



Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas  
Escuela de Auditoría

**“Análisis de los efectos en la Rentabilidad como consecuencia de las  
decisiones tomadas por los grupos económicos respecto a qué sector  
empresarial invertir, períodos 2013-2015”**

Tesis para optar al Título de Contador Público Auditor y al Grado de Licenciado en  
Sistemas de Información Financiera y Control de Gestión

Tesista: Daniella Valencia Rojas

Profesor guía: Dra. Karime Chahuán Jiménez

Valparaíso, octubre 2017



***Agradecimientos a mi familia:***

***Manuel Rojas, Mirta Carriel, Marisol Rojas, Paulina Fischer y Alancito.***

***Por impulsarme siempre a querer ser mejor.***

## Tabla de Contenido

Resumen .....	6
Capítulo I: Marco Teórico.....	7
1.1. Antecedentes Generales .....	7
1.2. Función Financiera .....	7
1.2.1. Objetivo de la Función Financiera.....	7
1.2.2. Decisiones Financieras.....	11
1.3. Gobiernos Corporativos.....	15
1.3.1. Gobierno Corporativo en Chile .....	17
1.4. Rentabilidad.....	17
1.4.1. Rentabilidad de los Activos.....	18
1.4.2. Rentabilidad del capital.....	20
1.5. Análisis Financiero.....	21
1.5.1. Razones Financieras .....	25
1.5.2. Ratios de Rentabilidad.....	27
Capítulo II: Grupos Económicos .....	30
2.1. Grupos económicos en Chile .....	30
2.1.1. Grupo Angelini – AntarChile S.A.....	31
2.1.2. Grupo Luksic – Quiñenco S.A.....	32
2.1.3. Grupo Solari – Bethia .....	33
Capítulo III: Antecedentes de la investigación.....	35
3.1. Problema .....	35
3.2. Objetivos .....	36
3.3. Metodología de la Investigación.....	37
3.4. Resultados .....	40
3.5. Discusiones .....	55
3.6. Conclusiones: .....	57
Evidencias que sustentan la investigación .....	59
Anexo 1: Mapa Marco Teórico .....	62
Anexo 2: Recopilación de Datos: “Selección Objeto en Estudio” .....	63
A. Trabajo a realizar .....	63
B. Resultados de selección .....	64
C. Conclusión de la selección.....	65
Anexo 3: Recopilación de Datos: “Selección Grupos y Empresas” .....	66
A. Criterio 1: Selección Grupos Económicos .....	66

B. Criterio 2 y 3: Selección de holding y empresas .....	67
Anexo 4: Recopilación de Datos: “Distribución de inversión” .....	69
Anexo 5: Recopilación de Datos: “Rentabilidad Grupal” .....	71
Anexo 6: Recopilación de Datos: “Información por empresa” .....	73
A. Angelini – Empresas COPEC S.A. ....	73
B. Angelini – EPERVA S.A. ....	73
C. Quiñenco – CCU S.A. ....	74
D. Quiñenco – CSAV S.A. ....	74
E. Solari – LATAM S.A. ....	75
F. Solari – S.A.C.I. S.A. ....	75
Anexo 7: Recopilación de Datos: “Cálculos de ratios” .....	76
Anexo 8: Recopilación de Datos: “Comparación con la Industria” .....	77

## Resumen

El propósito de esta investigación es llevar a cabo un estudio de los niveles de rentabilidad que presentan las empresas pertenecientes a los grupos económicos en Chile como explicación del sector empresarial en el cual el grupo decidió invertir.

La presente investigación es de carácter cualitativo, con un alcance de comprensión donde el desarrollo metodológico se desarrollará mediante la recopilación de la información financiera entregada por las empresas a la Superintendencia de Valores y Seguros, analizando los niveles y las variaciones que arroja dicha rentabilidad y, la relación con el sector industrial para así determinar la incidencia de la administración financiera y del mercado.

Una vez analizadas las empresas en las cuales los grupos económicos concentran su inversión, es posible determinar que el holding que posee el mix de empresas con los mayores niveles de rentabilidad durante los tres períodos en estudio es Quiñenco del Grupo Luksic, principalmente impulsado por las altas rentabilidades presentadas por Compañía Cervecería Unidas S.A., la cual centra sus actividades en el sector económico de las bebidas y alimentos.

