

# **Mercado de Capitales, Políticas Públicas e Internacionalización de Empresas en Chile**

## **Abstract:**

Por décadas los países desarrollados han predominado dentro del universo de empresas internacionalizadas. Las empresas multinacionales han provenido tradicionalmente de los países desarrollados. No obstante, esta tendencia ha tendido a moderarse en los últimos tiempos con el surgimiento de grandes empresas multinacionales con origen en países en vías de desarrollo. Esta investigación intenta contribuir a dicha literatura enfocándose principalmente en Chile -uno de los países más exitosos en términos de internacionalización de empresas dentro de América Latina. El caso de Chile resulta relevante ya que es un país con tamaño moderado pero que ha sido uno de los más activos dentro de la región con respecto a la internacionalización de empresas.

A través de un pormenorizado estudio cualitativo y una breve comparación con la Argentina, esta investigación demuestra la importancia de las políticas públicas ligadas a mejorar la disponibilidad de capital en el caso Chileno. Dada la tradicional escasez de capital en América Latina, los esfuerzos estatales (directos e indirectos) para aumentar la disponibilidad del mismo son cruciales. Especialmente para un fenómeno que generalmente requiere una fuerte inyección de capital como la internacionalización. En Chile las reformas en el sistema financiero y de pensiones han tenido un efecto positivo sobre el mercado de capitales y la expansión al exterior de las firmas nacionales.

**Keywords:** Internacionalización, Políticas Públicas, Mercado de Capitales, Sistema de Pensiones, Disponibilidad de Capital.

## **I- Introducción**

Por décadas los países desarrollados han predominado dentro del universo de empresas internacionalizadas. Las empresas multinacionales han provenido tradicionalmente de los países desarrollados. No obstante, esta tendencia ha tendido a moderarse en los últimos tiempos con el surgimiento de grandes empresas con origen en países en vías de desarrollo. Muchos estudios han enfatizado la importancia de estas nuevas multinacionales de países emergentes (Williamson, Ramamurti, Fleury y Fleury 2013, Aulakh 2007, Guillén y Garcia-Canal 2009, Khanna y Palepu 2006, Cuervo Cazorra y Ramamurti 2014). Esta investigación intenta contribuir a dicha literatura enfocándose principalmente en Chile -uno de los países más exitosos en términos de internacionalización de empresas dentro de América Latina.

El caso de Chile resulta relevante ya que es un país de tamaño moderado pero que ha sido uno de los más activos dentro de la región con respecto a la internacionalización de empresas. Chile es hoy el segundo país de Sudamérica y el tercero de América Latina en términos de inversión extranjera directa hacia el exterior (IEDe). Asimismo, este país ha sido uno de los más exitosos en lograr mejoras en su mercado de capitales y aumentar la disponibilidad del mismo para las empresas locales en su proceso de internacionalización.

Uno de los focos distintivos de esta investigación es que se concentra en cómo las políticas públicas ligadas a aumentar la disponibilidad de capital han influenciado el proceso de internacionalización en Chile. Algunos estudios ya han prestado atención a cómo las instituciones inciden sobre el proceso de internacionalización (Kumar, Mudambi y Gray 2013, Garg y Delios 2007, Goldstein 2007, Chabane, Goldstein y Roberts 2006, Guillén y Garcia-Canal 2009, Chittoor, Ray, Aulakh y Sarkar 2008). Este trabajo se inserta en esta línea de estudios con énfasis institucional examinando los mecanismos por los cuales el Estado incide

sobre la disponibilidad de capital que afecta la internacionalización de empresas. A través del estudio del caso Chileno, se demostrará cómo los incentivos específicos para la generación de mayor capital disponible para las firmas son un elemento crucial por la cual las políticas públicas y el Estado inciden sobre el proceso de internacionalización.

El artículo se divide en seis secciones. Tras esta introducción, se describirá la metodología y los principales mecanismos explicativos utilizados en esta investigación. La sección tres expone el estado de situación en cuanto a la internacionalización de empresas en Chile. La cuarta sección analiza cómo las políticas públicas ligadas al mercado de capitales y el sistema de pensiones han tenido un impacto positivo sobre la internacionalización de empresas en este país. La quinta sección expone brevemente el caso Argentino para tener una visión comparativa y más amplia del propio caso Chileno. Aquí se observa cómo la diferencia en la aplicación de políticas y la falta de coherencia inter-temporal de las mismas inciden sobre los resultados obtenidos en cada país. Finalmente, la última sección contiene unos comentarios finales y una breve mención a las contribuciones que este estudio aspira haber realizado.

## **II- Metodología y Principales Mecanismos Explicativos**

Esta investigación es principalmente cualitativa. La información recolectada para observar el resultado de la internacionalización de empresas en Chile –variable dependiente<sup>1</sup>- y su relación con las acciones estatales que afectan la disponibilidad de capital para las empresas -- variable independiente- también son del tipo cualitativas. Para la recolección de datos se ha desarrollado un intenso trabajo de campo con entrevistas a ejecutivos y expertos, como así también una meticulosa búsqueda de fuentes primarias y secundarias.

