

## RESUMEN

Las empresas pueden tener distintas formas de financiamiento; ya sea por deuda, capital propio o un mix de ambas, los porcentajes que se utilizan en cada tipo de financiamiento dependerá de lo que la empresa establezca como ideal para el desempeño de sus propios objetivos y el cumplimiento a las obligaciones que se contraen al momento de elegir el tipo de financiamiento. Esta investigación consiste en el análisis del apalancamiento financiero de las empresas fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, explicando sus oportunidades de crecimiento, su estructura de propiedad y las características del entorno en el que actúan. Se llevará a cabo a través del análisis de los estados financieros de las empresas agrupadas por sector, fiscalizadas por la SVS. Los resultados explican que es imposible definir un patrón de conducta, por lo que no se recomienda sector para invertir.

**Palabras Claves:** Financiamiento, deuda, capital, apalancamiento financiero.

**LEVERAGE OF COMPANIES AUDITED BY THE VALUES AND SHARES SUPERINTENDENCY AS AN EXPLANATION FOR THEIR GROWING OPPORTUNITIES, PROPERTY STRUCTURE AND THE CHARACTERISTICS OF THE ENVIRONMENT IN WHICH THEY PERFORM.**

Yenny Claudia Cortés Leal. <sup>1</sup>

**LEVERAGE OF COMPANIES AUDITED BY THE VALUES AND SHARES SUPERINTENDENCY AS AN EXPLANATION FOR THEIR GROWING OPPORTUNITIES, PROPERTY STRUCTURE AND THE CHARACTERISTICS OF THE ENVIRONMENT IN WHICH THEY PERFORM.**

## ABSTRACT.

Companies may have different financing arrangements: either by debts, their own capital or a mixture of both. The percentages, which are used in each type of financing arrangement, will depend on what the company establishes as ideal for carrying out its own aims and the fulfillment of the obligations assumed in the moment of choosing the type of financial arrangement. This research consists of an analysis of the financial leverage of companies audited by the Values and Shares Superintendency, explaining their growing opportunities, their property structure and the characteristics of the environment in which they perform. It will be carried out through an analysis of the companies' financial statements grouped by sectors and audited by the SVS. The results show that it is impossible to define a behavior pattern, therefore, no particular sector where to invest is recommended.

**Key Words:** Financing arrangement, Debt, Capital, Financial Leverage.

---

<sup>1</sup> Alumna Tesista de la Carrera de Auditoría de la Universidad de Valparaíso, teniendo como profesor guía a la Profesora Dra. Karime Chahuán Jiménez.



## **PROPÓSITO DEL ESTUDIO**

Respecto a los mercados en general las principales fuentes de generación de recursos provienen de recursos ajenos por encontrarse en una época de dinero barato. Cuando esto ocurre se produce un “desequilibrio financiero en los balances lo que origina un exceso de inversión económica injustificada. Desde el punto de vista financiero y bancario causando una acumulación de riesgos de calidad insuficiente.” (Torres, 2008; 2)

Las empresas chilenas con oportunidades de crecimiento aumentan su Leverage lo que revela las preferencia de deuda frente a las ampliaciones de capital que impide la evidencia práctica encontradas en empresas del entorno anglosajón, esto es relevante principalmente en las empresas que no generan fondos internamente. Un elemento distintivo de las empresas con necesidad de financiamiento externo y oportunidades de crecimiento es que su endeudamiento es de corto plazo. (Azofra, Saona y Vallelado, 2004; 3 y 4). Por lo tanto, esta investigación tiene como propósito analizar el apalancamiento financiero, sus tendencias y causas, en las empresas que están fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros.

## **MARCO TEÓRICO**

### ***1. Decisiones financieras***

Si se visualiza a la empresa como un pastel, entonces la estructura de capital determina cómo se corta el pastel; en otras palabras, qué porcentaje del flujo de efectivo de la empresa va a los acreedores y qué porcentaje va a los accionistas. Las empresas tienen mucha flexibilidad al elegir una estructura financiera. La cuestión de si una estructura es mejor que otra para una empresa es la esencia del problema de la estructura de capital.

El administrador financiero debe decidir con precisión cómo y dónde obtener el dinero. Los gastos relacionados con la obtención de un financiamiento de largo plazo pueden ser considerables, así que se deben evaluar con sumo cuidado las diferentes posibilidades. (Ross, Westerfield y Jaffe, 2000; 4)

Las dos decisiones “más importantes acerca de estructura de capital son la adecuada proporción de deuda y capital que debe tener una empresa, y la proporción adecuada de retención de utilidades y de pago de dividendos.” (Philippatos y Ramos, 1996; 29)

Pueden darse decisiones de financiamiento en base a fondos ajenos (Deuda) lo que trae consigo un mayor riesgo así como un mayor potencial de retorno, cabe señalar que los accionistas son poco sensibles a este mayor endeudamiento; por lo tanto, cuanto mayor sea el apalancamiento mayor es el potencial de riesgo y retorno, y fondos propios (Capital). Si esto ocurriese la empresa tendría un riesgo menor lo que provoca que la empresa tenga un mayor Leverage siendo imposible dar una seguridad de cumplimiento con las obligaciones que se tienen con los acreedores.

## **2. Ratios financieros**

Los ratios financieros “son únicamente una forma útil de recopilar grandes cantidades de datos financieros y de comparar la evolución de las empresas. Los ratios ayudan a plantear las preguntas pertinentes, pero no las responden y se dividen en cuatro grupos: ratios de apalancamiento, liquidez, rentabilidad o eficiencia y ratios de valor de mercado.” (Brealey y Myers, 1990; 633)

Para evaluar la situación y desempeño financieros de una empresa, el analista requiere de algunos criterios. Éstos se utilizan frecuentemente como razones, o índices, que relacionan datos financieros entre sí. “El análisis e interpretación de varias razones debe permitir a analistas expertos a tener un mejor conocimiento de la situación y desempeño financieros de la empresa que el que podrían obtener mediante el análisis aislado de los datos financieros.” (Van Horne, 1997; 759)

- Ratios de apalancamiento: “Consisten en un conjunto de mediciones creadas para reflejar hasta qué punto la expansión de la empresa ha sido financiada con deuda. Algunas de estas mediciones indican el endeudamiento global de la empresa, al tanto que otras se centran en la contribución de tipos específicos de acreedores.” (Philippatos y Ramos, 1996; 110)
- Ratios de cobertura: “Consisten en un conjunto de mediciones específicas y generales creadas para juzgar la habilidad de la empresa para servir el pago de intereses sobre sus diversas obligaciones, como también para efectuar la devolución del capital a que correspondan dichas obligaciones. Esta clase de índices es ocasionalmente incluida en la más amplia clasificación de índices de apalancamiento. Los datos para estos índices son extraídos del Estado de Ingresos de la empresa.” (Philippatos y Ramos, 1996; 110)
- Ratios de Liquidez: “Consisten en un conjunto de medidas creadas para bosquejar la habilidad de la empresa para cubrir sus deudas de corto

plazo en su fecha de vencimiento y, más generalmente para cubrir sus obligaciones cotidianas de funcionamiento. Los datos para estos índices se obtienen del Balance General y Estado de Ingresos de la empresa.” (Philippatos y Ramos, 1996; 110)

- Ratios de rentabilidad: Su propósito es “medir el grado de eficiencia con que la empresa utiliza sus activos y con cuánta eficiencia administra sus operaciones. El enfoque en este grupo está en la línea base, la utilidad neta. Hay dos tipos de rendimientos, el primero, rendimiento sobre los activos (ROA) es una medida de la utilidad por dólar de activos y segundo, rendimiento sobre el capital (ROE) es una medida de cómo les fue a los accionistas durante el año. Debido a que la meta consiste en beneficiar a los accionistas.” (Ross, Westerfield y Jaffe, 2000; 61 y 62)
- Ratios de valor de mercado: “Medidas del valor de mercado, se basa en parte, en información no necesariamente incluida en los estados financieros, el precio de mercado por acción del capital accionario. Es obvio que estas medidas solo se pueden calcular de manera directa para las empresas que cotizan en los mercados de valores.” (Ross, Westerfield y Jaffe, 2000; 63)

### **3. Apalancamiento**

El concepto de leverage o apalancamiento, “se refiere al hecho de que la presencia de ciertos gastos fijos, ya sea que estén orientados a producción o financiamiento, amplía el efecto de los cambios en las ventas sobre los ingresos de la empresa. En cierta forma, el concepto de apalancamiento es una extensión del Análisis de Punto de Equilibrio, considerando que el grado de apalancamiento es afectado por la proximidad del nivel de producción de la empresa al volumen de punto de equilibrio. Existen dos tipos de apalancamiento: apalancamiento operativo y el financiero. El concepto de apalancamiento puede ser usado fácilmente cuantificado y utilizado para estimar los efectos de decisiones de inversión-financiamiento sobre los ingresos de la empresa. La cuantificación es obtenida mediante lo que se conoce por grado de apalancamiento.” (Philippatos y Ramos, 1996; 110)