### Abstract

The purpose of this research is to carry out a study of the levels of profitability presented by companies belonging to economic groups in Chile as an explanation of the business sector in which the group decided to invest.

This research is of a qualitative nature, with a scope of understanding where the methodological development will be developed by means of the compilation of the financial information delivered by the companies to the Superintendence of securities and insurance, analyzing the levels and the variations that yields this profitability and, the relationship with the industrial sector in order to determine the incidence of the financial administration and the market.

Once analyzed the companies in which the economic groups concentrate their investment, it is possible to determine that the holding that owns the mix of companies with the highest levels of profitability during the three periods under study is Quiñenco of the Luksic group, mainly driven by the high returns presented by Compañía Cervecería Unidas S.A., which focuses its activities in the economic sector of beverages and food.

# Capítulo I: Marco Teórico

## 1.1. Antecedentes Generales

La presente investigación con el fin de lograr los objetivos propuestos, abarca el estudio de ciertas materias que ayudarán en el análisis de los efectos sufridos por la rentabilidad de las empresas pertenecientes a los grupos económicos según el sector económico al que pertenecen. Para esto, es preciso entender desde una perspectiva global que lo que buscan los propietarios de las empresas es principalmente el crecimiento de ellas, mediante la creación de valor. “El valor se representa por el precio en el mercado de las acciones comunes de la empresa, lo cual, a su vez, es una función de las decisiones sobre inversiones, financiamiento y dividendos de la organización.” (Van Horne, 1997, p. 3).

Los primeros emprendedores en Chile, hoy ya conocidos como los grandes grupos económicos, entendían ese concepto, y supieron mover las piezas de tal manera en los mercados que tomaron las decisiones financieras correctas, tornando así sus empresas en compañías rentables, que respondían a las expectativas de los accionistas.

Otra materia a estudiar es el entendimiento del concepto de rentabilidad y las direcciones que puede tomar, como rentabilidad de activos y de capital.

Por último, se hará un estudio de los ratios o razones financieras que sirven de herramienta para la toma de decisiones, centrándose esta investigación básicamente en los ratios de rentabilidad y sus aplicaciones.

## 1.2. Función Financiera

### 1.2.1. Objetivo de la Función Financiera

Los resultados de las decisiones tomadas en la empresa son el reflejo de la eficiencia de la gestión de la administración financiera en su búsqueda de un objetivo final, el cual es impulsado en un principio por las expectativas de aquellos que poseen la propiedad de esta, traspasando sus metas al administrador financiero para que este gestione y transforme los recursos en los resultados esperados.

Los autores Van Horne y Wachowicz (2002) creen que para que la administración financiera sea eficiente debe existir detrás una meta u objetivo a alcanzar, objetivos para los cuales el administrador financiero tomará distintas decisiones. Ambos autores postulan que la administración financiera se refiere a la adquisición, financiamiento y administración de activos, con algún propósito general en mente.

Entonces, la función de los administradores financieros en cuanto a toma de decisiones se puede dividir en tres áreas principales: Las decisiones de inversión, de financiamiento y de administración de los activos.

Cada una de estas decisiones está orientada al objetivo principal, agregar valor a la empresa.

Para los autores Brealey y Myers (1993) los problemas a los que se enfrentan los directores financieros son dos: Primero, ¿Cuánto debería invertir la empresa, y en que activos concretos debería hacerlo?; Segundo, ¿Cómo deberían conseguirse los fondos necesarios para tales inversiones?

Afirman que las respuestas para tales problemas se encuentran en las decisiones de inversión y en las decisiones de financiamiento respectivamente, siendo esta última aquella que consiste en la mezcla entre fondos ajenos (pasivos de corto y largo plazo) y fondos propios (patrimonio), no considerando como problema la decisión de administración de activos a diferencia de los dos primeros autores mencionados previamente.

De lo anterior es posible interpretar que, el administrador financiero está frente a una actividad dinámica, es decir, deberá estar constantemente tomando decisiones financieras y desarrollando actividades tales como, producción, personal, ventas, entre otras, moviendo estas piezas tal como una partida de ajedrez, con el propósito de acercar cada vez más la compañía a su objetivo.

De esta manera y basándose en lo revisado hasta ahora, se puede esquematizar al administrador financiero como un medio o conducto por el cual los dueños alcanzan sus objetivos, el cual mediante su conocimiento y experiencia crea estrategias que lleven no sólo a generar utilidades, sino que a aumentar el valor de la empresa en el mercado.