---

<sup>1</sup> Para los fines de esta investigación una firma es considerada internacionalizada cuando posee algún tipo de activo y/o tarea productiva por fuera de las fronteras de su país. En consecuencia, se excluye aquellas empresas que sólo realizan actividades de exportación

La disponibilidad de capital ha sido un problema histórico en América Latina. Las empresas de la región han sido afectadas por la falta de recursos financieros que han actuado como limitantes del crecimiento. En ese sentido, las acciones con efecto sobre la disponibilidad de capital tendrán repercusión directa sobre el proceso de internacionalización puesto que esta requiere, en la mayoría de los casos, de alta financiación. Sea vía adquisiciones o inversiones desde cero, la expansión al exterior implica una alta erogación de capital para las firmas.

Desde el Estado se puede promocionar de diferentes formas la disponibilidad de capital. La primera es mediante a créditos o subsidios directos para financiar a la firma. En segundo lugar, la mejora en los sistemas de gobernanza corporativa y regulaciones financieras que alienten el crecimiento del mercado de capitales son una forma más indirecta. También las reformas en los sistemas de pensiones pueden potencialmente generar mayor capital disponible hacia el sector privado. Los fondos de pensión privado serían desde esta óptica una mejor forma de canalizar los ahorros de los trabajadores hacia inversiones viables y simultáneamente ayudar al crecimiento del mercado de capitales y –eventualmente- el proceso de internacionalización.

### **III- La Internacionalización de Empresas en Chile en la Actualidad**

Chile ha recorrido un sendero particular en términos de internacionalización de empresas. Mientras que en otros países de la región como Argentina y Brasil hay relevantes casos de internacionalización a mediados del siglo XX, en Chile este fenómeno recién surge con fuerza a finales de dicho siglo y se consolida ya entrado el nuevo milenio.<sup>2</sup> A pesar de que existe una tímida y limitada experiencia en la década de 1970, la expansión substantiva en Chile comienza en la década de 1990. A partir de allí, la IEDe chilena muestra un crecimiento continuo que permitió que dicho país se posicione tercero en la región en cuanto al mencionado indicador.

---

<sup>2</sup> Existen casos de internacionalización de empresas argentinas que datan del siglo XX tales como Alpargatas, Bunge & Born o Siam-Di Tella(Tavares 2007).

En la actualidad Chile cuenta con 16 grandes empresas internacionalizadas.<sup>3</sup> Este número la posiciona como el segundo país en cantidad de empresas de gran porte con activos en el exterior dentro de América del Sur. Chile es sólo superado por Brasil que posee 37 empresas mientras otro país de mayor tamaño como Argentina tiene apenas 7. En términos cuantitativos, Chile demuestra una notable performance con respecto al fenómeno de internacionalización.

En términos cualitativos los resultados son un poco menos satisfactorios. Como expone la figura 1, la mayor parte de las grandes firmas internacionalizadas son principalmente actores regionales. Para muchas firmas el calificativo de *Multilatinas* les cabe mejor que el de multinacionales globales. Apenas un 37.5 % de las firmas posee activos por fuera de la región.<sup>4</sup> Incluso pocas firmas internacionalizadas son líderes mundiales en sus respectivos sectores.

**Figura 1: Empresas Internacionalizadas con Ventas Superiores a los mil millones de U\$S**

<b>Firma</b>	<b>Expansión Más Allá de América Latina</b>	<b>Ventas 2013 (M U\$S)</b>
<b>Grupo Antar- Familia Angelini</b> (Celulosa y Forestal/Pesca/Energía)	Sí	24346
<b>LATAM</b> (Aerolínea/Transporte Comercial)	No	12925
<b>ENAP</b> (Energía)	Sí	11211
<b>Cencosud</b> (Retail)	No	10341
<b>Falabella</b> (Retail)	No	6660
<b>Grupo Quiñenco-Familia Luksic</b> (Bebidas/Metalurgia/Minería/Transporte Comercial)	Sí	5919
<b>CMPC</b> (Celulosa y Forestal) *	No	4846
<b>Embotelladora Andina</b> (Bebidas)	No	3100
<b>Sigdo Koppers</b> (Infraestructura /Metalurgia/Venta de Autos)	Sí	2953
<b>Ripley</b> (Retail)	No	2620
<b>CAP</b> (Siderurgia)	No	2297
<b>SQM</b> (Minería)	Sí	2203

<sup>3</sup> Este trabajo se concentra principalmente en el estudio de empresas de gran tamaño. Cuando se haga referencia a empresas internacionalizadas grandes (incluyendo los cuadros y estadísticas) sólo estarán incluidas aquellas firmas que tengan ventas globales superiores a los mil millones de dólares estadounidenses.