“Los pasivos son obligaciones de la empresa que requieren de un desembolso de efectivo dentro de un periodo estipulado. Muchos pasivos implican obligaciones contractuales consistentes en el reembolso de una cantidad previamente estipulada y de ciertos intereses a lo largo de un periodo. De tal modo, los pasivos son deudas y frecuentemente se asocian con cantidades de efectivo nominalmente fijas, lo cual se conoce como servicio de deuda. La empresa incurre en una

causa de incumplimiento de contrato si no paga dichas cantidades. El capital de los accionistas es un derecho contra los activos de la empresa que es residual y que no es fijo. En términos generales, cuando la empresa solicita fondos en préstamo, proporciona a los tenedores de bonos el primer derecho sobre sus flujos de efectivo. Los tenedores de bonos pueden demandar a la empresa si ésta deja de cumplir las estipulaciones de los contratos de bonos, lo cual puede provocar que la empresa se declare en quiebra. El capital de los accionistas es la diferencia residual entre los activos y los pasivos.” (Ross, Westerfiel y Jaffe, 2000; 27)

El apalancamiento es el resultado que se produce entre los dos tipos de apalancamiento tanto financiero como operativo, más bien es la utilización de los costos fijos que son parte de las operaciones, financiadas por las distintas fuentes de financiamiento para aumentar la rentabilidad de la empresa.

- Apalancamiento Operativo

El apalancamiento operativo refleja en qué grado los activos fijos y los costos fijos vinculados se utilizan en el negocio.” (Block y Hirt, 2008; 120).

El apalancamiento operativo (AO), el cual se refiere a los efectos multiplicativos que pueden experimentar las utilidades por ventas antes de Intereses e Impuestos (UAI), debido a la presencia de los costos fijos de operación.” (Philippatos y Ramos, 1996; 23)

“El apalancamiento operativo es la utilización de los costos fijos operativos por parte de la empresa, además se deriva de los costos operativos fijos asociados con la producción de bienes y servicios. Ocurre el apalancamiento cuando las empresas tienen costos operativos fijos, sin importar el volumen. Evidentemente, a la larga todos los costos son variables. Por lo tanto, nuestro análisis forzosamente implica el corto plazo. Se incurre en costos operativos fijos con la esperanza de que el volumen de ventas genere rendimientos más que suficientes para cubrir todos los costos operativos fijos y variables.” (Van Horne y Wachowicz, 2002; 434)

“Un efecto del apalancamiento operativo es que las variaciones en el volumen de ventas se traducen en un cambio más que proporcional en las utilidades operativas o pérdidas. El grado de apalancamiento operativo de una empresa a determinado punto de producción (o ventas) simplemente es el cambio porcentual de las utilidades operativas con respecto a las variaciones porcentuales en la producción (o ventas) que genera el cambio en las utilidades.” (Van Horne y Wachowicz, 2002; 438)

El apalancamiento operativo es la utilización de los costos fijos de las operaciones de la empresa. Se incurre en esto para que el volumen de venta obtenga rentabilidad y así poder cubrir los costos fijos y variables que se producen. Cuando una empresa tiene más costos fijos es mucho más difícil para esta cubrir en momentos de crisis las obligaciones, dado que son más difíciles de vender los activos fijos, en cambio, cuando una empresa tiene más costos variables tiene mayor facilidad de cubrir con sus compromisos en una situación de quiebra de la empresa dado que se pueden deshacer más rápido de estos costos.

- Apalancamiento Financiero

Se preocupa de los exagerados efectos que pueden tener las “Utilidades por Acción (UPA) disponibles para los accionistas, debido a los cambios en las Utilidades por ventas antes de Intereses e Impuestos de la empresa.” (Philippatos y Ramos, 1996; 23)

El apalancamiento financiero refleja la cantidad de deudas que se usan en la estructura de capital de la empresa. Toda vez que la deuda incluye una obligación fija de pagos de intereses, se tiene la oportunidad de amplificar enormemente los resultados a varios niveles de operación.” (Block y Hirt, 2008; 127)

El apalancamiento financiero es la aplicación de los costos fijos de financiamiento que pueden ser fuentes internas o externas que la empresa utiliza para financiar sus operaciones con la esperanza de incrementar la rentabilidad y así poder responder a las obligaciones que se contraen con las distintas fuentes de financiamiento, como es el caso de los acreedores a quienes se le debe responder en el tiempo que corresponda, cancelando los montos e intereses asignados previamente, y responder a la vez con los accionistas o propietarios de la empresa. El tipo de fuente de financiamiento que se elija determina la prioridad de pago y el nivel de riesgo en que se encuentra la empresa.

## **Contexto**

La estructura de financiamiento se revela por medio del Leverage (apalancamiento). En un contexto empresarial, el apalancamiento se refiere al uso de costos fijos en un intento por incrementar o apalancar la rentabilidad. (Van Horne y Wachowicz, 2002; 434)

El objetivo de la función financiera es que exista una política que maximice el valor

de la empresa y a la vez la riqueza de los accionistas; esto se obtiene al estar frente a un Leverage financiero lo que hace referencia al uso de la deuda para financiar los activos, aumentando así el valor de la empresa. Al aumentar el Leverage, se está diciendo que el financiar los activos con mayor proporción de deuda implica un aumento en el ratio deuda/activos.

Las empresas siempre estarán dispuestas a incorporar más deuda cuando el costo de ella (la tasa de interés) sea menor a la rentabilidad del proyecto o al costo de Capital (costo de oportunidad de los dueños o accionistas). Si se aumenta el Leverage Financiero implica que el pago a los acreedores tiene una mayor prioridad que el pago a los accionistas, el pago de los acreedores está estipulado bajo un contrato y aumentan los costos de riesgos de quiebra para una empresa.

#### **a) Inversiones en activos**

#### **b) Financiamiento:**

- Fondos ajenos (Deuda)
- Fondos propios (Capital)

**c) Política de dividendo:** Es relevante e interesante estudiar la Estructura de Capital, tanto de empresas de rubros distintos fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, que hace referencia a la proporción entre Pasivos (deuda) y Patrimonio (capital) usado por las entidades para financiar sus activos y/o proyectos, dando enfoque al nivel de Leverage que estos generen, siendo esta proporción resultado de la combinación de fuentes de fondos que estas industrias utilizan para financiar sus inversiones. Este se encuentra en el lado derecho del Balance.

### **Metodología de la investigación**

El paradigma de la investigación es cuantitativo, con un alcance correlacional en donde se reunirán los antecedentes necesarios respecto a la utilización de fondos de financiamiento que optan las empresas supervisadas por la SVS. Se analiza la tendencia que existe ya sea por fondos ajenos, fondos propios o bien un mix de ambas que toman estas organizaciones con la finalidad de obtener un análisis del por qué se produce aquella tendencia analizada por cada sector correspondiente.

Se utilizará la técnica de análisis de documentos, en este caso el de las FECUS de las empresas que están fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros, para posteriormente hacer el cálculo del ratio de apalancamiento por sector industrial

## Resultados

A continuación, se presentará un extracto de los resultados obtenidos en la recopilación de la información de 202 empresas acerca de su endeudamiento, separadas según el sector correspondiente.

### A. Sector Salud:

	2011	2012	2013
Cruz Blanca	138,41%	137,58%	150,57%
Clínica Las Condes	37,26%	40,41%	62,82%
Laboratorio Andrómaco		144,24%	145,11%

- 1- Se constata que en todos los casos el endeudamiento crece anualmente.
- 2- En las 3 empresas se observa que se hace el reparto de dividendo mínimo establecido en la ley.
- 3- El capital está compuesto por acciones ordinarias de una única serie con derecho a voto; en dos empresas la gestión de capital sale mencionada en las notas a los EEF<sup>2</sup>.
- 4- Las características del riesgo de mercado –en todos los casos- es similar, en cuanto a las tasas de interés, precio de productos y tipo de cambio.

### B. Sector Bancario:

	2011	2012	2013
Santander S.A. Sociedad Securitizadora	11,49%	9,54%	11,34%
Banchile Securitizadora S.A	24,96%	22,15%	31,94%
Santander Chile Holding S.A	9,71%	8,96%	6,95%
BCI Securitizadora S.A	3544,94%	3679,53%	5334,35%

- 1- Lo primero que llama la atención es la diferencia de los montos de endeudamiento de BCI respecto de las otras sociedades; en su caso el capital es muy inferior a los pasivos de la sociedad, pero esto –a primera vista- no explica totalmente la situación.