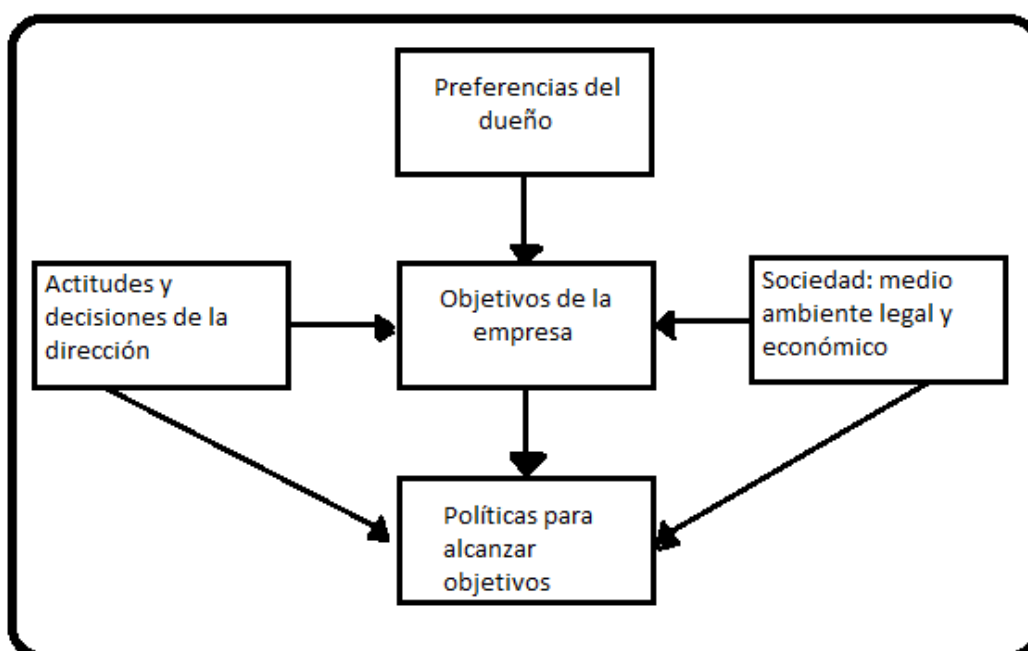
“Los objetivos de la empresa se basan principalmente en preferencias de los propietarios y en el medio ambiente legal y económico; sin embargo, los objetivos buscados por la empresa pueden ser afectados por las actitudes de la dirección. Las

políticas para lograr los objetivos se desarrollan por la dirección y están influidos por factores legales y económicos” (Lawrence y Charles, 1988, p. 9)

En base a la aseveración de estos último dos autores, el administrador financiero no solo debe considerar los ideales de los dueños, sino que además deberá tener presente todos aquellos factores externos que pudiesen influenciar en el logro de los objetivos.

A continuación, en la Figura N° 1 se muestra la formulación de objetivos y el entorno de factores que interactúan.

**Figura N° 1: “Factores influyentes en los objetivos de la empresa”.**



Fuente: (Schall y Haley, 1998, p. 3).

“El objetivo de una compañía debe ser crear valor para sus accionistas. El valor se representa por el precio en el mercado de las acciones comunes de la empresa, lo cual, a su vez, es una función de las decisiones sobre inversiones, financiamiento y dividendos de la organización. La idea es adquirir activos e invertir en nuevos productos y servicios, donde la rentabilidad esperada exceda su costo, financiarlos con aquellos instrumentos donde hay una ventaja específica, de impuestos o de otra manera, y emprender una política significativa de dividendos para los accionistas.” (Van Horne, 1997, p. 2)

En base a lo postulado, es posible identificar una relación entre el precio del mercado y la gestión de la administración la cual actúa por cuenta de los accionistas, quienes en caso de no estar conforme podrían vender sus acciones e invertir en otras compañías. Por otra parte, de existir una satisfacción por los resultados obtenidos es de esperar que esto genere mayor deseo de adquirir dichas acciones, por lo cual el valor de mercado de las mismas ascenderá.

