

## ¡Cuidado con ENAP!

La semana pasada la Cámara de Diputados aprobó el proyecto de ley que incorpora nuevos recursos al Fondo de Estabilización de Combustibles derivados del petróleo (FEPCO). Si bien el debate estuvo marcado por la incorporación de nuevos combustibles al fondo y por la entrega de beneficios a grupos que hicieron sentir sus demandas con fuertes presiones, el proyecto contempla otro tema que no ha sido abordado con la profundidad que el caso merece.

Se entregan US\$ 250 millones para capitalizar ENAP. Luego es válido hacer la siguiente pregunta, ¿por qué es necesario invertir fondos de todos los chilenos en capitalizar esta empresa?.

### ¿Por qué se Entregan Recursos a ENAP?

Estos recursos, son adicionales a los que el Gobierno, por ley, debe entregar a la empresa para saldar la deuda que el Fisco mantiene con ENAP por los subsidios entregados a las gasolinas. De acuerdo a ENAP dicha deuda acumula al primer trimestre del 2008 un saldo de US \$ 237,8 millones a su favor<sup>i</sup>.

Es decir, la empresa recibirá los subsidios que el Fisco le adeuda (aunque sin plazo conocido) y un aporte de capital de US \$250 millones.

Las autoridades de ENAP han señalado en la prensa, que este aporte es necesario ya que debido a los altos precios del petróleo la empresa requiere de mayor capital de trabajo para poder solventar sus obligaciones, el mismo que se ha mermado por los subsidios que debe financiar por cuenta del Gobierno.

**Se constata que en el último tiempo estamos retomando la mala costumbre de utilizar empresas públicas para solucionar problemas de corto plazo. Al parecer se estaría desconociendo que el rol de toda empresa es aumentar el valor para sus accionistas, que en el caso de las empresas públicas somos todos los chilenos.**

Informes de bancos internacionales nos muestran que el ratio deuda financiera/ EBITDA de ENAP es bastante superior al de las compañías comparables (3,0 en ENAP

versus un promedio de 1,0 en las 5 compañías comparables), pero también se señala que el desempeño de ENAP y la categoría de sus créditos están intrínsecamente unidos al apoyo del Gobierno<sup>ii</sup>, es decir ENAP no baja de categoría porque el Estado lo está avalando, pero en ello está comprometiendo los recursos de todos los chilenos en un negocio altamente riesgoso, lo que no parece responsable. De hecho, ENAP en los últimos años ha invertido en países tan riesgosos como Ecuador, Egipto, Venezuela, Irán y Argentina, entre otros.

#### En esta Edición:

- ¡Cuidado con ENAP!
- Tributación al Transporte: Las Distorsiones Existentes

**Cuadro N° 1: Evolución de las principales variables de resultados en ENAP (en millones de dólares)\***

	2003	2004	2005	2006	2007	mar-08
Ingresos	5.983	6.647	6.673	7.823	9.019	10.261
Costos	5.514	6.162	6.150	7.497	8.728	10.078
Margen Bruto	469	485	523	326	291	183
GAV	134	133	74	83	91	96
Resultado Operacional	335	351	448	242	199	86
Utilidad del ejercicio	227	164	197	50	49	5

\*Las cifras originales, en pesos, fueron actualizadas según la variación del IPC y luego transformadas en dólares según el tipo de cambio vigente al 29 de Abril de 2008.

Fuente: [www.svs.cl](http://www.svs.cl)

En todo caso, el mecanismo de financiamiento utilizado pudiere ser un sustituto al reintegro de la cuenta de crédito del fondo de estabilización del petróleo, que a diferencia de otras modalidades de traspaso de fondos desde el Gobierno a la empresa, no afectan el superávit estructural.

Con todo, esta apremiante necesidad de recursos requiere de un análisis de la situación de la empresa, pues esta no es la primera medida que toma el Gobierno para ayudar a ENAP en su operación. Con fecha 11 de Marzo de 2008 la empresa informa como hecho esencial que el Ministerio de Hacienda autoriza :

- Suspender temporalmente la política de traspasos del 100% de los dividendos anuales de las filiales a ENAP, para el ejercicio financiero 2006 y 2007.
- Suspender transitoriamente, por el período 2007, la política de traspaso de utilidades de ENAP al Fisco. Al mismo tiempo, dejar sin efecto, transitoriamente para dicho año, el traspaso de utilidades a todo evento, para completar el 14% de rentabilidad sobre patrimonio con utilidades retenidas de períodos anteriores.

- En relación con los traspasos al Fisco programados para Diciembre 2007 de US\$45,4 millones, se acepta la propuesta de suspender dicho traspaso. Además, a fin de evitar el endeudamiento de la empresa, se acepta la petición de compensar dichos recursos con el saldo del FEPCO a su favor por US\$ 38 millones al 30 de junio de 2007<sup>iii</sup>, para lo cual se dictará el decreto respectivo a principios del año 2008, de acuerdo a las normas legales vigentes al respecto.

- Finalmente, Hacienda también autoriza la capitalización de utilidades por US \$ 5,2 millones para el financiamiento del Gasoducto Pecket-Esperanza<sup>iv</sup>.

