	11,67
Pizarreño	0,90	0,00	0,66	1,78	3,34
Sipsa	0,00	1,14	0,10	0,83	2,07
Soquimich	29,14	3,29	0,23	6,10	38,76
Vapores	0,32	0,23	0,00	1,27	1,83

Notas: (1) Datos disponibles a julio de 1990

(2) Datos disponibles a junio de 1990

(3) Datos disponibles a agosto de 1990.

Fuentes: Superintendencia de Valores y Seguros. Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones. Bolsa de Comercio de Santiago, Informativo Bursátil.

Cuadro N° 4  
Porcentajes de Propiedad

Total Inversionistas Institucionales % (1)	Accionista Mayoritario %	Grupo Controlado(2) % Sobre Total	N° Accionistas (3)
7,56	Inv. Suizandina	29,30	
1,43	Abbey Investment	- (4)	1
3,18	Inversiones y Rentas	63,37	1
41,87	Continental Finance Co. Ltda	76,84	
26,30	Sipsa S.A.	19,97	
1,02	Anacido Angelini	13,57	
6,40	Sipsa S.A.	21,01	52
6,39	Inversiones Los Andes S.A.	39,35	29
16,98	Bond Co.	60,10	1
8,68	C. Córdova y Cía. Ltda	49,22	1
12,25	Productos Agrícolas Pucalán	71,35	20
1,92	Inversiones Pathfinder Chile Ltda.		
30,19	A.F.P. Provida		
5,10	Inversiones Topocalma	61,07	47
3,67	Campos S.A.	45,44	(5)
5,44	Inversiones Topocalma	61,49	52
6,38	CMPCS A.	78,89	1
2,02	Inversiones Topocalma	75,36	28
3,41	Navarino S.A.	53,90	2
3,34	Eteroutremer S.A.	54,72	1
38,76	Soc. Inv. Pampa Calichera		
1,83	Marinsa S.A.	65,31	17

Notas: (1) Datos de cuadro N° 2  
(2) Información solicitada por la S.V.S. a las sociedades anónimas según Ley N° 18.045, artículos % al 99; se deja en estimación del autor el nombre del grupo económico controlador.  
(3) Número de accionistas relacionados que componen el grupo controlados  
(4) No existe grupo controlador  
(5) Corresponde a la suma de porcentajes de propiedad accionaria de Sudcen, Continental y Mercuria.

Presencia Bursátil y Promedio del Patrimonio Transado Anualmente en la Bolsa

Cuadro N° 5

Empresa	Año 198*		Año 1987		Año 1988		Año 1989	
	% Transado	Presencia	% Transado	Presencia	% Transado	Presencia	% Transado	Presencia
Campos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	35,45	82,19
Cap	25,96	94,78	85,57	100,00	41,95	100,00	22,34	10,00
CCT	2,82	81,93	1,95	72,23	1,52	73,31	1,35	64,78
Cervezas	8,19	83,53	5,96	98,79	7,56	98,01	6,39	97,57
Chilgener	37,37	97,59	78,67	100,00	45,42	99,60	26,96	98,79
Chilquinta	2,97	96,39	2,31	81,85	5,69	70,92	72,47	72,47
Cholguán	4,07	79,12	3,17	82,20	2,90	86,45	2,32	82,10
CMPC	3,46	100,00	4,45	100,00	5,47	100,00	6,60	100,00
Coloso	12,93	97,19	10,81	98,79	7,97	98,01	6,91	93,52
Copec	13,34	100,00	7,27	100,00	7,91	100,00	7,02	100,00
CTC	3,86	98,39	8,79	100,00	14,55	100,00	10,59	100,00
	2,92	62,25	15,76	96,37	10,63	98,01	14,95	99,60
Electrometal	5,53	48,19	2,83	56,85	2,45	38,65	12,44	43,32
Electricidad	6,73	94,74	3,74	94,76	4,63	90,84	3,34	89,07
Endesa	0,02	22,09	4,39	84,68	20,67	99,20	24,88	100,00
Energis	3,24	100,00	32,10	100,00	13,52	100,00	18,80	100,00
Entel	33,81	85,94	11,01	99,19	25,19	99,20	42,45	100,00
Eperva	3,74	96,79	4,02	97,98	5,47	96,81	10,56	92,71
Indsa	82,20	25,70	32,15	99,19	72,83	100,00	16,25	100,00
Indo	6,44	98,80	4,54	99,19	5,53	96,81	10,99	94,74
Inforsa	11,78	93,98	8,86	90,32	16,20	100,00	12,48	98,79
Madeco	11,95	95,58	5,45	88,71	5,29	78,09	3,32	81,30
Maderas	5,39	83,53	4,33	82,66	3,07	78,09	54,6	72,00
Marinsa	6,79	90,36	2,97	83,87	1,68	78,09	3,88	83,81
Pizarreño	3,44	75,10	2,96	75,40	3,37	59,70	24,6	52,60
Sipsa	0,00	0,00	4,99	50,00	7,26	95,22	44,0	89,47
Soquimich	54,69	90,20	31,72	100,00	31,00	100,00	16,65	100,00
Vapores	4,58	92,37	2,41	89,20	24,0	91,63	341	93,52