<sup>4</sup> En el caso de Brasil más del 70 % de las firmas poseen activos por fuera de la región. Incluso Argentina, un país con magros resultados en términos de internacionalización, el porcentaje asciende aproximadamente a 67 %

\* Debido a restricciones de información CMPC (Familia Matte) contiene ventas de la firma en vez de todo el conglomerado, qué es la regla utilizada para la elaboración del cuadro.

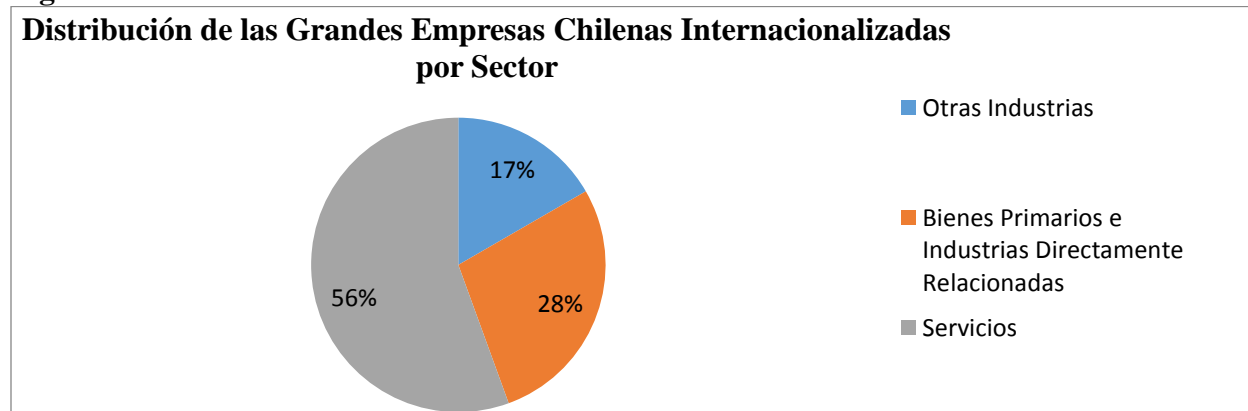
<b>Salfacorp</b> (Ingeniería y Construcciones)	No	2022
<b>Banmedica</b> (Servicios de Salud)	No	1802
<b>GEN-Grupo Empresas Navieras</b> (Transporte Comercial)	Sí	1405
<b>Sonda</b> (Servicios de IT/BPO)	No	1282

Fuente: Elaboración propia basado en información recolectada de los rankings de América Economía sobre 500 empresas más grandes de América Latina, Finchelstein (2013) y los estados contables y financieros de diversas firmas chilenas.

Las firmas más grandes como Cencosud, Latam o el Grupo Angelini son sobretodo actores con una fuerte presencia en América Latina pero con escasa participación más allá de la región. Del mismo modo, la mayor parte de la IEDe Chilena está centralizada en países vecinos. Los países de mayor recepción son principalmente Argentina y Perú, aunque en los últimos años Brasil y Colombia han venido creciendo como país receptor de capitales Chilenos.

El proceso de internacionalización de empresas en Chile se ha concentrado en un limitado número de sectores. Como indica la Figura 2, las firmas chilenas se han expandido al exterior principalmente en actividades de servicios. Retail y transporte son las áreas centrales. Las empresas industriales tienen un rol menos relevante. Las firmas vinculadas a producción de commodities o actividades directamente vinculadas en la cadena productiva sí juegan un papel más destacado. Los casos de producción de papel y celulosa o energía son los más salientes dentro de esta última rama.

**Figura 2**



Fuente: Elaboración Propia en Base a Figura 1

En síntesis, la IEDe chilena denota un sorprendente crecimiento que ha logrado posicionar al país como uno de los líderes latinoamericanos en referencia a este indicador. Chile ha desplazado a un país más grande y pionero en cuanto a internacionalización como Argentina. Estos magníficos resultados deben ser resaltados. No obstante, en términos de grado de internacionalización, las firmas chilenas están en un nivel intermedio. La mayor parte de las empresas internacionalizadas se han expandido dentro de la región. La expansión a países desarrollados –que podría ser un indicador de una MNC consolidada- es aún escasa. Tampoco Chile posee muchas firmas que son líderes mundiales en sus respectivos sectores. Por lo tanto, se podría asumir que las firmas chilenas deben aún continuar y profundizar su proceso de internacionalización para ser consideradas multinacionales globales y consolidadas.