El Cuadro N°1 nos revela que algunas de las principales variables de resultado de ENAP se han deteriorado en los últimos años.

Al analizar las cifras vemos que si bien los ingresos de la compañía crecen en cada año, el efecto se ha visto sobrepasado por mayores alzas en los costos, lo que se traduce en una importante caída del margen bruto en los últimos tres cierres de balance disponibles.

Lo mismo ocurre con otras variables, por ejemplo el resultado operacional, ya que después del 2005 se encuentra decreciendo. La baja en las cifras del año 2006 se explica porque el año 2005 hubo mayores márgenes de refinamiento que se produjeron debido a la escasez de petróleo que causaron los huracanes Katrina y Rita en las costas del golfo de México, pero de ahí en adelante sólo se han presentado nuevos retrocesos.

La utilidad del ejercicio también es decreciente, hemos pasado de US\$ 227 millones en el año 2003 a sólo US\$ 5 millones en los doce meses previos a Marzo 2008, la caída promedio en cada año es mayor al 20% y de acuerdo a recientes informes financieros en el primer trimestre de este año el EBITDA, ajustado por ítems extraordinarios de la compañía, muestra una disminución del 6% con respecto al año pasado<sup>v</sup>.

No se puede desmentir que los resultados de los últimos dos años no son satisfactorios, con una rentabilidad promedio de 5,2%, lo que es menor al promedio estimado cuando establecieron el 14% como base de entrega de utilidades<sup>vi</sup>.

Los problemas de resultados en empresas administradas por el Estado no debieran sorprendernos, ya que la teoría económica los anticipa mediante el problema del agente -principal<sup>vii</sup> y en Chile tenemos conocidos casos de empresas estatales que han visto un deterioro en sus resultados.

La experiencia nacional también confirma que las empresas públicas se han utilizado para solucionar problemas de corto plazo que plantea la coyuntura, pero que pueden poner en riesgo la viabilidad de la

empresa en el largo plazo. Se han aplicado políticas que no maximizan el valor de la empresa, sin suficiente transparencia de los costos que se están imponiendo.

Si bien esta práctica iba en retroceso, en el último tiempo hemos visto que ENAP se utiliza para solucionar el problema de desabastecimiento del diesel y ha dado crédito al Fisco en el fondo del petróleo. Situación similar se vive en el Transantiago donde se ha utilizado el Metro para solucionar parte del gran déficit.

---

**Los problemas de resultados en empresas administradas por el Estado no debieran sorprendernos ya que la teoría económica los anticipa mediante el problema del agente -principal y en Chile tenemos conocidos casos de empresas estatales que han visto un deterioro en sus resultados.**

---

El presente de ENAP sumado a las malas experiencias del pasado en otras empresas estatales debieran motivarnos para generar cambios en su institucionalidad. Especialmente ante los nuevos desafíos de un mundo más competitivo que obliga a tener estructuras de administración más flexibles y mecanismos de control que impidan utilizar las empresas de todos los chilenos para solucionar problemas coyunturales. Las políticas que se deben llevar a cabo son aquéllas que maximicen el valor de las empresas ya que son patrimonio de todos los chilenos.

## **Una Propuesta para Resolver el Problema**

El problema al que nos enfrentamos tiene solución y no es necesario mirar tan lejos para encontrarla. En los últimos años se han llevado a cabo una serie de exitosas privatizaciones, tanto parciales como completas, de compañías que han crecido de gran forma al pasar a manos de privados.

**Cuadro N°2 : Pago de impuesto de primera categoría, en los tres años previos a la privatización y en los tres años posteriores**

**a) Sector telecomunicaciones**

Compañía	Tres años previos	Tres años después
CTC	1.891.985	4.655.396
Entel	4.078.779	5.227.507

**b) Distribuidoras eléctricas**

Compañía	Tres años previos	Tres años después
Chilectra	3.166.047	4.450.498
Chilquinta	691.008	706.659

Nota: Las cifras del cuadro a) se encuentran en pesos del año 2002 mientras que las cifras del cuadro b) están en pesos del año 2000

Fuente: "Efectos de la privatización de servicios públicos en Chile: Casos sanitario, electricidad y telecomunicaciones" R. Fischer y P. Serrá (2003) .

En el mercado petrolero el caso emblemático es la brasileña Petrobrás, compañía que se privatiza en 1997 cuando su valor de mercado era de US \$ 16.000 millones. Hoy su valor de mercado sobrepasa los US \$ 310.000 millones<sup>viii</sup>, es la principal empresa brasileña y una de las más grandes en el mundo.

Otro caso interesante es el de la compañía petrolera colombiana ECOPEL. El año pasado el gobierno colombiano puso a la venta el 20% de las acciones de la compañía, si bien aún no es posible observar grandes cambios en resultados debido al corto período, de acuerdo a Bloomberg el precio de la acción ha subido desde su apertura en bolsa hasta hoy en un 82,5% en pesos colombianos y un 103% en dólares.