La conducta de los endeudamientos es heterogénea, en los dos primeros casos decrece y crece en porcentajes más o menos similares; en el tercer caso hay un decrecimiento casi constante año a año. En el último caso el crecimiento del segundo al tercer año tiene una pendiente mucho más elevada que la originada del primer a segundo año y por montos muy

2 Estados financieros.

considerables.

- 2- En las 4 empresas se observa que se hace el reparto de dividendo mínimo establecido por la ley.
- 3- El capital de las tres últimas empresas se encuentra suscrito y pagado, representado por las acciones correspondiente a cada una de ellas; en el caso de la sociedad Santander S.A Sociedad Securitizadora su capital suscrito y pagado pertenece en 99,64% al Banco Santander Chile y el 0,36% Santander Inversiones Ltda., sociedad relacionada.
- 4- Respecto al riesgo de mercado, las dos empresas ligadas al grupo Santander se comportan de manera similar: toman riesgos por el tipo de inversión que éstas realizan las que se exponen al tipo de cambio, tasa de interés, inflación y valores accionarios, pero a su vez toman precauciones para minimizar los riesgos a los que se exponen. En el caso de BCI Y Banchile-por la naturaleza de sus inversiones- el riesgo de mercado es poco significativo.

### C. Sector Seguros:

	2011	2012	2013
SecuritizadoraSecurity S.A	3,11%	3,12%	5,03%
FintesaSecuritizadora S.A	8,23%	5,97%	3,26%
EF Securitizadora S.A	9,57%	26,99%	26,33%

- 1- En este sector, la conducta de los 3 actores para los años analizados, el endeudamiento es diferente. En el primer caso, hay un crecimiento constante, en el segundo un decrecimiento constante y -en el último caso- una pendiente positiva entre el primer y segundo año y una pequeña pendiente negativa entre el segundo y tercer año.
- 2- En las 3 empresas se hace el reparto de dividendo mínimo establecido por la ley.
- 3- Las 3 empresas cumplen con la Ley 18.045 de Sociedades Securitizadoras, que dice que el capital no puede ser inferior a 10.000 UF. El capital está compuesto por una serie única, suscrita, pagada y con derecho a voto.
- 4- El primer caso tiene una política conservadora para el riesgo de mercado; en el caso de Fintesa explícitamente señalan no tomar riesgos de mercado de ninguna naturaleza y en la última empresa también se dice que no está expuesta debido a que no tiene activos ni pasivos que se vean afectado por este. Esta conducta de aversión al riesgo, parece explicarse por la naturaleza del sector de seguros.

**D. Sector Explotación Aeroportuaria:**

	2011	2012	2013
Consortio Aeroportuario de Magallanes S.A Sociedad Concesionaria	437,19%	862,57%	1335,05%
Consortio Aeroportuario de Calama S.A Sociedad Concesionaria	73,40%	74,85%	206,65%
Consortio Aeroportuario de la Serena S.A. Sociedad Concesionaria			183,65%

- 1- En este sector, la conducta de los 3 actores para los años analizados, el endeudamiento es diferente. En el primer caso, hay un alto crecimiento constante, en el segundo un crecimiento pequeño del primer año al segundo y alto del 2 al 3. El tercer actor, no tiene cifras para los años 1 y 2, por tanto es irrelevante.
- 2- En cuanto a su oportunidad de crecimiento el primer consorcio hace referencia que en los últimos años la demanda de vuelo ha experimentado un crecimiento notorio lo que ha producido el aumento de infraestructura. En relación a los otros dos consorcio dicen relación que las cuentas por cobrar se originan por la prestación de servicio con un plazo de pago ya establecido. Además los 3 Consorcio deben repartir su dividendo de acuerdo a lo que establece la Ley 18.046 aunque en las notas a los EEFF no salga especificado.
- 3- En cuanto al capital los 3 Consorcios lo tienen íntegramente pagado en base a la licitación que establecieron, en relación a su gestión de capital tienen por objetivo mantener un buen nivel de capitalización que les permita asegurar su eficiencia y el acceso a los mercados financieros que les permitan cumplir con los objetivos de mediano y largo plazo.
- 4- En cuanto al riesgo de liquidez en los 3 Consorcios se relaciona a que el no cumplimiento de las obligaciones se deba a la falta de fondos. Tienen políticas que permiten resguardar y asegurar que las compañías cuenten con los fondos necesarios para cumplir con las obligaciones que adquieren en el tiempo.

**E. Sector Minería:**

	2011	2012	2013
Compañía Minera del Pacífico S.A.	32%	41%	60%
Enaex S.A.	71%	70%	55%
Empresa Nacional de Minería		91%	119%

- 1- En este sector, la conducta de los 3 actores para los años analizados, respecto al endeudamiento es diferente. En el primer y tercer caso van en crecimiento aunque uno de ellos sólo se compara con la secuencia de dos años, en el caso de Enaex se produce un decrecimiento del leverage.
- 2- En el caso de la primera Compañía el reparto de los dividendos supera el mínimo legal por lo establecido en su Junta General Ordinaria de Accionistas, en la segunda compañía se establece el reparto mínimo legal establecido y en la última se establece que las utilidades netas obtenidas por esta podrán traspasarse a rentas generales de la Nación o a otras instituciones o Empresas del Estado.
- 3- En las 3 compañías el capital se encuentra pagado, en las dos últimas se establecen gestión de capital, en una de ellas el objetivo es mantener un adecuado perfil de riesgo de crédito y ratios de capital saludables, que permitan a la Sociedad el acceso a los mercados de capitales y financieros. En la otra el objetivo es mantener un nivel adecuado de capitalización que le permita asegurar gestión y operación de políticas públicas de fomento y desarrollo del Estado de Chile para la pequeña y mediana minería.
- 4- Todas las Compañías en el sector de minería están afectos al riesgo de mercado, ya sea, por la aparición de nuevos productos mineros, por el tipo de cambio que se enfrentan las operaciones, entre otros efectos a los que están expuestos.

## F. Sector Forestal:

	2011	2012	2013
SchwagerEnergy S.A.	15%	30%	52%
Empresas CMPC S.A.	70%	74%	71%
Forestal Cholguan S.A.	17%	20%	19%
Celulosa Arauco y Constitución S.A.	79%	105%	106%

- 1- En este sector, el endeudamiento se comporta de dos maneras distintas. La primera y la última sociedad tienen un crecimiento en relación a los 3 años comparados, en cambio, en la segunda y tercera Sociedad se produce un aumento entre el 2011 y 2012, y una disminución entre los años 2012 y 2013.
- 2- En cuanto al reparto de dividendos, las dos primeras empresas tienen la política del mínimo legal establecido por la Ley 18.046 y en cuanto a las

dos últimas su política de reparto es del 40% de las utilidades líquidas lo que supera el mínimo y es aceptado por ley, dado que cualquier otro acuerdo debe superar el 30%.

- 3- El capital se encuentra pagado, el objetivo en la administración de capital en las 4 empresas, es con el fin de que la empresa siga funcionando, entregarle más valor a ésta y que puedan incorporarse a los mercados financieros. Además de darle valor a los accionistas, y poder financiar nuevas inversiones que le permitan un crecimiento sostenido a través del tiempo.
- 4- Todas las empresas están expuestas al riesgo de mercado por la naturaleza de sus operaciones, en las dos últimas principalmente están expuestas al tipo de cambio. En la Empresa CMPC, los principales riesgos se deben a las variaciones de la capacidad instalada de la industria, el nivel de los inventarios, las estrategias de negocios y ventajas competitivas de los grandes actores de la industria forestal, la disponibilidad de productos sustitutos y la etapa en el ciclo de vida de los productos.

### G. Sector Educación:

	2011	2012	2013
Corporación Universidad de Concepción		97,59%	151,31%
The Grange School S.A.	50%	44%	47%
Sociedad Educativa Leonardo Da Vinci S.A.	1217%	1036%	1112%

- 1- En este sector, la conducta de los 3 actores para estos años, respecto al endeudamiento es diferente. En el primero se produce un crecimiento, en el segundo y tercero se produce una disminución entre el primer y segundo año analizado, lo que luego tiene un crecimiento entre los años 2012 y 2013.
- 2- En cuanto a los dividendos, la primera no tiene reparto de dividendos por ser una sociedad sin fines de lucros, las otras dos reparten el dividendo mínimo legal que corresponde al 30% de las utilidades líquidas, como lo establece la Ley 18.046.
- 3- En el caso de la Corporación no hay concepto de capital debido a que es una sociedad sin fines de lucros. Las otras dos sociedades contienen un capital suscrito y pagado.
- 4- No están expuestas a riesgos de mercado por el tipo de giro en el que se encuentran, pero en cuanto al entorno, se señalan los tipos de inversiones que estas tienen y a que se relacionan, el riesgo de liquidez y el riesgo de crédito.

