

06/02/1990



MINUTA

**VENTA DE ACCIONES DE COLBUN MACHICURA:
PRINCIPALES PROBLEMAS Y UNA PROPUESTA DE SOLUCION**

Concertación de Partidos por la Democracia

ANTECEDENTES

El 22 del mes en curso, por intermedio de Larrain Vial S.A., Corredora de Bolsa, la Corporación de Fomento de la Producción rematará en la Bolsa de Santiago 3.550 millones de acciones de la empresa eléctrica Colbún Machicura S.A. Estos papeles constituyen el 51% del total de acciones de la empresa, que en un 98.4% pertenece actualmente al Estado chileno representado por Corfo.

El remate se hará en cuatro paquetes de 870 millones 274 mil acciones cada uno y un quinto lote de 69 millones 619 mil acciones. El precio mínimo por acción ha sido fijado en \$ 9.5; sin embargo y toda vez que el valor de la acción en la Bolsa se sitúa actualmente es alrededor de \$ 7.0, se estima que las adjudicaciones, de llevarse a efecto, sólo podrían hacerse a un precio muy inferior; menor incluso al actual precio de mercado.

Para llegar al precio de \$ 9.50, Corfo estimó en 222,31 millones de dólares el valor actual del flujo de utilidades esperados a perpetuidad. Este valor, relativamente bajo (la propia actual administración de Corfo estima en 527.53 millones de dólares las utilidades de la empresa entre 1990 y 2004), que trae como consecuencia un valor igualmente bajo de cada acción a objeto de hacer competitivo su rendimiento con el de otras colocaciones financieras, fue determinado por Corfo descontando el flujo de utilidades futuras por una tasa de 15%. Esta, a su vez, se obtuvo multiplicando la "prima por riesgo de mercado" aplicada acutalmente en USA (8.30 por un factor de 1.84 que representa una estimación del supuesto mayor riesgo propio de la economía chilena.

La venta del total de acciones llevadas a remate, al precio \$ 9.5, representaría para Corfo un ingreso de 33 mil 7309 millones de pesos. Si la venta se hiciese a \$ 7.0, el ingreso sería sólo de 24 mil 854 millones.

PROBLEMAS INVOLUCRADOS

Desde la perspectiva del futuro gobierno democrático, la operación de venta del 51% de las acciones de Colbún, involucran por lo menos los siguientes problemas y riesgos.

1º Pérdida económica de Corfo

Desde un punto de vista puramente comercial, la venta de las acciones de Colbún en las condiciones previstas para el 22 de febrero constituye un mal negocio.

De una parte el precio que se ha fijado para el remate, si bien superior al del mercado, en este momento, es considerablemente inferior al del valor de libros (aproximadamente \$ 15) o a cualquiera que surja de una evaluación justa de las perspectivas futuras de la empresa que hoy se presenta financieramente saneada y en condiciones de obtener y repartir importantes utilidades y dividendos en los próximos períodos de operación.

Es necesario tener en consideración que la salud financiera de Colbún es el efecto directo de la asunción, por parte de Corfo, de la deuda en condiciones muy duras que la empresa tenía contratada con el BID y su sustitución por una deuda extraordinariamente blanda (Libor + 1% de interés y 15 años de plazo) con la propia Corfo.

Esta transferencia de deuda en beneficio de Colbún y en perjuicio de Corfo tuvo lugar a objeto de preparar a la empresa para su venta. Carece de sentido por lo tanto que termine vendiéndose "barata" una empresa que fue saneada —a un alto costo para Corfo— justamente con el propósito de obtener un mayor precio por ella.

El precio \$ 9.5 fijado a las acciones y el arbitrario procedimiento utilizado para determinarlo contrastan además con el hecho que, en el marco del saneamiento financiero efectuado a Colbún por Corfo, ésta capitalizó 110 millones de dólares de la deuda de aquella, valorizando en casi \$ 18.0 el precio de la acción. De este modo, de llegar a materializarse la venta al precio actualmente previsto, de \$ 9.5, Corfo estaría perdiendo \$ 8.5 por acción de una inversión realizada hace escasos meses.

Por otra parte, dadas las condiciones en que se efectuará el remate –colocando de una sola vez una cantidad muy grande de acciones– y debido a que los papeles de Colbún –por esta misma razón– han estado perdiendo valor desde que se anunció su venta, no puede contarse con una demanda efectiva a un precio superior al fijado por Corfo. Por lo mismo, de insistirse en su venta ésta sólo podría realizarse a un precio igual o inferior a \$ 7.0 (en círculos bursátiles ha llegado a hablarse de \$ 3.0), lo que agravaría la pérdida de Corfo.

Como resultado de esta operación y de lograrse la venta del 51% de las acciones al improbable precio de \$ 9.50, Corfo obtendría el equivalente aproximado de 112.4 millones de dólares. De venderse un 40% restante a valor de libros –mecanismo utilizado en las operaciones de "capitalismo popular"– se completarían sólo alrededor de 251.7 millones de dólares.

Estos valores son notablemente inferiores al costo total de Colbún (1.200 millones de dólares) o al costo que representaría, hoy, construir una central hidroeléctrica equivalente, estimado en 500 millones.