Notas: -% Transado:Corresponde al número de acciones transadas durante el año como % del total de acciones de la empresa.

-Presencia: Porcentaje de días hábiles del mes en que la acción se transó.

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago.

Ello, indudablemente, tendrá efectos a futuro. Por una parte, los inversionistas institucionales, al ser accionistas importantes, podrán presionar para que las empresas sigan reestructurándose y haciéndose más eficientes. Por otra, van a quedar en buenas condiciones para negociar sus participaciones con los inversionistas que se interesen en adquirir el control de estas empresas.

El caso de la empresa SUCDEN, que tomó recientemente el control de IANSA, refleja un claro ejemplo del tipo de *takeover* que se podría dar a futuro en las empresas cuya propiedad no esté muy concentrada.

En forma similar es dable esperar adquisiciones amistosas, fusiones y especialmente *divestitures* y liquidaciones de activos prescindibles. En efecto, pareciera que uno de los aspectos en que las empresas chilenas se encuentran más atrasadas, en términos relativos, es en la focalización de los negocios.

En lo que respecta a las divisiones, ya existe una amplia experiencia, debido a todas las empresas que han optado por organizarse con un esquema de filiales o subsidiarias.

También es probable que se comiencen a producir *Management Buy-Outs* (MBOs), en la medida en que se desarrollen mecanismos para que los inversionistas institucionales financien este tipo de operaciones. Puntualmente, los fondos de inversión en capital de riesgo representan una primera iniciativa a través de la cual se podrán financiar MBOs.

Otra tendencia que ya se ha comenzado a ver, sobre todo en algunas instituciones financieras, es la utilización de sistemas de compensación por desempeño. En esta materia, sin embargo, todavía resta mucho por avanzar en Chile.

En forma similar, debería hacerse una práctica más común el otorgar parte de la propiedad a los ejecutivos principales. Esta alternativa es mejor que dar participación en las utilidades, ya que así no sólo se entregan incentivos para obtener buenos resultados en el corto plazo, sino que también en el largo plazo. En el caso de los ejecutivos medios y los empleados, el problema del incentivo excesivo en el corto plazo es menos grave en la medida que los directores y ejecutivos más altos tengan la orientación correcta.

Finalmente, debe tenerse presente que la presión por reestructuración debiera ser mayor en aquellas industrias que se encuentran más abiertas a la competencia internacional. Por ejemplo, la banca y la industria frutícola probablemente van a tener una reestructuración mucho más profunda que la que sufrirán las empresas monopólicas de servicios públicos.