## H. Sector Tecnología:

	2011	2012	2013
Telcordia Technologies Chile S.A.	-595%	276%	47%

- 1- En cuanto al endeudamiento la empresa sostiene un crecimiento importante entre los dos primeros años, revirtiendo una situación de patrimonio negativo; lo que luego disminuye considerablemente entre los años 2012 y 2013.
- 2- En cuanto a sus oportunidades de crecimiento no tiene inversiones en otras empresas, y no se especifica en las notas a los EEFF del reparto de dividendo.
- 3- La Sociedad tiene un capital suscrito, pagado, de serie única. Tiene como objetivo mantener el buen funcionamiento como empresa entre otros.
- 4- La empresa por tener un giro único, en este caso asociada a servicios telefónicos, está expuesta a riesgos de mercado, riesgo de crédito y riesgo de liquidez.

## I. Sector Financiero:

	2011	2012	2013
Consorcio Financiero S.A.		733,77%	857%
Factoring Security S.A.	624,52%	602,94%	507,12%
Banvida S.A.	0,04%	22,50%	22,71%
SMB Factoring S.A.	283,40%	309,59%	331,47%
CCLV, Contraparte Central S.A.	17,48%	11,84%	10,94%
Interfactor S.A.	428,65%	377,83%	388,08%
Incofin S.A.	315,34%	401,76%	474,50%

1. En relación al endeudamiento, se constata que hay 4 empresas con crecimiento positivo constante, con pendientes diversas (Consorcio Financiero S.A, Banvida S.A., SMB Factoring S.A, Incofin S.A.); Hay crecimiento negativo en dos casos con pendientes similares (casos 2 y 5); por último en Interfactor S.A hay un crecimiento heterogéneo, negativo entre el primer y segundo año y positivo entre el segundo y tercer año.
2. Todas las sociedades tienen un reparto mínimo de dividendo como se establece en la Ley 18.046 que corresponde al 30% de las utilidades netas líquidas. La Sociedad CCLV, Contraparte Central S.A. acordó no repartir dividendos provisorios.
3. En relación a la situación patrimonial, todas las sociedades tienen un comportamiento similar, enfocándose en aumentar el valor y generar

estabilidad en el futuro.

4. Todas comparten similar riesgo de mercado por la naturaleza del sector financiero; excepto Banvida S.A. que ha tomado precauciones al respecto, es por esta razón que no se encuentra relacionado directamente con el riesgo de mercado.

**J. Sector Bolsa de Producto:**

	2011	2012	2013
Bolsa de Produc. De Chile, Bolsa de Prod. Agropecuarios S.A.	15%	8%	2%

- 1- En relación al endeudamiento esta empresa presenta un decrecimiento en relación a los 3 años analizados.
- 2- La Sociedad no ha obtenido utilidades desde que comenzó sus operaciones por lo que no se han distribuido dividendos.
- 3- El capital se encuentra suscrito y pagado. La empresa busca mantener su solidez financiera, tomando las medidas necesarias para ello.
- 4- Está expuesta al riesgo de mercado por la naturaleza de sus operaciones.

**K. Sector Deportes:**

	2011	2012	2013
Club de Deportes Valle Escondido S.A.	0,03%	0,03%	0,03%
Sociedad de Deportes Palestina S.A.	98,44%	3,56%	2,58%
Azul Azul S.A.	8,34%	72,51%	66,18%
Cruzados S.A.D.P.	57,47%	13,97%	16,19%
Unión El Golf S.A.	437,19%	67,79%	66,69%
Blanco y Negro S.A.	53,02%	59,82%	68,51%
Club Deportivo Palestino S.A.D.P.	-517%	1241%	-159%

1. El comportamiento de los actores es extremadamente heterogéneo, incluyendo el extraño caso de un endeudamiento mínimo (0,03%) y parejo. Dos casos de endeudamiento negativo en los tres años (Sociedad de Deportes Palestina S.A y Unión El Golf S.A.). Un caso de endeudamiento positivo, Blanco y Negro S.A.. Azul Azul S.A. y Club Deportivo Palestino S.A.D.P. tienen comportamientos similares.
2. Club de Deportes Valle Escondido S.A no tiene política de dividendos. En el caso Unión El Golf S.A., la sociedad presenta pérdidas por lo que no hay repartición de dividendos. En todas las otras situaciones, se reparte dividendo de acuerdo a la Ley 18.046.
3. El capital de las sociedades este se encuentra pagado, en algunos casos

el objetivo de administrar el capital es maximizar el valor de los accionistas y mantener la empresa en funcionamiento. En el caso de la Sociedad de Deportes Palestino S.A deja establecido que no tiene acciones en carteras.

4. Los actores Club de Deportes Valle Escondido S.A y Sociedad de Deportes Palestino S.A no se encuentran expuestos al riesgo de mercado. En el caso de Unión El Golf S.A. el riesgo comercial y crediticio es bajo ya que la sociedad efectúa transacciones principalmente con sus socios y clientes, los cuales son de gran tamaño y solvencia. Los demás casos están expuestos al riesgo de mercado por tasa de interés, tipo de cambios, etc.

### L. Sector Entretenimiento:

	2011	2012	2013
Casino Gran Los Angeles S.A.	579%	196%	898%
Enjoy S.A. y Filiales	295%	335%	321%
Casino de Juegos de Talca S.A.	2085%	483%	163%
Casino de Juegos del Pacifico S.A.	511%	516%	1332%
Dream S.A.	5%	80%	69%
Casinos de Juegos Punta Arenas S.A.	2959%	332%	356%
Casino de Juegos Valdivia S.A.	669%	1358%	7314%
Casino de Juegos Temuco S.A.	2015%	426%	433%
Casino de Juegos Coyhaique S.A.	2301%	385%	1322%
Casino Rinconada S.A.	121%	1439%	-1110%
Casino de Colchagua Sociedad Anónima	181%	42%	32%
Polla Chilena de Beneficiencia S.A.		206%	159%
Club Hípico de Concepción S.A.	23%	27%	26%
Club Hípico de Peñuelas S.A.	105%	-340%	-107%
Club Hípico de Punta Arenas S.A.	508%	0,42%	0,43%

1. Para efectos del análisis, se separa a los 15 actores en 3 subsectores: casinos, juegos de azar y clubes hípicos. Se recogió información de 11 casinos: En el caso de los casinos: Casino Gran Los Angeles S.A., Casinos de Juegos Punta Arenas S.A., Casino de Juegos Coyhaique S.A., Casino de Juegos Temuco S.A. experimentan una baja entre el primer y segundo año con pendientes similares y ahí aumenta su endeudamiento, con pendientes similares; en el caso de Enjoy S.A. y Filiales, Dream S.A, Casino Rinconada S.A. la situación es a la inversa, es decir, en el primer período suben y en el segundo bajan, las pendientes de subidas son similares lo que no pasa con las de bajada; en el caso de Casino

de Juegos de Talca S.A. y Casino de Colchagua Sociedad Anónima los dos períodos son de bajada, en el primer caso con pendiente más pronunciada; por último, en los casos Casino de Juegos del Pacífico S.A, Casino de Juegos Valdivia S.A. las pendientes siempre son de subidas y relativamente similares. En el caso sector Hípico la situación es muy heterogénea; Concepción mantiene un endeudamiento casi constante; Peñuelas pasa de una situación positiva a una negativa, muy abruptamente; Punta Arenas es casi excepcional, pues de una situación de un endeudamiento de 508% el primer año pasa a los años siguientes a estar entre el rango entre 0 y 1 (0,42% y 0,43%). Y Polla que en el segundo período disminuye.

2. En el caso de las sociedades Gran Los Ángeles S.A. y Juegos del Pacífico S.A. no registran reparto de dividendos por no tener utilidades. En el caso de Enjoy S.A. y filiales tienen una política de reparto del 100% de las utilidades del año anterior, estableciendo que para el año siguiente se provisione el 30% que corresponde al mínimo legal. Dream S.A. establece anualmente el porcentaje de reparto de dividendos. La Polla Chilena de Beneficencia S.A. tiene una política de reparto del 100% de las utilidades y las otras empresas de este sector tienen establecido repartir el mínimo legal que corresponde al 30%.
3. En relación al capital todas las sociedades coinciden en que son representadas por acciones ordinarias, y por los objetivos que establecen de administración. Respecto al riesgo de mercado, están expuestas a aquellas incertidumbres asociadas a variaciones en variables que afectan los activos y pasivos de la sociedad; además tienen otro riesgo que hace referencia al ingreso de nuevos actores al mercado de manera ilegal, en cuanto a las máquinas de juegos; con la puesta en marcha de la ley antitabaco, la afluencia de público a estos locales ha disminuido siendo considerado como un riesgo para éstas. En cuanto a las actividades realizadas por Polla Chilena de Beneficencia, existen factores de riesgo asociados a imagen, tecnología y administración de los activos financieros.