Podría argumentarse que a cambio de esta pérdida económica y de la pérdida de la capacidad de reposición involucradas por esa venta, el Estado chileno se beneficiaría de los recursos frescos correspondientes al equivalente a 251.7 millones de dólares que podría obtenerse de la venta. Esta consideración es sin embargo falaz toda vez que, a cambio de ese dinero fresco, el Estado estaría renunciando a un flujo de dinero igualmente fresco por concepto de utilidades de Colbún que la propia Corfo ha estimado, según se ha dicho, en 527.5 millones de dólares para los próximos 15 años.

Finalmente si el argumento se basara en la urgencia, sería igualmente descartable si se considera que los montos involucrados (112 ó 251 millones de dólares) serían igualmente obtenibles en el corto plazo y sin ninguno de los problemas y pérdidas que acarrea la enajenación de patrimonio, por vía de la renegociación de algunas de las obligaciones de corto plazo de la deuda externa u otras semejantes.

2º Problemas relativos a la regulación económica en el sector energético

- a) La venta de Colbún Machicura representaría la pérdida, por parte del Estado chileno, de toda capacidad de participación directa en la producción nacional de energía eléctrica, en circunstancias que ya ha perdido toda capacidad de distribución.

Esta situación tendría como efecto una pérdida consecuente de la capacidad de orientación, por parte del Estado, de la actividad de este sector estratégico para el desarrollo económico nacional. Las posibilidades de regulación, en estas circunstancias, quedarían limitadas exclusivamente a aquéllas radicadas en la Comisión Nacional de Energía, que se concentra principalmente en la fijación de tarifas, actividad que por otra parte también podría verse limitada por la inexistencia de una empresa pública referencial.

- b) Tanto o más importante que lo anterior, considerando la necesidad de un mercado perfeccionado en el sector energético, resulta el riesgo de desarrollo de tendencias monopólicas a partir del control privado de la producción de Colbún Machicura.

En la actualidad esta empresa produce alrededor del 22% de la energía eléctrica nacional, en circunstancias que una sola empresa, ENDESA, controla aproximadamente el 50%.

La empresa ENERSIS, una de las interesadas en adquirir las acciones de Colbún, ya posee alrededor del 12% del capital accionario de ENDESA por lo que, de lograr el control de Colbún, aumentaría decisivamente su influencia particular en el sector. Otra interesada, CHILGENER, es una contribuyente significativa a la producción (6.5% del total aproximadamente) razón por la cual su participación en el control de Colbún también tendería a agudizar las condiciones monopólicas.

Tal situación sería especialmente preocupante en un sector como éste, en donde ya existen evidentes condiciones monopsómicas: una sola empresa, ENERSIS, compra prácticamente la totalidad de la energía eléctrica que es luego distribuida comercial, pública y residencialmente en la Región Metropolitana.

Por último, cabe considerar que los procedimientos de venta previstos no establecen garantía alguna para una distribución plural del control de la empresa a partir del control de su capital accionario. Así, si bien los paquetes de acciones serán rematados por separado, nada impide que un mismo postor se adjudique, uno a uno, todos los paquetes o la mayoría de ellos.

Por otra parte, la dispersión de la propiedad que va a traer consigo el mecanismo de venta previsto para el 47% restante, (alrededor de un 7% ya está siendo destinado a pagar indemnizaciones de la Reforma Agraria y un 40% será ofrecido a trabajadores que perciban indemni-

zaciones o con cargo a sus fondos de retiro), permite que con solo una parte del 51% que se rematará se logre el control efectivo de la empresa.

3º Problemas presupuestarios

La venta de las acciones de Colbún Machicura está asociada directamente a las condiciones de financiamiento de las operaciones de la Corporación de Fomento de la Producción durante en presente año.

De acuerdo a la Ley de Presupuesto para 1990, Corfo tendrá ingresos en moneda nacional de 145.149 millones de pesos. De éstos, 100.504 (es decir el 69%) se origina en la venta de activos y, entre ellos, 92.829 (el 92% del total considerado por venta de activos y el 64% de los ingresos totales), corresponden a la venta de activos financieros esto es, básicamente, acciones de empresas en las que Corfo tiene participación.

Con estos ingresos Corfo debe financiar, sus gastos de operación y efectuar además una importante transferencia al Fisco fijada, en la misma Ley de Presupuesto, en 40.400 millones de pesos. De este modo y por un imperativo presupuestario que compromete a su propia operación y al equilibrio fiscal en su conjunto, Corfo estaría forzada a vender no sólo las acciones de Colbún sino también las de otras empresas.

Por esta razón la actual administración de la Corporación tiene previsto para el presente año un plan de transferencia de propiedad que contempla la enajenación de Colbún y otras quince empresas.

En este plano, el remate de las acciones el próximo 22 de febrero a un precio de \$ 9.5 permitiría financiar el 83% de la transferencia que Corfo debe hacer al Fisco durante el presente año. De rematarse a un precio de \$ 7.0 o cercano, como resulta más probable, se obtendrían recursos que permitirían financiar aproximadamente un 61.5% de tal transferencia.

4º Reclamos planteados por regantes

No existe aún claridad sobre la medida en la cual esta privatización pudiera perjudicar a los agricultores de la Región del Maule, especialmente en períodos de escasez de agua.

CONCLUSIONES

Un adecuado análisis a la situación planteada por la posible venta de las acciones de Colbún, vía remate, el próximo 22 de febrero, conlleva a volver a insistir en la conveniencia de:

- 1º La suspensión del remate del día 22 de febrero.
- 2º La suspensión del pago con acciones de Colbún de indemnizaciones derivadas de juicios relativos a la Reforma Agraria.

Santiago, 6 de febrero de 1990