#### **IV- Políticas Públicas, Mercado de Capitales e Internacionalización**

El caso chileno demuestra como las instituciones de mercado pueden crear las condiciones necesarias para aumentar el capital disponible, aún en un país de una región caracterizada por la escasez del capital. La existencia de instituciones pro-mercado no implica un Estado ausente. El Estado chileno tuvo un rol muy activo para el incremento del capital disponible para las firmas. En ese sentido, dos políticas en particular deben ser resaltadas. En primer lugar, el Estado chileno promovió fuertes regulaciones en el sector financiero. La primera liberalización financiera ejecutada por el gobierno de Pinochet a mediados de la década de 1970 terminó con un gran crisis en 1982 debido a la ausencia de controles regulatorios correctos. (Hernandez and Parro 2005, Agosin 2003 y Reinstein y Rosende 2000). Este fracaso temprano fue instrumental para realizar los ajustes necesarios y crear un sistema financiero más sofisticado y estable que ha estado en continuo crecimiento desde que la crisis finalizó (Corbo y Schmidt

Hebbel 2003). Este nuevo sistema incluye un sistema bancario fuertemente regulado que previene la generación de créditos de baja calidad (Agosin 2003).

Las reformas financieras también influyeron positivamente en el crecimiento del mercado de capitales. Dicho mercado ha tenido un crecimiento explosivo desde la década de 1980. En 1985 la capitalización del mercado de capitales representaba un 12% del producto bruto nacional mientras que en el 2001 alcanzó un pico del 74.6% (Hernandez y Parro 2005). Actualmente, Chile posee un mercado de capitales con alto nivel de capitalización que se convierte en una gran ventaja para las empresas chilenas ya que estas últimas cuentan con un mercado de capitales sólido como fuente de financiamiento. Esto es un hecho inédito en una región que históricamente no ha poseído fuertes mercado de capitales para financiar a las firmas locales.

El tamaño del mercado de capitales ayuda a entender el notorio crecimiento de la IEDE chilena. Tal como señalan Calderon y Griffith-Jones (1995), la creación de un mercado de capitales fuerte con amplia disponibilidad de fondos a tasas de interés razonables es un caso institucionalmente único en la región. De aquí que la mayor parte de las firmas internacionalizadas han aprovechado estos fondos para su expansión al exterior. Las empresas chilenas internacionalizadas han tenido acceso a instrumentos financieros a nivel local que no existen en otros países de la región.

En segundo lugar, la decisión de permitir que actores privados manejasen el sistema de pensiones amplió significativamente el capital disponible para las firmas. Chile ha construido un sistema de pensiones privado que tiene crucial importancia tanto en el mercado de capitales como en el financiamiento de iniciativas privadas. Las empresas internacionalizadas chilenas han aprovechado el activo rol de los fondos de pensión (AFPs). En la actualidad casi la totalidad (94%) de las grandes empresas internacionalizadas chilenas tienen como accionistas a



alguna AFP. Esto implica que –indirectamente- la amplia mayoría de las grandes firmas chilenas internacionalizadas han utilizado los fondos de las AFPs para sus emprendimientos en el exterior a partir de inversiones directas de estas en sus empresas.

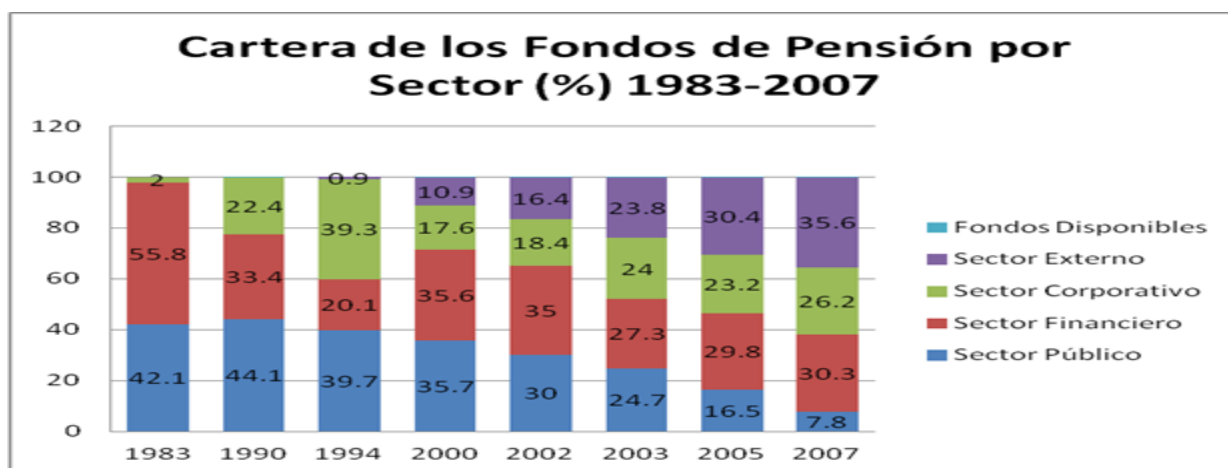
El actual sistema de pensiones es otro de los factores decisivos en el crecimiento del mercado de capitales. Las AFPs poseen gran parte de los fondos disponibles en dicho mercado. Reinstein y Rosende (2000) observan que los inversores institucionales (donde las AFPs tienen un rol protagónico) manejaban el 28 % de los fondos del sistema financiero en 1989 pero para 1998 este porcentaje ascendía aproximadamente al 70%. Berstein, Castañeda, Fajnzylber y Reyes (2009) afirman que para el periodo 1981-2007 el total de activos de las AFPs alcanzaba el 60% del producto bruto chileno. Lefort y Walker (2002) también ofrecen evidencia estadística de que las AFPs han contribuido a la reducción de los costos de capital. Las AFPs ofrecen oportunidades para acceder a formas más económicas de financiación para el sector privado, contribuyendo así a mejoras de productividad. En la misma línea de análisis, Corbo y Schmidt Hebbel (2003) desarrollan estimaciones cuantitativas y concluyen que la productividad del proceso productivo ha aumentado con la consolidación del sistema de pensiones privado.