## 2.2. Globalización

El proceso de internacionalización de las empresas en los países desarrollados comenzó con la venta de productos en los mercados externos, y posteriormente se hizo necesario para las empresas invertir directamente en otros países.

En el caso de las empresas chilenas, la primera etapa de venta de productos en el exterior se ha llevado a cabo con gran éxito. En la década de los 90, por motivos estratégicos y competitivos, será preciso iniciar una segunda etapa, en la que se requerirá que algunas empresas chilenas creen o adquieran empresas en el extranjero, ya sea en forma individual o con socios extranjeros.

En efecto, es cada vez mayor el número de empresas chilenas que se encuentran insertas en las llamadas industrias globales, en las que la competencia no está confinada sólo a empresas locales, sino que también a empresas en el extranjero. Este es el caso, entre otros, de las principales empresas forestales, mineras y pesqueras.

Por ello, y dada la tendencia hacia la internacionalización que están siguiendo las empresas competidoras en el extranjero, se ve como necesario que las empresas avancen también en esta dirección, para que en el largo plazo puedan competir eficientemente en los mercados externos.

Las posibilidades de inversiones en el extranjero, sin embargo, se van a ver limitadas por la disponibilidad de divisas extranjeras con que cuenten las empresas y el país a futuro.<sup>6</sup>

Actualmente las inversiones de empresas chilenas en el extranjero se regulan en el capítulo XII del Compendio de Normas de Cambios Internacionales. Si bien existen dudas de interpretación respecto de estas normas, pareciera que el camino establecido es que las empresas pidan acceso a divisas oficiales y autorización al Banco Central para efectuar este tipo de inversiones.

Sin embargo, es conveniente notar que, aun cuando el Banco Central pudiera estar a favor de las inversiones en el extranjero, si surgen varias empresas que solicitan acceso al mercado cambiario formal para efectuar inversiones y los requerimientos son por montos importantes, el banco no podrá aceptar todas las solicitudes sin arriesgarse a tener un problema de balanza de pagos. En consecuencia, el sistema definido en el capítulo XII pareciera que sólo va a funcionar para inversiones hasta un cierto monto.

<sup>6</sup>Si bien este año se dispone de un nivel de reservas importante, a futuro, cuando corresponda pagar amortizaciones fuertes de la deuda externa, la disponibilidad de divisas probablemente será menor.



Un segundo camino posible, el que no está claramente establecido en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales, consiste en que las empresas accedan a dólares informales y sólo pidan autorización para efectuar las inversiones. La alternativa de utilizar dólares informales sin requerir autorización para su uso es poco probable que se permita, ya que ello dejaría abierta la posibilidad para que se produzcan fugas de capital.

En cualquier caso, pareciera que los proyectos de inversión en el extranjero deberían evaluarse tomando como fundamento ciertos criterios básicos. En particular debería considerarse si éstos se van a efectuar con:

- a) Dólares formales o informales
- b) Divisas ya obtenidas por el país o divisas nuevas que provengan de colocaciones de deuda o capital en el extranjero (por ejemplo, ADRs) o bien de inversión extranjera cruzada.<sup>7</sup>

En términos generales, existe la posibilidad de que se defina más de un mecanismo para que las empresas chilenas inviertan en el extranjero (al igual como existen varios para que las empresas extranjeras inviertan en Chile) y que la decisión de cuál mecanismo utilizar sea efectuada a nivel de cada empresa, según las condiciones en que quiera llevar a cabo la inversión.

Por ejemplo, podría existir un mecanismo especial para las inversiones en el extranjero que cuentan con su propio financiamiento externo (una especie de DL 600 al revés). Tal mecanismo debería ser relativamente expedito en la medida en que las condiciones del financiamiento externo no sean de muy corto plazo. Este tipo de inversiones impondrían a futuro la necesidad de repatriar dividendos y/o cancelar deudas a los financistas extranjeros, pero a la vez las empresas que se crearan o adquirieran en el exterior también producirían un flujo de dividendos hacia Chile. Lo ideal, en este caso, sería que existiera algún nivel de calce entre los flujos que entren y salgan del país.