Durante la búsqueda de la creación de valor, también los propietarios (accionistas) y los administradores financieros se ven enfrentados a situaciones que podrían diferir sus intereses. Ross, Westerfield y Jaffe (2009) postulan que esto puede ocurrir en el caso de existir una nueva inversión que trae consigo un gran riesgo y, a su vez se espera que tenga un efecto favorable en el valor de las acciones. Lógicamente los propietarios de la empresa querrán llevar a cabo dicho negocio (porque el valor de las acciones aumentará), mientras que los administradores podrían no desear lo mismo, porque existe la posibilidad que las cosas no resulten como se esperan y por no lograr la gestión pierdan sus empleos. Pero por otra parte si deciden no hacerlo, los accionistas podrían haber perdido una valiosa oportunidad.

Casos como el anterior es a lo que los autores denominan como “costo de agencia”, el cual hace referencia a los costos del conflicto de intereses entre los administradores y los accionistas.

Además, afirman que estos costos pueden ser indirectos o directos. Un costo de agencia indirecto consiste en una oportunidad perdida, como la descrita anteriormente. Los costos de agencias indirectos a su vez se presentan como, un gasto corporativo que beneficia a la administración pero que tiene un costo para los accionistas. El otro caso de costo de agencia directo es un gasto que surge de la necesidad de supervisar las acciones de los administradores, un ejemplo es el pago de auditorías externas para evaluar la exactitud de la información de los estados financieros.

Para Van Horne (1997) la administración financiera involucra la solución de las tres grandes decisiones. Juntas, determinan el valor de una empresa para sus accionistas. Con el fin de maximizar el valor de la compañía, el administrador financiero debe encontrar la combinación óptima entre las tres.

“Por ejemplo, la decisión para invertir en un nuevo proyecto de capital requiere del financiamiento de la inversión. A su vez, la decisión sobre el financiamiento influye sobre y es influida por la decisión sobre los dividendos, porque las utilidades retenidas

que se utilizan en el financiamiento interno representan dividendos cedidos por los accionistas” (Van Horne, 1997, p. 6).

Además, para el autor, el administrador financiero debe utilizar herramientas analíticas en el análisis, planeación y actividades de control de la empresa con el fin de tomar decisiones óptimas, destacando como herramienta necesaria para esto el análisis financiero.

### **1.2.2. Decisiones Financieras**

Una empresa busca subsistir y crecer conforme avanza el tiempo haciendo su mayor esfuerzo por satisfacer a todos los grupos de interés que se relacionen a ella. Dentro de estos grupos, la primera prioridad la tienen los propietarios, a quienes el equipo de dirección de la empresa dirige su mayor esfuerzo en lograr la máxima rentabilidad para aquellos que poseen el capital de la compañía, tomando decisiones que ayuden a crear valor.

Estas decisiones afectarán inevitablemente todas las áreas de la empresa, lo que para Carrasco (2006) tendrá un efecto en los Estados Financieros, siendo estos quienes muestran la estructura económica y financiera de las empresas después de haber tomado dichas decisiones.

En base a lo ya postulado por otros autores, la función financiera se basa en la adquisición, financiamiento y administración de los activos, con el fin de contribuir al objetivo global, maximizar el valor de la empresa.

A lo anterior se suma Ochoa (2001), quién entrega una visión más esquematizada afirmando que las finanzas se dividen en tres grandes áreas: a) inversiones, b) instituciones y mercados financieros y c) finanzas corporativas o administración financiera de las empresas.

Esta última, estudia a su vez tres aspectos:

1. La inversión en activos reales (inmuebles, equipo, inventarios, etcétera); la inversión en activos financieros (cuentas y documentos por cobrar); y las inversiones excedentes temporales de efectivo;
2. La obtención de los fondos necesarios para las inversiones en activos y,
3. Las decisiones relacionadas con la reinversión de las utilidades y el reparto de dividendos. Además, señala que la función principal del administrador financiero

consiste en asignar y administrar los recursos de una compañía y consigue fondos cuando la empresa los necesita.

Las decisiones que debe tomar el administrador financiero son tres:

- a) Decisiones de Inversión
- b) Decisiones de Financiamiento
- c) Decisiones de Dividendo.

Y al igual que otros autores previamente mencionados, señala que el responsable de las finanzas busca un sólo y gran objetivo principal, que es maximizar las riquezas de los accionistas.