### **M. Sector Marítimo:**

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Iquique Terminal Internacional S.A.	251,97%	293,87%	270,91%
Antofagasta Terminal Internacional S.A.	3,13%	270,29%	340,96%
Empresa Portuaria Talcahuano San Vicente	67,41%	132,14%	89,93%
Empresa Portuaria Iquique	167,53%	66,23%	62,78%

San Vicente Terminal Internacional S.A.	3,37%	202,47%	170,38%
Empresa Portuaria Puerto Montt	205,88%	36,98%	35,51%
Talcahuano Terminal Portuario S.A.	6,80%	197,23%	82,10%
Muelles de Penco S.A.	74,52%	4,88%	7,83%
Empresa Portuaria Valparaíso	495,72%	60,97%	59,70%
Terminal Puerto Arica S.A.	18,84%	368,38%	270,57%
Empresa Portuaria Coquimbo		212,31%	212,51%
Terminal Puerto Coquimbo S.A.	221,15%	293,48%	179,34%

- 1- En este sector también se observan comportamientos diversos. La situación de pendiente de subida en el primer período y de bajada en el segundo es la predominante, y se da en los casos de Iquique, Talcahuano-San Vicente, San Vicente, Talcahuano, Arica y Terminal Coquimbo. La situación de pendientes de subida en ambos períodos se da en el caso de Antofagasta, mientras que en la situación inversa se presenta en Empresa Portuaria Iquique y Puerto Montt. Pendiente de bajada en el primer período y de subida en el siguiente, es lo que existe en Penco y Valparaíso con pendientes relativamente similares aunque números diferentes. Por último en el caso de la Empresa Portuaria Coquimbo es diferente al resto, pues no presenta datos para el primer año y en el segundo y tercero su endeudamiento se mantiene casi constante.
- 2- Las empresas portuarias de Iquique, Valparaíso y Coquimbo por ser estatales sus utilidades pueden ser traspasadas a rentas de la Nación y se rigen bajo los decretos establecidos por el Ministerio de Hacienda. Todas las empresas restantes tienen una política de reparto mínimo de dividendos que por Ley es el 30% de las utilidades líquidas.
- 3- Los capitales de estas empresas se encuentran totalmente pagado, en los casos de Terminal portuario Coquimbo y Talcahuano Terminal portuario S.A. establecen políticas para la administración del capital con el fin de maximizar la empresa y que se sostenga un buen nivel de solvencia.
- 4- En cuanto al riesgo de mercado Antofagasta Terminal Internacional S.A. los factores que pueden afectar de manera significativa puede ser la importante disminución en los mercados internacionales de la demanda de cobre y otros minerales de exportación por distintos factores, el aumento en los niveles de inventario que impliquen una disminución en las ventas y la posibilidad de productos sustitutos al cobre. Terminal Puerto Arica se encuentra expuesta a los riesgos de crecimiento que tengan los países a quien presta sus servicios tanto a exportadores como importadores. Las demás empresas se enfrentan al riesgo de mercado en

cuanto a la tasa de interés, tipo de cambio, etc.

## N. Sector Fondos:

	2011	2012	2013
Scotia Administradora General de Fondos Chile S.A.	33%	20,40%	79,90%
Cruz del Sur Administradora General de Fondos S.A.	130%	109,80%	79,20%
Administradora General de Fondos Sura S.A.	492%	816%	131%
Nevasa HMC S.A. Administradora General de Fondos	10%	11,72%	11,95%
Administradora Fondos para Vivienda Intercajas S.A.		4,90%	1,31%
Administradora General de Fondos Security S.A.	10,54%	7,55%	7,25%
Banco Estado S.A. Administradora General de Fondos	28,17%	69,50%	71,19%
EUROAMERICA Administradora Gral de Fondos S.A.	41,49%	31,34%	40,29%
Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.	16,46%	113,85%	53,74%
Ecus Administradora General de Fondos S.A.	18,61%	23,99%	29,94%
Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A.	6,17%	21,16%	20,32%
Administradora Zeus Capital S.A.	32,79%	32,03%	52,49%
Administradora de Fondos de Pensiones Modelo S.A.	20,77%	26,61%	38,46%
Administradora Fondos de Pensiones Planvital S.A.	28,08%	26,90%	34,19%
Administradora de Fondos de Pensiones Provida S.A.	384,38%	29,33%	54,40%

1. En este sector, nuevamente se encuentran comportamientos diversos. La situación de pendiente positiva, para los 3 años, se presenta en Nevasa HMC S.A. Administradora General de Fondos, Banco Estado S.A. Administradora General de Fondos, Ecus Administradora General de Fondos S.A. y Administradora Zeus Capital S.A.; pendiente negativa, en Cruz del Sur Administradora General de Fondos S.A., Administradora Fondos para Vivienda Intercajas S.A. y Administradora General de Fondos Security S.A.; negativa en el primer período y positiva en el segundo, en Scotia Administradora General de Fondos Chile S.A., EUROAMERICA Administradora Gral de Fondos S.A., Administradora de Fondos de Pensiones Habitat S.A., Administradora de Fondos de Pensiones Modelo S.A. y Administradora Fondos de Pensiones Planvital S.A.; positiva en el primer período y negativa en el segundo, en Administradora General de Fondos Sura S.A y Administradora de Fondos de Pensiones Cuprum S.A.
2. El actor 5 en relación a su política de dividendo establece que anualmente la junta Ordinaria de Accionistas decidirá repartir o no las utilidades. En el actor 4, se ha establecido el no reparto de dividendos. En el caso 3, presenta pérdidas acumuladas es por esto que no está obligada a la constitución de provisión de dividendos. Todos los demás casos tienen un reparto mínimo legal de dividendos.

3. En cuanto al capital en sus notas a los EEFF establecen que se encuentra pagado y suscrito, teniendo como objetivo de administración de capital salvaguardar la capacidad de la empresa para seguir en funcionamiento y mantener un nivel adecuado de capitalización, que le permita asegurar y cubrir en todo momento el capital mínimo requerido.
4. Ecus Administradora establece que su riesgo de mercado es casi nulo, Zeus Capital no está afecta al tipo de cambio dado que contabiliza en moneda nacional. Nevasa tiene un riesgo de mercado acotado por el tipo de operación que realiza (adm. de fondos de terceros), Sura tiene un riesgo de mercado poco significativo en sus transacciones. Scotia sus operaciones no se ven afectados por este riesgo, por último todas las demás sociedades están afecta al riesgo de mercado.

### O. Sector Inmobiliaria:

	2011	2012	2013
Paz Corp S.A.	116,78%	171,60%	176,31%
Infodema S.A.	-651,80%	68,20%	74,24%
Inmobiliaria Club de Campo S.A.		-440,58%	107%
Inmobiliaria Frontera Country Club S.A.	36,52%	49,36%	82,56%
Inmobiliaria central de Estacionamiento Agustinas S.A		30,93%	41,46%
Inmobiliaria Deportiva Santa Rosa de Huechuraba S.A.	15,17%	3,36%	4,11%
Inmobiliaria Yugoslava S.A.	0,43%	18,30%	19,85%
Inmobiliaria de Deportes la Dehesa S.A.	19,53%	0,46%	3,49%
Inmobiliaria Prohogar S.A.	120,46%	18,31%	22,31%
Inmobiliaria Manquehue S.A.		98,49%	100,30%
Inmobiliaria Sixterra S.A.	0,007%	3,07%	4,56%
Inmobiliaria Árabe S.A.	6,78%	0,008%	0,008%
Inmobiliaria Mapsa S.A.	1,30%	5,87%	6,14%
Inmobiliaria Estadio Colo Colo S.A.	6,78%	1,98%	0,41%
Inmobiliaria Santiago Wanderers S.A.	-496,03%	5,32%	5,88%

1. En este sector, nuevamente se presentan comportamientos diversos. La situación de pendiente positiva, para los 3 años, se presenta en Paz Corp S.A, Infodema S.A., Inmobiliaria Club de Campo S.A., Inmobiliaria Frontera Country Club S.A., Inmobiliaria Central de Estacionamiento Agustinas S.A, Inmobiliaria Yugoslava S.A, Inmobiliaria Manquehue S.A., Inmobiliaria Sixterra S.A., Inmobiliaria Mapsa S.A.y Inmobiliaria Santiago Wanderers S.A., siendo claramente la conducta mayoritaria; pendiente negativa y luego positiva, es el caso de Inmobiliaria Deportiva Santa

Rosa de Huechuraba S.A., Inmobiliaria de Deportes la Dehesa S.A. e Inmobiliaria Prohogar S.A.; pendiente negativa es el caso de Inmobiliaria Estadio Colo Colo S.A.; y, por último, está Inmobiliaria Árabe S.A., en que primero hay pendiente y –luego- pendiente cero.