Otro punto a destacar que confirma lo dinámico del sistema de pensiones chileno es que las AFPs han venido reduciendo la cantidad de dinero prestado al sector público. Como se observa en la figura 3, los fondos invertidos en el sector públicos pasaron del 42% del total en 1983 a menos del 8% en el 2007. Esto es importante porque implica que dichos fondos son destinados al sector privado. Este fenómeno demuestra que las AFPs están menos influenciadas por el Estado que no intenta cooptar esos fondos -como se demostrará que ocurrió en Argentina-.

Uno de los efectos más dinámicos del sistema de pensiones es que los ahorros individuales pueden ser directamente canalizados al sector privado, aumentando el capital

disponible para las firmas. Como muestra la figura 3, en 1983 el sector privado (excluyendo al sector financiero) recibía apenas un 2% de los fondos de las AFPs y para 2007 esa cifra ya era el 26%.

**Figura 3**



Fuente: Finchelstein (2012) y Berstein, Castañeda, Fajnzylber y Reyes (2009: 108)

El sistema de pensiones chileno es tal vez uno de los ejemplos más claros de cómo las instituciones pro-mercado pueden reemplazar el rol del Estado. Dada la ausencia de un gran banco de desarrollo como en Brasil, las firmas chilenas pueden acudir tanto a los inversores institucionales como al mercado de capitales –ambos influenciados positivamente por el desarrollo de las AFPs- para obtener los fondos necesarios a fin de expandirse al exterior.

Lo particular del caso chileno es la posición central de los inversores institucionales y la fortaleza de uno de los sistemas financieros más antiguos y sólidos de la región (Lefort y Walker 2005, Agosin 2003). El hecho de que la mayoría de las grandes empresas internacionalizadas chilenas tengan a las AFPs como pequeños accionistas no es menor. Las firmas han aprovechado los fondos generados por los inversores institucionales para internacionalizarse. Las empresas chilenas han utilizado activamente los crecientes flujos de capital en la economía chilena tras el proceso de reformas (Calderon y Griffith Jones 1995).

## V- El Caso Argentino a Modo de Comparación

El caso de Argentina resulta interesante para elaborar un breve marco comparativo. Argentina tuvo una pobre performance en términos de internacionalización de empresas. Un país que fue pionero dentro de la región (Tavares 2007) hoy apenas posee 7 empresas internacionalizadas. Lo que contrasta con el caso Chileno es que, si bien algunas medidas tienen similitudes (especialmente en lo que refiere al sistema de pensiones), la diferencia en la calidad institucional y la coherencia inter-temporal de las políticas públicas influye en los resultados.

**Figura IV: Empresas Internacionalizadas con Ventas Superiores a los mil millones de U\$S**

<b>Firma</b>	<b>Expansión Más Allá de América Latina</b>	<b>Ventas 2013 (M U\$S)</b>
<b>Techint</b> (Siderurgia)	Sí	25378
<b>YPF</b> (Gas y Petróleo)	Sí	14217
<b>Bridas</b> (Gas y Petróleo) *	No	4326
<b>Arcor</b> (Alimentos/Golosinas)	No	2649
<b>Molinos Rio de la Plata</b> (Alimentos)	Sí	2144
<b>Corporación América</b> (Concesión de Aeropuertos/Tecnología)	Sí	2000
<b>Pluspetrol</b> (Gas y Petróleo) *	Sí	1666

Fuente: Elaboración propia basado en información recolectada de los rankings de América Economía sobre 500 empresas más grandes de América Latina, Finchelstein (2013) y los estados contables y financieros de diversas firmas argentinas.