Otra compañía petrolera que fue privatizada es la argentina YPF. En el año 1999 fue comprada por los españoles de Repsol, hoy en día un pequeño porcentaje permanece en manos del Estado y se han incorporado nuevos actores privados a la propiedad.

También existen privatizaciones de compañías petroleras en otras partes del mundo, British Petroleum y Petro Canada pasaron del Estado a manos de privados.

Privatizaciones se han dado en diversas partes del mundo y en muchas industrias, algunas compañías se vendieron totalmente mientras que en otros casos el Estado ha mantenido parte de la propiedad o acciones preferentes. Pero los resultados suelen ser los mismos, las compañías aumentan su valor de mercado, pagan más impuestos y aumentan su eficiencia.

También en materia de privatizaciones vale destacar el caso brasileño, por ejemplo la compañía minera Vale do Rio Doce se privatiza en 1997 a un valor de mercado de US\$ 8.000 millones de dólares, mientras que hoy en día ese valor se ha multiplicado por 20.

Otro ejemplo brasileño es la compañía de telefonía Telebras, que se privatiza en 1999 y desde entonces al 2006 sus ingresos crecieron a una tasa de 18% anual, el número de clientes a una tasa de 20% anual y el pago de impuestos aumentó en un 17% en cada año.

Estos positivos cambios también se pueden apreciar en Chile. El Cuadro N°2 muestra los aumentos en el pago de impuestos de primera categoría que

**El presente de ENAP sumado a las malas experiencias del pasado en otras empresas estatales debieran motivarnos para generar cambios en su institucionalidad. Especialmente ante los nuevos desafíos de un mundo más competitivo que obligan a tener estructuras de administración más flexibles y mecanismos de control que impidan utilizar las empresas de todos los chilenos para solucionar problemas coyunturales**

tuvieron las compañías del sector telecomunicaciones y distribuidoras eléctricas una vez que se privatizaron.

Como podemos apreciar las privatizaciones han sido una respuesta recurrente a un problema añejo : El Estado no tiene ninguna ventaja sobre los privados para administrar empresas y en ocasiones se han utilizado las empresas de todos los ciudadanos para favorecer a un determinado grupo.

## Conclusión

Una empresa competitiva no requiere de una capitalización de US \$ 250 millones por parte del Estado para que pueda cumplir con sus compromisos.

Una mirada a los resultados recientes de ENAP nos señala que los resultados de la petrolera estatal se han deteriorado en los últimos años. También se constata que en el último tiempo estamos retomando la mala costumbre de utilizar empresas públicas para solucionar problemas de corto plazo. Al parecer se estaría desconociendo que el rol de toda empresa es aumentar el valor para sus accionistas, que en el caso de las empresas públicas somos todos los chilenos.

Dado lo anterior es que se propone la privatización como una opción válida, que toma mayor fuerza al considerar las tendencias recientes de las compañías petroleras en Sudamérica y las mejoras en resultados que han experimentado en todo el mundo las compañías que han pasado a manos de privados.

---

<sup>i</sup> De acuerdo a los antecedentes publicados por la Dipres, el monto al primer trimestre sería inferior, alcanzando a US\$ 191.8 millones

<sup>ii</sup> Global Market Research, Deutsche Bank, 23 Junio 2008

<sup>iii</sup> De acuerdo a los antecedentes publicados por la Dipres. El monto al 30 de Junio de 2007 sería inferior, alcanzando a US\$ 34 millones

<sup>iv</sup> Hechos esenciales de ENAP, 11 de Enero de 2008, disponible en [www.enap.cl](http://www.enap.cl)

<sup>v</sup> Global..., Op. cit.

<sup>vi</sup> De acuerdo a la memoria de ENAP 2006 (Pág.97 ) en Agosto del 2005, el ministerio de Hacienda estableció una política de capitalización de utilidades netas por 5 años, a partir del ejercicio contable 2006 que se rige por la siguiente regla. ENAP debe traspasar al fisco un monto mínimo de recursos, ya sea como impuesto a la renta por aplicación del DL N°2.398 y/o como anticipo de utilidades, de acuerdo con el siguiente mecanismo :

Si la utilidad es inferior al 14% de rentabilidad sobre patrimonio: 14% , la utilidad equivalente al 14% del patrimonio se completa con cargo a la utilidad del ejercicio y a las utilidades retenidas en períodos anteriores.

Si la utilidad es superior al 14% de rentabilidad sobre el patrimonio, por el monto que no exceda el 14% :100%, por el monto que exceda el 14%: 50%.

<sup>vii</sup> El problema del agente y el principal surge cuando los intereses del agente (ejecutivo de la compañía ) no se encuentren alineados con los del principal (dueños de la compañía) Cuando la información es difícil de obtener, el principal tendrá dificultades para observar el comportamiento del agente y comprobar si éste está actuando siguiendo los intereses del principal. En el caso de las empresas estatales el principal (todos los chilenos) no tiene la información de la acción del agente y los incentivos del principal, aumentar el valor de la empresa, no se encuentran necesariamente alineados con los del agente .

<sup>viii</sup> Global Market Research, Deutsche Bank , 30 Mayo 2008