2. Inmobiliaria Club de Campo S.A. estableció el reparto del 100% de las utilidades liquidas, Inmobiliaria Deportiva Santa Rosa de Huechuraba S.A. no genera ingresos por lo que no paga dividendos. Inmobiliaria Yugoslava S.A. no ha acordado repartir dividendos. Todos los demás casos establecen el reparto mínimo legal.
3. El capital de las sociedades se encuentra suscrito y pagado.
4. Paz Corp S.A. se enfrenta a la incertidumbre en los mercados financieros puede afectar nuestra liquidez y la capacidad de conseguir financiamientos para la compra de terrenos y el desarrollo de nuevos proyectos, Colo Colo se ve afectado por las fluctuaciones a las que están sus activos y pasivos. Manquehue es altamente sensible a los ciclos económicos y todas las demás sociedades no están expuestas al riesgo de mercado.

**P. Sector Fondos de Inversión:**

	2011	2012	2013
Penta las Américas Admin de Fondos de Inversión	58,40%	87%	112,10%
Econsult Administradora General de Fondos S.A.	3,88%	6,06%	2,58%
Moneda S.A. Admin de Fondos de Inversión	79,79%	107,15%	53,75%
Chiletech S.A. Admin de Fondos de Inversión	106,79%	91,24%	0,58%
Toesca S.A. Admin de Fondos de Inversión	47,21%	36,05%	45,33%
Cimenta Admini de Fondos de Inversión S.A.	33,40%	15,20%	14,29%
BCI Asset Management Admin Gral de Fondos S.A.	30,88%	10,87%	26,20%
Banchile Administradora General de Fondos S.A.	6,19%	12,60%	12,76%
BTG Pactual Chile S.A. Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero	17,24%	48,19%	9,64%
Santander Asset Management S.A. Admin. Gral. de Fondos	7,20%	7,67%	39,81%
Principal Administradora General de Fondos S.A.	206%	282%	300%
Itaú Chile Administradora General de Fondos S.A.	4,05%	5,42%	9,03%
Corpbanca Administradora General de Fondos S.A.	66,60%	32,25%	172,49%
Compass Group Chile S.A. Administradora General de Fondos	20,27%	24,57%	24,23%
Aurus S.A. Administradora de Fondos de Inversión	31,61%	40,80%	30%

1. En este sector, como en los casos anteriores, también se presentan comportamientos diversos. Presentan pendientes positivas: Penta las

Américas Admin. de Fondos de Inversión, Banchile Administradora General de Fondos S.A, Santander Asset Management S.A. Admin Gral de Fondos, Principal Administradora General de Fondos S.A, e Itaú Chile Administradora General de Fondos S.A.; negativa Chiletech S.A. Admin. de Fondos de Inversión y Cimenta Admini de Fondos de Inversión S.A.; positiva primero y luego negativa, los casos de Econsult Administradora General de Fondos S.A., Moneda S.A. Admin de Fondos de Inversión, BTG Pactual Chile S.A. Administradora de Fondos de Inversión de Capital Extranjero, Compass Group Chile S.A. Administradora General de Fondos y Aurus S.A.; Administradora de Fondos de Inversión; por último, en los casos de Toesca S.A. Admin de Fondos de Inversión, BCI Asset Management Admin Gral de Fondos S.A, y Corpbanca Administradora General de Fondos S.A., la pendiente es negativa primero y luego positiva. Predomina la pendiente positiva.

2. Santander Asset no registra provisión de dividendo mínimo, Bci Asset no constituye provisión de dividendos. Itau no distribuye dividendos, Principal General de Fondos registra pérdidas acumuladas, no distribuyendo dividendos. Las demás tienen como política el reparto mínimo legal de dividendos que es equivalente al 30%.
3. Banchile se basa fundamentalmente en la obtención de una rentabilidad mínima definida anualmente por el Directorio de la sociedad, cumpliendo en todo momento con las exigencias contenidas en el Artículo 225 de la Ley 18.045 (capital pagado no inferior a UF 10.000), al igual que Moneda S.A. tiene como administración de capital mantener un patrimonio que no sea inferior a 10.000 UF. Las demás sociedades establecen como objetivo salvaguardar la capacidad de funcionamiento y un nivel adecuado de financiamiento para poder responder a sus obligaciones tanto de corto como de largo plazo.
4. El capital tiene un riesgo de mercado acotado, Econsult no mantiene riesgo de mercado ni financiero. Las demás Sociedades están expuesta al riesgo de mercado, ya sea en el tipo de cambio, tasa de interés, etc.

**Q. Sector Telecomunicaciones:**

	2011	2012	2013
Transam comunicaciones S.A.	8,12%	-465,96%	-446,03%
Micarrier telecomunicaciones S.A.	156,56%	8,70%	15,17%
Entel PCS telecomunicaciones S.A.	166,51%	153,84%	162,62%
Compañía Nacional Telefónica del sur S.A.	93,75%	172,80%	176,27%

Almendral telecomunicaciones S.A.	-107,65%	96,11%	132,89%
Comunicación Global Multicarrier S.A.	262,60%	-107,55%	-107,47%
Netline multicarrier S.A.	20,01%	219,90%	99,06%
Telefónica larga distancia S.A.	107,48%	28,96%	31,37%
Telefónica Chile S.A.	106,97%	155,69%	132,74%
Telefónica Móviles Chile S.A.		107,53%	117,04%
Claro 110 S.A.	76,58%	459,31%	591,66%
CTR Chile Networks S.A.	342,05%	119,38%	187,04%
New wave Communications S.A.	44,40%	547,00%	570,96%
Telecomunicaciones Internacionales S.A.		-453,89%	-1217,88%
Claro Infraestructura 171 S.A.	98,80%	-1158,82%	-2349,57%

1. Acá la situación es la siguiente: pendiente positiva para los casos de Almendral telecomunicaciones S.A., Comunicación Global Multicarrier S.A., Telefónica Móviles Chile S.A, Claro 110 S.A. y New Wave Communications S.A; negativa para Telecomunicaciones Internacionales S.A y Claro Infraestructura 171 S.A.; negativa y positiva: Transam comunicaciones S.A., Micarrier telecomunicaciones S.A., Entel PCS Telecomunicaciones S.A, Compañía Nacional Telefónica del sur S.A., Telefónica larga distancia S.A. y CTR Chile Networks S.A.; positiva y negativa: Netline multicarrier S.A y Telefónica Chile S.A.. predomina la pendiente positiva.
2. Comunicación global multicarrier tiene resultados acumulados negativos por lo que no entrega reparto de dividendos, CTR Chile tiene política legal si obtiene resultados positivos, en el caso de resultados negativos no reparte dividendos y Telecomunicaciones Internacionales tiene una política de reparto de dividendos del 50%. Todas las demás empresas reparten el mínimo legal establecido por ley.
3. El capital en Comunicación Global Multicarrier es por derecho de participación, Fibersat por ser una S.A.C. está sujeta de forma voluntaria a las normas de las S.A.A, sus acciones no se transan en la bolsa. Las demás empresas tienen su capital pagado y políticas de administración de capital establecidas.
4. Comunicación Global Multicarrier no se enfrenta a riesgo de mercado al no encontrarse en operación, Telecomunicaciones Internacionales nada dice respecto al riesgo de mercado. Las demás empresas se enfrentan a un alto nivel de desarrollo y alto nivel de competitividad, siendo necesario para mantenerse a la vanguardia tecnológica un alto nivel de inversiones, además del tipo de cambio, tasa de interés, etc.