La ausencia de alternativas viables de financiamiento para el sector empresario ha sido un problema histórico en la Argentina. No obstante, este problema se profundiza en la década de 1990 con la apertura económica que implicaba competir con MNCs con abundancia de capital. Mientras que Chile pudo desarrollar un mercado de capitales sólido y dinámico durante las reformas, en el caso Argentino este objetivo no se cumplió. El mercado de capitales argentino no tuvo cambios de tamaño significativos en paralelo a la apertura económica. Por ejemplo, el número de firmas en la bolsa se redujo aproximadamente un 40% entre comienzos de la década

---

\* Debido a restricciones de información, Bridas incluye la participación proporcional en PAE sumado a las ventas de Axion. Pluspetrol refleja solo las ventas de Perú, que es uno de sus principales activos y fuentes de facturación.

de 1990 y la del 2000. También el coeficiente de transacciones, que brinda una imagen del dinamismo del mercado, decreció un 82% para el mismo período (Stallings y Studart 2006).

En lo que concierne al sistema de pensiones, el mismo fue liberalizado siguiendo el modelo privado chileno. Una de las consecuencias esperadas del nuevo sistema era incrementar la disponibilidad de capital para las firmas. La experiencia chilena (Calderon y Griffith Jones 1995), delineaba un plan para mejorar el mercado de capitales y crear actores activos como los fondos de inversión. Sin embargo, el caso argentino no llevó a dichos resultados.

Para comprender los pobres resultados hay que tener presente la inestabilidad institucional y falta de compromiso existente en la Argentina. Desde la década de 1990 el sistema de pensiones argentino atravesó un drástico proceso de transformaciones. En 1993 el Congreso aprobó la nueva ley que permitía la participación privada en el sistema de pensiones. En 2001 se tomaron diversas medidas que afectaron su funcionamiento. En primer lugar, el Estado decidió reducir las contribuciones de los trabajadores al sistema de pensiones de un 11% a un 5%. También presionó a las AFJPs para que acepten un cambio de deuda, pero cuando esta presión resultó insuficiente para convencerlos, el gobierno tomó la decisión unilateral de convertir los depósitos de los fondos de pensión en bonos del tesoro (Kay 2009). Más de tres mil millones de dólares fueron *confiscados* gracias a esta medida. Tras la crisis económica y social del 2001, y con un nuevo gobierno, las alteraciones a las reglas de juego continuaron. En el 2002 todos los fondos denominados en dólares fueron convertidos compulsivamente a pesos a un tipo de cambio retrasado reduciendo en forma significativa los activos de las AFJPs. En el 2007, con otra nueva administración en el gobierno, se cambiaron las reglas iniciales una vez

más permitiendo el retorno –originariamente prohibido- al sistema público de pensiones.<sup>5</sup> Finalmente, en Noviembre del 2008, sólo quince años después de la iniciación del sistema de pensiones privado, el gobierno decidió revertir completamente este proceso y renacionalizar todos los fondos de pensión volviendo al sistema público de ahorro.

Otro elemento a considerar es el gran peso que los bonos del gobierno tenían en la cartera de activos de las AFJPs. Esto es determinante porque el ahorro en bonos del gobierno podría haber sido efectivamente utilizado por empresas privadas a través del mercado de capitales. En el caso chileno el porcentaje de bonos del gobierno sobre el total de la cartera de los fondos de pensión fue decreciendo. En Argentina esto no ocurrió. La mayor parte del ahorro de los trabajadores fueron utilizados como fuente de financiamiento estatal. Como contraste, los bonos corporativos privados tuvieron un rol intrascendente en la cartera de las AFJPs. En el 2002 apenas representaban un 1.1% del total de su portfolio (Stallings y Studart 2006). Un ejemplo claro es la ya mencionada conversión de los depósitos de las AFJPs a bonos del tesoro en 2001. Justamente, esto hizo que la participación del Estado en el total de la cartera de las AFJPs llegara a su pico histórico (un 75% del total de los fondos estuvieron invertidos en bonos del Estado).<sup>6</sup>

En conclusión las políticas públicas implementadas en las décadas de 1990 y 2000 no contribuyeron a mejorar el capital disponible en Argentina. El gobierno debía mejorar las condiciones de mercado para atraer al capital doméstico e internacional. El sistema de pensiones se reformó a fin de colaborar al crecimiento del mercado de capitales. Sin embargo, ninguna de estas metas fue conseguida. El Estado intervino en reiteradas oportunidades cambiando

---

<sup>5</sup> La ley inicial establecía que aquellos que quisieran permanecer en el sistema público podrían hacerlo pero los que quisieran pasarse al sistema privado no podrían volver al público.

<sup>6</sup> La participación estatal en sus portfolios ya era alta con anterioridad a dicha medida y nunca fueron inferiores al 40% (Finchelstein 2012).

radicalmente las reglas de juego y *capturando* gran parte de capital de los fondos de pensión. Es claro que estas modificaciones constantes van en contra de la estabilidad institucional necesaria para que el sistema de pensiones se consolide y pueda contribuir a mejorar la disponibilidad de crédito existente para las empresas. Como resultado, la escasez de capital continua siendo uno de los principales problemas de la economía argentina. Para las empresas que tienen la intención de internacionalizarse, la falta de capital puede ser una fuerte barrera puesto que la expansión requiere en la mayoría de los casos fuentes de financiamiento externas a la firma.