También podría existir otro mecanismo para las operaciones financiadas con dólares informales.

En cualquier caso, lo más importante es que si va a tener que existir algún nivel de selección de las inversiones que se autoricen, conviene que ello se haga a base de condiciones lo más objetivas posibles.

<sup>7</sup>Se refiere a la posibilidad que empresas chilenas intercambien parte de su propiedad con empresas extranjeras.

### 2.3 Utilización de Instrumentos y Herramientas Financieros Nuevos

Las empresas chilenas, así como las extranjeras, requerirán contar con el máximo de instrumentos y herramientas financieros en los próximos años.

En particular, será importante que se desarrollen en Chile más mecanismos para el manejo de riesgos y nuevos instrumentos y herramientas de financiamiento para las empresas.

Los problemas que este año ocasionó el alza brusca de las tasas de interés ha puesto en evidencia la necesidad de desarrollar mecanismos para manejar el riesgo de tasa de interés. Puntualmente, dadas las características de nuestro mercado de capitales, las alternativas con mayor potencial para estos efectos son los futuros y las opciones de tasa de interés.

También sería conveniente crear mecanismos adicionales para el manejo del riesgo cambiario. Actualmente existe un mercado *forward* de dólares y pronto aparecerán los futuros de dólar. El paso siguiente debiera ser un mercado de opciones, para efectos de que se puedan crear *floors* y *caps* de tipo de cambio.<sup>8</sup>

En lo que respecta a los riesgos de precio de insumos y de productos de venta, las perspectivas son menos optimistas para los *commodities*, cuyos precios en el mercado local difieren de los precios internacionales. En efecto, es difícil que prospere en Chile un mercado de futuros y opciones de *commodities*, dado el tamaño relativamente pequeño de estos mercados.

Distinto es el caso de los *commodities* cuyos precios en Chile están estrechamente ligados a los precios internacionales, ya que para ellos sí existen instrumentos financieros en bolsas extranjeras que pueden ser utilizados para manejar sus riesgos de precio.

Las perspectivas en materia de nuevos instrumentos y herramientas de financiamiento para empresas también son buenas. En efecto, teniendo presente las necesidades de los inversionistas institucionales chilenos, en particular de los fondos de inversiones extranjeros y las AFP, existen múltiples oportunidades.

Por ejemplo, parece razonable la aparición de instrumentos de deuda convertibles en acciones. Estos instrumentos presentan la gran ventaja de que entregan como mínimo una tasa de interés segura, pero también permiten que los inversionistas participen, a partir de un cierto nivel, de las alzas

<sup>8</sup>Los *floors* y los *caps* son contratos que aseguran la utilización de un tipo de cambio mínimo y máximo, respectivamente, en una operación que se desarrollará a futuro.

que pueda experimentar la acción de la empresa emisora. Por otra parte, visto el interés que han manifestado los fondos de inversión extranjeros y las AFP en las acciones chilenas, es razonable pensar en nuevas emisiones de acciones de sociedades ya transadas en bolsa y en la apertura de otras empresas.

También es factible que una vez que se aclaren más las posibilidades que tiene Chile de ingresar a los mercados de crédito voluntario, algunas empresas chilenas efectúen emisiones de *commodity linked-debt* en los mercados externos.

Finalmente, es razonable esperar una mayor utilización de mecanismos de *left hand financing*. En particular, ahora que se dio a las AFP la posibilidad de participar en el mercado inmobiliario, las empresas deberían evaluar la conveniencia de vender algunos de sus bienes raíces, pero continuar utilizándolos por la vía del arriendo, *leasing* o estableciendo algún tipo de contrato *ad hoc* para estos efectos. De hecho, tal como se indicó anteriormente, podría resultar más apropiado para algunas empresas no mantener una gran parte de sus activos en activos fijos y en cambio destinar dichos fondos a propósitos que se relacionan más con sus actividades fundamentales.