#### **1.2.2.1. Decisiones de Inversión**

El administrador financiero es el responsable del tipo de activos y la composición de estos en el Balance de la empresa, es decir, cuáles y la cantidad de dinero que comprenden los activos corrientes y no corrientes. Una vez determinado esto, la siguiente preocupación del gerente financiero será mantener ciertos niveles óptimos para cada tipo de activo. Asimismo, deberá determinar qué activo fijo adquirir, conocer sus características y momento oportuno de su reemplazo o enajenación (Ochoa, 2001).

Esta tarea no es simple, ya que para determinar una estructura óptima de activos en una empresa se necesita de ciertos conocimientos del negocio, estudio de las operaciones pasadas y futuras de la empresa, además de tener presente los objetivos a largo plazo.

Para Ochoa (2001), este proceso corresponde a la decisión más importante de las tres que se pueden tomar, porque determina la cantidad total de activos que se necesita para mantener en la empresa, es decir, determinar la cantidad y el valor de los recursos con que la empresa funcionará, su composición y la estructura de estos activos.

La razón es contextualizada por Carrasco (2006) mediante un supuesto en el que lleva a pensar no en grandes proyectos de compañías, sino que desde lo básico con el dueño de una panadería de barrio la cual ya recibe un flujo constante de dinero por sus ventas diarias. Esta panadería no puede crecer más (al menos en este barrio) y su negocio no necesita de reinversión.

La primera pregunta es ¿qué hace con la utilidad si no desea gastarla en asuntos

personales?, y comienzan a aparecer opciones como invertirla en un depósito a plazo, acciones en la bolsa de comercio, en dólares, etc. Tal vez una opción sea instalar otra panadería en otro barrio, o comprar una ya existente. Lo que finalmente el autor quiere explicar con este caso es que de todas las opciones que se presentan, el administrador financiero debe escoger la mejor decisión utilizando su experiencia, conocimientos y herramientas que lo apoyen.

Es así como “la teoría financiera entrega herramientas cuantitativas (numéricas) y cualitativas (criterios) para evaluar los beneficios y costos de cada opción” (Carrasco, 2006, p. 30).

El objetivo principal con estas decisiones sigue siendo el de entregar el mayor valor posible a la compañía. Al igual que Ochoa (2001), Van Horne (1997) señala a las decisiones de inversión como la más importante a la hora de buscar la creación del valor. Una de las decisiones puede ser la relacionada con el capital, que consiste en la asignación del capital a las propuestas de inversión cuyos beneficios serán obtenidos en el futuro. Debido a que no es posible conocer los beneficios futuros con certeza, las proposiciones de inversión necesariamente involucran riesgo.

“Los administradores financieros tienen, además, la responsabilidad de decidir las condiciones de crédito bajo las cuales se deben efectuar las ventas a los clientes, el inventario que la empresa debe mantener, la cantidad de efectivo que se debe manejar en caja chica y en cuentas de cheques, y cuándo es conveniente adquirir acciones de otras empresas.” (Ochoa, 2001, p. 7).

#### **1.2.2.2. Decisiones de Financiamiento**

Esta decisión se puede observar en el pasivo y capital de la estructura del Balance.

El administrador especialista en finanzas debe definir una estrategia de obtención de recursos o financiamiento para la compañía y sus proyectos. Es aquí donde debe escoger la porción más apropiada en financiar con deuda o recursos ajenos (pasivos) y/o capital o recursos propios (acciones), a lo que los autores denominan como Estructura de Capital.

“Consecuente con el principio de maximización de beneficios para los dueños, el administrador de las finanzas buscará la estructura de capital menos costosa y más efectiva para la empresa.” (Carrasco, 2006, p. 27).

Lo anterior implica básicamente determinar la composición más adecuada de financiamiento de corto y largo plazo como por ejemplo adquirir créditos con las menores tasas de interés posibles, de manera que se logre recaudar el efectivo necesario para el emprendimiento de nuevos proyectos.

“Las decisiones de financiamiento implican estudiar la manera en que la empresa adquiere los recursos financieros necesarios para llevar a cabo las decisiones de inversión. Por ejemplo, una empresa puede recibir fondos al vender acciones de capital común o de capital preferente, solicitar financiamiento bancario, otros.” (Ochoa, 2001, p. 7).

Es de esta manera como el administrador financiero se ocupa en determinar la mejor mezcla financiera o estructura de capital, decidiendo cuál será la estructura y composición de las deudas de la empresa, vale decir, cuál será la mezcla más adecuada de financiamiento ante una situación de inversión.