**R. Sector Inversión:**

	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Inversiones CMPC S.A.	53,70%	101,79%	106,22%
Inversiones Siemel S.A.	19,09%	60,22%	57,72%
Inversiones Unión Española S.A.	15,38%	25,56%	25,43%
Inversiones Covadonga S.A.	13,68%	22,09%	22,56%
Inversiones Unespa S.A.	19,81%	19,29%	19,56%
Inversiones Tricahue S.A.	123,77%	21,32%	21,95%
Inversiones Eléctricas del Sur S.A.	85,56%	141,30%	140,62%
Inversiones y Rentas S.A.	0,99%	81,80%	66,92%
Marítima de Inversiones S.A.	1%	0,03%	0,04%
Navarino S.A.	0,93%	0,14%	0,07%
Quemchi S.A.	242,62%	0,03%	0,10%
Potasios de Chile S.A.	217,96%	194,37%	206,78%
Banmedica S.A.	49,29%	229,51%	251,92%
Sociedad Inversiones Pampa Calichera S.A.	381,90%	51,25%	47,51%
Nitratos de Chile S.A.	67,24%	298,61%	320,89%
Sociedad de Inversiones Oro Blanco S.A.	107,63%	68,43%	63,74%
Norte Grande	70,78%	106,50%	99,53%
Sociedad Punta del Cobre S.A.	74,21%	62,59%	47%
Inversiones la Construcción S.A.	123,77%	81,63%	638,08%
Inversiones Eléctricas del Sur S.A.	49,50%	141,30%	140,62%

1. El análisis en este sector, señala que: hay pendiente positiva para Inversiones CMPC S.A., Inversiones Covadonga S.A., Banmedica S.A. y Nitratos de Chile S.A.; pendiente negativa para Navarino S.A., Sociedad Inversiones Pampa Calichera S.A., Sociedad de Inversiones Oro Blanco S.A. y Sociedad Punta del Cobre S.A.; positiva y negativa en los casos de Inversiones Siemel S.A., Inversiones Unión Española S.A., Inversiones Eléctricas del Sur S.A., Inversiones y Rentas S.A., Norte Grande e Inversiones Eléctricas del Sur S.A.; negativa y positiva para Inversiones Unespa S.A., Inversiones Tricahue S.A., Marítima de Inversiones S.A., Quemchi S.A., Potasios de Chile S.A. e Inversiones la Construcción S.A..
2. Inversiones CMPC establece retener el 100% de las utilidades para invertir esos fondos a los diversos proyectos que mantienen, Inversión Unión Española, Covadonga y Unespa establecen dividendos provisorios con un valor ya asignado. Las demás tienen un reparto mínimo legal de dividendos que asciende al 30% de las utilidades liquidas.
3. El capital se encuentra pagado y con objetivos establecidos en cuanto a la administración de capital.

4. Banmedica en cuanto al riesgo, se relaciona a que el aumento en el desempleo podría afectar a las remuneraciones del sector, Marítima de Inversiones, Navarino y Quemchi debido al carácter del negocio, han mantenido un nivel de caja que permite, tanto cumplir con sus obligaciones operacionales, financieras y de inversión. Las demás se enfrentan al riesgo de mercado en cuanto al tipo de cambio, tasa de interés, precios de productos, etc.

### S. Sector Servicios:

	2011	2012	2013
Servicio Transporte Personas Santiago S.A.		373,49%	356,31%
Express de Santiago Uno S.A.		2456,68%	-6312,30%
Sembcorp Aguas Lampa S.A.		189,75%	901,80%
Sembcorp Aguas Chacabuco S.A.		54,09%	57,79%
EPG Partners S.A.		226,75%	16,66%
ColbunTransmision S.A.	86,47%	21,76%	22,83%
Empresa Transporte de Pasajeros Metro S.A.	90,03%	78,33%	72,10%
Tratacal S.A.	214%	184%	158%
Sembcorp Aguas Santiago S.A.	301,75%	509,87%	1080,98%
Redbus Urbano S.A.	911,04%	352,62%	288,68%
Sembcorp-Aguas del Norte S.A.	64,16%	-1566,03%	-1375,82%
Esval S.A.	19,85%	97,77%	97,78%
Aguas de Antofagasta S.A.	96,77%	23,11%	20,48%
Sociedad Eléctrica Santiago S.A.	84,71%	47,22%	38%
Metrogas S.A.	4,87%	69,42%	64,69%
Explotaciones Sanitarias S.A.	62,31%	5,93%	4,42%
Colbun S.A.	130,44%	70,90%	70,56%
ColbunTransmision S.A.	86,47%	21,76%	22,83%
Sonda S.A.	12,14%	74,03%	56,49%
Aguas Santiago Poniente S.A.	173,04%	9,48%	11,17%
Empresa Eléct Melipilla, Colchagua y Maule S.A.	16,62%	182,77%	192,05%
Empresa Eléctrica de Talca S.A.	91,46%	16,47%	22,30%
Empresa Eléctrica de Iquique S.A.	138,39%	90,74%	79,88%
Empresa Eléctrica Atacama S.A.	749,39%	146,30%	160,34%

Dado el volumen de empresas y la información que se posee de ellas, se dividirá, para efectos del análisis, en dos partes: una primera, con las empresas que sólo muestran datos para 2012 y 2013; la segunda, con todas las otras.

1. Para la primera parte se tiene a Sembcorp Aguas Lampa S.A. y Sembcorp Aguas Chacabuco S.A. con pendiente positiva y a Servicio Transporte

Personas Santiago S.A., Express de Santiago Uno S.A. y EPG Partners S.A, con pendiente negativa. En el segundo grupo, la situación es la siguiente: la pendiente positiva se da en Sembcorp Aguas Santiago S.A., Redbus Urbano S.A. y Sonda S.A.; negativa en los casos de Empresa Transporte de Pasajeros Metro S.A., Tratacal S.A., Sembcorp-Aguas del Norte S.A., Esval S.A., Sociedad Eléctrica Santiago S.A., Metrogas S.A. y Empresa Eléct Melipilla, Colchagua y Maule S.A; negativa y positiva en los casos de ColbunTransmision S.A., Explotaciones Sanitarias S.A., ColbunTransmision S.A., Aguas Santiago Poniente S.A. y Empresa Eléctrica de Talca S.A.; positiva y negativa en las restantes: Aguas de Antofagasta S.A., Colbun S.A. y Sonda S.A..

2. Sembcorp Aguas Santiago, Lampas, Chacabuco tienen como política no distribuir dividendos, Explotaciones Sanitarias distribuyen los dividendos según se acuerde en la Junta Ordinaria de Accionistas y Sonda tiene un política del 50% de distribución de dividendos. Las demás se rigen de acuerdo a las Ley 18.046.
3. Todas se encuentran con su capital pagado y con objetivos establecidos de administración de capital para salvaguardar la capacidad de la empresa.
4. Explotaciones Sanitarias ejerce una actividad de carácter monopolio, las demás empresas se enfrentan al riesgo de mercado como tasas de interés, tipo de cambio, cambios en el marco regulatorio, que la contraparte no cumplan con las obligaciones y la demanda que se produzca en las operaciones que se realizan.

## T. Sector Otros:

	2011	2012	2013
Transa Securitizadora	749,39	675,59	677,10
I.M. Trust S.A. Securitizadora	1,97	3	4,08
Securitizadora Sudamericana S.A.	1,01	2,84	1,85
Sociedad de Canalistas la Foresta de Apoquindo S.A.	29,77	28,91	32,09
Agencias Universales S.A.	169,75	158,42	170,80

1. Transa Securitizadora, Sociedad de Canalistas la Foresta de Apoquindo S.A. y Agencias Universales S.A. entre el primer y segundo año se produce una disminución lo que luego se transforma en una alza; I.M. Trust S.A. Securitizadora tiene una pendiente positiva en los tres años y Securitizadora Sudamericana S.A. entre los años 2011 y 2012 hay una pendiente positiva, luego una disminución en los años que siguen.

2. Transa no ha efectuado distribución de dividendos, I.M Trust distribuirá anualmente a sus accionistas los dividendos que en cada oportunidad acuerde la junta de accionista respectiva y Securitizadora los accionistas no han acordado distribuir dividendos. Las otras 2 empresas reparten el mínimo legal de dividendos que establece la Ley.
3. Las empresas se encuentran con su capital pagado.
4. Transa, Securitizadora y Sociedad de Canalistas no se ven expuestos al riesgo de mercado, en cuanto a I.M Trust y Agencias Universales se enfrentan al riesgo de mercado por el tipo de operación que realizan teniendo gestión del riesgo.

### **Discusión de resultados**

En el caso de Salud, se ve que la tendencia es de crecimiento anual, para los casos analizados. Para el reparto de dividendos, como reparten el mínimo legal, se puede presumir que el excedente se reinvierte en ellas.

En el caso del sector bancario en relación al endeudamiento no se puede establecer un patrón debido a que son muy diferentes entre ellos. En todos los casos se reparte el dividendo mínimo legal, de lo que se podría inferir que el excedente se reinvierte en ellas.