## **VI- Conclusión**

A lo largo de este trabajo se ha puesto en evidencia la importancia de las políticas públicas ligadas a mejorar la disponibilidad de capital en el caso Chileno. Dada la tradicional escasez de capital en América Latina, los esfuerzos estatales (directos e indirectos) para aumentar la disponibilidad del mismo son cruciales. Especialmente para un fenómeno que generalmente requiere una fuerte inyección de capital como la internacionalización. En Chile las reformas en el sistema financiero y las mejoras de gobernanza corporativa han tenido un efecto positivo sobre el mercado de capitales y la expansión al exterior de las firmas nacionales. También las reformas en el sistema de pensiones posibilitaron nuevas formas de financiamiento para las firmas. Como se mencionó previamente, un 94 % de las grandes firmas internacionalizadas de este país tienen a las AFPs como accionistas minoritarios.

La comparación con el caso Argentino también ha sido útil para poner en evidencia cómo la errónea implementación de políticas incide negativamente sobre el resultado de internacionalización. En contraste, Chile con instituciones más sólidas y estables ha logrado incrementar la disponibilidad de capital para las firmas impactando fuertemente sobre la muy buena performance de este país en términos de internacionalización de empresas.

El presente artículo ha intentado contribuir con una forma original de estudiar la internacionalización de firmas al focalizarse en la incidencia de las políticas públicas sobre dicho proceso. Así se diferencia de aquellos estudios centrados en las capacidades individuales de la firma. Esta investigación no ignora ni rechaza factores ligados a las capacidades y recursos internos claves para lograr una expansión al exterior exitosa. No obstante, los análisis individuales no pueden proveernos con los patrones generales. Sería difícil entender el éxito Chileno y la pobre performance Argentina a partir de análisis individuales. De aquí que este trabajo debe ser comprendido como complementario a aquellos estudios individuales de la firma.

El análisis detallado de la internacionalización en Chile es otro aspecto que resalta de esta investigación. La información recolectada ha permitido una lista inédita de grandes firmas internacionalizadas chilenas. Una lista de este tipo no estaba disponible previamente debido principalmente a los desafíos de en la recolección de datos en países en vías de desarrollo (Hoskisson, Eden, Lau y Wright 2000). Esta información puede ser de utilidad para cualquier académico o profesional interesado en información descriptiva.

En una perspectiva más amplia, managers y empresarios pueden aprovechar los resultados de esta investigación al reconocer ciertas restricciones que pueden surgir en el intento de expansión al exterior. También pueden llegar a reconocer la importancia de las políticas públicas y las acciones estatales previo a la definición de sus estrategias de negocios. Del mismo modo, aquellos encargados de la toma de decisiones de políticas públicas pueden beneficiarse de algunos resultados obtenidos e identificar cómo algunas políticas desincentivan - mientras otras más eficientes moldean- las estrategias de internacionalización de las empresas. En última instancia, la presente investigación confirma que para ser efectivas las políticas públicas tienen que ser consistentes y viables inter-temporalmente.