## CONCLUSIONES

Tanto del proceso de reestructuración de empresas como de la globalización y utilización de nuevos instrumentos financieros se deriva una tendencia muy importante, cual es que las empresas están haciendo uso de las diversas herramientas que ofrecen los mercados financieros para desprenderse de negocios y riesgos que no desean asumir, centrándose así en aquellas actividades en que tienen ventajas comparativas.

La década de los 70 y parte de la de los '80 fue la época de la diversificación. Durante ese período estuvo vigente la formación de conglomerados de empresas que desarrollaran diversos negocios.

La segunda parte de los años 80 y la década de los 90 será la época de la focalización. Durante este período las empresas tenderán a centrarse en los negocios en que son realmente eficientes.

El proceso de reestructuración de empresas a través de *takeovers*, *leveraged buy-outs*, *management buy-outs*, *proxy contests*, fusiones, *divestitures*, divisiones y otras operaciones del tipo es deseable, desde el punto de vista social, para que el control y administración de las empresas se orienten hacia los directores y ejecutivos más capaces. Asimismo, es

conveniente que los grupos que controlan las empresas enfrenten el riesgo de pérdida de su control, para efectos de que permanentemente procuren incrementar su eficiencia.

Debe tenerse presente, sin embargo, que los procesos de reestructuración de empresas no necesariamente requieren cambios en la propiedad. Es posible que los actuales accionistas mayoritarios reestructuren las empresas por sí mismos. Para estos efectos, es recomendable tener cuidado con la holgura financiera, otorgar propiedad a los directores y ejecutivos principales, remunerar en base al rendimiento, focalizar los negocios y dar énfasis a la comunicación y al liderazgo en las empresas.

En lo que respecta a la globalización, es fundamental comprender que las inversiones en el extranjero serán una necesidad en la década de los 90. Por lo tanto, hay que desterrar en Chile la vieja idea de que los que invierten en el extranjero son poco patriotas.

Ha llegado el momento en que es necesario que algunas empresas chilenas creen o adquieran empresas en el extranjero, ya sea en forma individual o con socios extranjeros. Ello es indispensable para que estas empresas puedan continuar compitiendo eficientemente en los mercados internacionales. Para tal efecto, sin embargo, se requiere clarificar y definir mejor los mecanismos que pueden utilizar las empresas chilenas para efectuar este tipo de inversiones.

Por último, es necesario introducir en Chile algunos de los instrumentos financieros que han sido desarrollados en los mercados financieros más avanzados, de manera que las empresas chilenas cuenten con el máximo de las herramientas que disponen las empresas competidoras en el extranjero.

El mercado financiero y las empresas chilenas tienen grandes posibilidades de desarrollo durante la década de los 90. El desafío nuestro es aprovechar todo este potencial de desarrollo.

#### REFERENCIAS

- Fernández, Pablo "Fusiones, Adquisiciones y Cambios en el Control de las Empresas", Apunte 0-290-015 FN-226 de la División de Investigación del Instituto de Estudios Superiores de la Empresa (IESE), Universidad de Navarra, España, octubre 1989.

Bennett, G. Stewart III, y David M. Glassman, "The Motives and Methods of Corporate Restructuring: Part II", *Journal of Applied Corporate Finance*, verano 1988.

Jensen, M.C. y R. S. Ruback, "The Market for Corporate Control: the Scientific Evidence", *Journal of Financial Economics*, 1983, Vol. 11, pp.5-50.

Kotter, John P. "What Leaders Really Do", *Harvard Business Review*, mayo-junio 1990, pp. 61-74.

Murphy, Kevin J. "Corporate Performance and Managerial Remuneration", *Journal of Accounting and Economics*, 1985, vol. 7, N°s 1-3.

Finnerty, John D. "Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview", *Financial Management*, invierno 1988, pp.14-33. □