En el caso de los seguros y de explotación aeroportuaria no se puede establecer un patrón debido a que las empresas analizadas se comportan de diferentes maneras. En todos los casos se reparte el dividendo mínimo legal, de lo que se podría inferir que el excedente se reinvierte internamente.

En el caso de la minería, el endeudamiento se comporta de manera distinta para los 3 actores, por lo que no se puede establecer un rango ideal. En cuanto a los dividendos, las 3 empresas tienen políticas diferentes, donde una de ellas incluso traspasa todos los excedentes a fondos del estado, por ser precisamente una empresa estatal.

En el caso de las forestales, el 50% de las empresas analizadas se comportan de igual manera con un crecimiento en los tres años y en el otro 50% se produce un aumento en los años 1y 2 y una disminución en los siguientes años. Al igual que los dividendos un 50% establece el mínimo legal y el otro 50% establece el reparto del 40% de las utilidades, infiriendo que el excedente se reinvierte dentro de las empresas.

En el caso de educación, el endeudamiento se comporta de manera diferente en las 3 empresas analizadas por lo que no se puede establecer un patrón. En cuanto al reparto de dividendos una de ellas es sin fines de lucro por lo que no hay reparto, en cambio las dos restantes reparten el 30% de las utilidades, por lo que se infiere que el excedente se reinvierte dentro de ellas, en todos los casos.

En el sector tecnología, solamente hay una empresa en estudio y su comportamiento es aparentemente disperso. Al no establecer una política de dividendo se infiere que tiene el reparto mínimo legal que corresponde al 30% y que lo restante se reinvierte.

En el sector financiero, no se puede establecer un patrón entre las empresas en estudio dado que tienen comportamientos diferentes. En relación a los dividendos, una de ellas estableció no repartir dividendos, el restante reparte el mínimo legal, por lo que se puede inferir que el excedente se reinvierte, en todos los casos.

En el sector bolsa de producto, solo hay una empresa en estudio y su comportamiento disminuye. No ha obtenido utilidades por lo tanto no tiene reparto de dividendos.

En el sector deportes, no se establece un patrón dado que tienen todos los actores comportamientos distintos. En cuanto a la política de dividendos, una de ellas no reparte dividendos, otra obtiene perdidas y las demás con reparto mínimo legal, por lo que se infiere que el excedente excepto la que obtuvo resultados negativos se reinvierten dentro de ellas.

En el sector de entretenimiento, las empresas se subdividen en dos grandes grupos, juegos de azar y clubes hípicas, y en ninguno de ellos se establecen patrones a causa de sus diferentes comportamientos. Sucede lo mismo en los dividendos, en el grupo de casinos hay empresas que no tienen reparto por no obtener utilidades, habiendo otras que reparten el 100% de las utilidades estableciendo que al año siguiente sea el mínimo, Polla Chilena también establece el 100% de reparto de utilidades. En el grupo de club hípico se reparte el 30%, de lo que se infiere que el excedente de las utilidades son reinvertidas dentro de la empresa.

En el sector marítimo, no se puede concluir que exista un patrón debido a las diversas situaciones de endeudamiento que se producen. En relación al dividendo se producen dos situaciones, la primera es que las utilidades de algunas empresas -por ser estatales- se traspasan a fondos generales de la nación; y la segunda, son empresas privadas que reparten el mínimo legal, de lo que se infiere que el excedente son reinvertidos.

En el sector de fondos, el inmobiliario y en el de inversión, no se establece un patrón debido a diferentes comportamientos de las empresas. En cuanto a los

dividendos, las políticas son variadas, algunas establecen anualmente repartir o no, otras no reparten dividendos, algunas obtuvieron pérdidas por lo que no están obligado a repartir, otras reparten el mínimo legal y las que obtienen excedentes se supone que las reinvierten.

En el sector telecomunicaciones, por los diferentes comportamientos que se pueden observar, tampoco se establece un patrón común. En cuanto a dividendos hay empresas con resultados negativos por lo que no reparten dividendos, una de ellas establece el 50% de reparto de utilidades y las demás el 30%. Infiriendo que el restante se reinvierte.

En el sector servicios, en relación al endeudamiento no existe un patrón por los diferentes comportamientos que se producen. En cuanto a las políticas de dividendos son distintas, señalando que algunas establecen no repartir dividendos, otra establece el reparto del 50% de las utilidades o el legal, otras distribuyen dividendos dependiendo de lo que se establezca en la junta ordinaria.

En el sector comercio, no existe análisis porque las empresas que lo conforman son de rubros muy distintos.

En el sector otros, el endeudamiento se comporta de manera diferente por lo que no se establece un patrón común. Todas las empresas de este sector tienen políticas de dividendos diferentes, una de ellas no ha distribuido dividendos, otra reparte según lo acordado en la junta ordinaria, otra no ha establecido repartir dividendos y las otras dos reparten el 30%, el excedente se infiere que son reinvertidas para el crecimiento interno.

En definitiva, es imposible definir un patrón de conducta con los datos recogidos de la SVS. Las tendencias heterogéneas en cuanto al endeudamiento se producen en casi todos los sectores analizados. El patrón de conducta parece ser la inexistencia de patrón en casi todos los sectores. Se producen 4 fenómenos, los cuales son aumento, disminución, aumento-disminución y disminución-aumento.

## CONCLUSIONES

Una vez analizadas las empresas bajo fiscalización de la SVS no se puede concluir sobre un mejor sector para invertir. Lo que es claro es que la decisión de las empresas es endeudarse, ya que entre las 3 alternativas, la primera prioridad la tiene endeudarse con fondos ajenos; a continuación le sigue la deuda con un mix: fondos ajenos y fondos propios; por último, la deuda con el capital propio.

Con respecto a la situación ideal de endeudamiento, el análisis de la información no permite una conclusión definitiva. El único sector que muestra una conducta homogénea es Salud.

La otra situación a considerar es la exposición al riesgo de mercado. Un ejemplo actual es lo que pasa con el sector inmobiliario, donde -en el último tiempo- son menos las personas que están invirtiendo en el rubro puesto que los valores son muy elevados. Hay un ambiente de incertidumbre a causa -principalmente- de la reforma tributaria recientemente aprobada.

El riesgo de mercado está involucrado en todos los sectores pero en diferentes grados debido al tipo de operación que realizan. Un ejemplo es el sector bancario, donde está expuesto al tipo de cambio, alzas o bajas de tasas de interés.

De acuerdo a las normas legales, cuando se estructura una empresa o sociedad, el capital declarado debe estar debidamente pagado. Que “el capital esté debidamente pagado” significa que está establecido en los estatutos, que está distribuido entre todos los accionistas quienes son los propietarios de la empresa y, por ende, los que aportan el capital. La diferencia entre capital y patrimonio, es que el primero es el aporte por parte de los accionistas para iniciar, mantener o acrecentar a la empresa; y el patrimonio son los bienes que esta tiene.

Respecto a los dividendos las empresas reparten el mínimo legal establecido que es el 30% de las utilidades netas.

La principal misión de la empresa es que cumpla con sus obligaciones, de corto y largo plazo, salvaguardando su capacidad de funcionamiento.

## BIBLIOGRAFÍA

- Brealey, R.; Myers, S. (1990) "Principios de Finanzas Corporativas." Mc Graw Hill. Madrid.
- Brigham, E.; Houston, J. (2008) "Fundamentos de Administración Financiera". McGraw-Hill Interamericana. España.
- Jara, M.; Sánchez, S. (2012) "Factores determinantes del endeudamiento bancario en la empresa no financiera chilena". El trimestre Económico. México.
- Philippatos, G.; Ramos, R. (1996), "Administración Financiera." Editorial Jurídica ConoSur. Santiago de Chile.
- Ross, S.; Westerfield, R.; Jaffe, J. (2000) "Finanzas Corporativas". Mc Graw Hill-Irwin. Madrid
- Schall, L.; Haley, C. (1993). "Administración Financiera." Mc Graw Hill. México DF.
- SVS (2014) Estados Financieros: [http://www.svs.cl/institucional/mercados/novedades\\_envio\\_sa\\_ifrs.php?mm\\_ifrs=12&aa\\_ifrs=2013](http://www.svs.cl/institucional/mercados/novedades_envio_sa_ifrs.php?mm_ifrs=12&aa_ifrs=2013)
- Valentín Azofra, V.; Saona, P; Vallelado, E. (2004) "Alternativas de financiación para inmobiliarias y constructoras en tiempos de crisis". Revista ABANTE. Santiago de Chile.
- Van Horne, J. (1997) "Administración Financiera." Prentice Hall. México.
- Van Horne, J.; Wachowicz, J. (2002) "Fundamentos de Administración Financiera". Pearson Education. México.