## Referencias

- Acemoglu, D., Johnson, S., Robinson J. and Thaicharoen, Y. (2003): "Institutional causes, macroeconomic symptoms: volatility, crises and growth. The colonial origins of comparative development: an empirical investigation" in *Journal of Monetary Economics*, N 50, pp. 49-123
- Agosin, M. (2003): "Corporate Governance in Chile", Central Bank of Chile Working Papers N. 209
- Aulakh, Preet S. (2007): "Emerging multinationals from developing economies: Motivations, paths and performance", in *Journal of International Management*, Vol. 3, N3.
- Berstein, Castañeda, P. Fajnzylber E. y Reyes G. (2009): Chile 2008: Una Reforma Previsional de Segunda Generación, Superintendencia de Pensiones, Santiago.
- Calderón, Á. and Griffith-Jones, S. (1995): "Los flujos de capital extranjero en la economía chilena. Renovado acceso y nuevos usos", in *Desarrollo productivo*, N° 24, Chile, CEPAL.
- Chabane, N, Goldstein, A, and Roberts, S (2006): "The changing face and strategies of big business in South Africa: more than a decade of political democracy", in *Industrial and Corporate Change*, Vol 15, N 3.
- Chittoor R., Ray, S, Aulakh, P.S. and Sarkar MB (2008): "Strategic Responses to Institutional Changes: 'Indigenous Growth' Model of the Indian Pharmaceutical Industry", in *Journal of International Management*, 14 (3)
- Corbo, V. and Schmidt-Hebbel K. (2003): "Efectos macroeconómicos de la reforma de pensiones en Chile", in Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones Resultados y desafíos de las reformas a las pensiones, FIAP, Santiago de Chile
- Cuervo-Cazurra, A., and Ramamurti, R. (eds). (2014): Understanding Multinationals from Emerging Markets, Cambridge University Press, Cambridge.
- Del Sol, P. and Kogan J. (2007): "Regional competitive advantage based on pioneering economic reforms: the case of Chilean FDI", in *Journal of International Business Studies*, N 38.
- Dunning, John (1988): "The Eclectic Theory of International Production: A Restatement and Some Possible Extensions", in *Journal of International Business Studies*, vol. 19, N 1, pp. 1-31
- (1980): "Toward and Eclectic Theory of International Production. Some Empirical Tests", in *Journal of International Business Studies*, vol. 11, N 1, pp. 9-31
- ECLAC (2006): Foreign Investment in Latin America and the Caribbean 2005, Santiago, UN-ECLAC.
- Evans, Peter B. (1995): Embedded autonomy : states and industrial transformation. Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Finchelstein, Diego (2013): "Estado E Internacionalización De Empresas: Los Casos de Argentina, Brasil y Chile", en *Desarrollo Económico*, Vol 53, N 209-210
- (2012): "Políticas públicas, disponibilidad de capital e internacionalización de empresas en América Latina: los casos de Argentina, Brasil y Chile", en *Revista Apuntes*, Vol. 39, N° 70
- Garg, Miti and Delios, Andrew (2007): "Survival of the foreign subsidiaries of TMNCs: The influence of business group affiliation", in *Journal of International Management*, Vol. 3, N3
- Goldstein, A. (2007): Multinational Companies from Emerging Economies. Composition, Conceptualization and Direction in the Global Economy, Basingstoke, Palgrave-MacMillan.
- Granovetter, M. (2005): "Business Groups and Social Organization," in Handbook of Economic Sociology, Smelser, Neil and Swedberg, Richard (ed.), Princeton, Princeton University Press`.



- Guillén, M. and Garcia-Canal, E. (2009): “The American Model of the Multinational Firm and the “New” Multinationals From Emerging Economies”, in *The Academy of Management Perspectives*, vol 23, N 2.
- Hernández, Leonardo and Parro, Fernando (2005): “Sistema Financiero y Crecimiento Económico en Chile”, in *Estudios Públicos*, N 99.
- Hoskisson, R., Eden, L., Lau, C, and Wright, M., (2000): “Strategy in emerging economies”, in *Academy of Management Journal*, Vol 43, N 3.
- Kay, Stephen J. (2009): “Political risk and pension privatization: The case of Argentina (1994-2008)”, in *International Social Security Review*, Vol 62, N 3.
- Khanna, Tarun and Palepu, Krishna (2006): “Emerging giants: building world-class companies in developing economies”, in *Harvard Business Review*, N 84 (10), October.
- Kosacoff, B, Forteza, J, Barbero, M., and Stengel, A. (2001): Globalizar Desde Latinoamerica. El Caso Arcor, McGraw Hill, Colombia.
- Kumar, V., Mudambi, R and Gray, S.: “Internationalization, Innovation and Institutions: The 3 I's Underpinning the Competitiveness of Emerging Market Firms”, in *Journal of International Management*, vol 19, N3.
- Lefort, Fernando y Walker, Eduardo (2005): “The Effect of Corporate Governance Practices on Company Market Valuation and Payout Policy in Chile,” Inter-American Development Bank, Research Network Working Paper No. R-515.
- (2002): ; “*Pension reform and capital markets: are there any (hard) links?*” paper No. 0201; January; The World Bank.
- Reinstein, Andres y Rosende, Francisco (2000): “Reforma Financiera en Chile”, en Larraín, F. y Vergara, R. (eds): La Transformación Económica de Chile. Centro de Estudios Públicos.
- Tavares, M (2007): “Outward Foreign Direct Investment by Enterprises from Argentina”, in UNCTAD, Global Players from Emerging Markets: Strengthening Enterprise Competitiveness Through Outward Investment, New York and Geneva,.
- Santiso, Javier (2013): The Decade of Multilatinas, Cambridge University Press, London.
- Silva, E. (1997): “The Politics of Sustainable Development: Native Forest Policy in Chile, Venezuela, Costa Rica and Mexico”, in *Journal of Latin American Studies*, Vol. 29, N. 2.
- Spiller, Pablo and Tommasi, Mariano (2003): “The Institutional Foundations of Public Policy: A Transactions Approach with Application to Argentina.”, in *Journal of Law, Economics, and Organization*, Vol 19, N 2.
- Stallings, Barbara and Studart, Rogelio (2006): Finance for development. Latin America in Comparative Perspective, The Brookings Institution, Washington DC.
- Williamson, P, Ramamurti R., Fleury, A. and Fleury, M.T. (2013): “Conclusion: rethinking the implications of EMNEs' rise”, in Williamson, P, Ramamurti R., Fleury, A., Fleury, M.T. (eds.), The Competitive Advantage of Emerging Market Multinationals, Cambridge University Pres