A lo anterior se le agrega lo postulado por Van Horne y Wachowicz (2010), quienes explican que es aquí donde el director financiero se ocupa de los componentes del lado derecho del balance. No todas las empresas tienen una misma combinación de financiamiento, algunas compañías tienen deudas relativamente grandes mientras que otras se encuentran libres de endeudamiento.

Santandreu E. y Santandreu P. (2000) postulan que toda empresa es libre de diseñar su estructura financiera, donde generalmente esta política será determinada por la filosofía empresarial de los gestores, por condicionantes externos a la entidad, entre otros.

### **1.2.2.3. Decisiones de Dividendos**

La tercera decisión importante de la corporación es su política de dividendos.

Para Van Horne y Wachowicz (2010), la política de dividendos debe ser entendida como parte integral de la decisión financiera. Lo anterior es porque la razón de pago de dividendos es aquella que determina la cantidad de utilidades que puede retener la compañía, si esto ocurre significaría para los accionistas una menor cantidad de dinero disponible para el pago de los dividendos. Lo anterior lleva a concluir que, el valor de los dividendos pagados a los accionistas debe encontrarse en equilibrio con el costo de oportunidad de las utilidades retenidas como medio de financiamiento del capital.

“Las decisiones de dividendos implican elegir entre repartir utilidades a los accionistas o reinvertirlas en proyectos nuevos. La primera teoría al respecto, llamada Teoría Residual de Dividendos, establece que las utilidades generadas en un período de operaciones deben destinarse a proyectos cuya rentabilidad cumpla las expectativas de los accionistas para entonces, si aún hay utilidades disponibles, repartir los dividendos entre ellos. La segunda teoría conocida como Teoría de Signaling establece que los accionistas siempre esperan dividendos como una muestra de la buena marcha de la empresa; por lo tanto, las empresas deberían mantener una política estable de dividendos; para esta teoría, los dividendos constituyen una prioridad que no deben descuidarse.” (Ochoa, 2001, p. 8).

“Las decisiones que enfrenta el administrador financiero de la empresa parten de la integración que haga de la información que el sistema contable genere.” (Ochoa, 2001, p. 8). En este párrafo el autor hace referencia a los estados financieros básicos, pero también incluye otro tipo de informes contables de uso interno con los cuales pueda complementar su trabajo.

### **1.3. Gobiernos Corporativos**

En la actualidad se conocen numerosos casos de fraudes a nivel mundial. Problemas como conflicto de intereses, falta de transparencia, ocultación de información, uso de información privilegiada, entre otros son aquellos que han contribuido a que dichos fraudes ocurriesen, así lo plantea Tobón (2001) citado en Aspee (2012). Esto ha hecho que la comunidad internacional comprenda la importancia que tiene que las sociedades cotizadas sean gestionadas de manera adecuada y transparente.

La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), citado por García (2014) define al gobierno corporativo como el sistema por medio del cual una organización es dirigida y controlada. La estructura de gobierno corporativo especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes de la empresa, como el directorio, la gerencia, los accionistas y otros interesados (stakeholders) y detalla las reglas y procedimientos para la toma de decisiones sobre los temas corporativos. También provee la estructura a través de la cual se determinan los objetivos de la compañía y se asignan los objetivos perseguidos.

El hecho que la empresa cuente con un buen Gobierno Corporativo constituye la base para el funcionamiento de los mercados, ya que favorece la credibilidad, la estabilidad

y contribuye así a impulsar el crecimiento y la generación de riqueza, así lo postula Deloitte Auditores y Consultores Ltda. (2016).

Además, la firma sostiene que las normas del Gobierno Corporativo integran aspectos como:

1. La toma de decisiones relacionadas a la dirección estratégica general de la empresa y sus políticas corporativas: Inversiones, fusiones y adquisiciones, nombramiento de ejecutivos, otros;
2. Los mecanismos de control sobre el correcto desempeño de la dirección ejecutiva;
3. El cumplimiento normativo, es decir, el establecimiento de las políticas y procedimientos adecuados para garantizar que tanto la empresa como sus directivos, empleados y terceros cumplen con el marco normativo aplicable y;
4. Las relaciones entre los principales órganos de gobierno de la compañía, así como los derechos y deber de cada uno de ellos: consejo de administración, junta directiva y accionistas.

Además, postula que a medida que las empresas evolucionan, las operaciones se vuelven más complejas, se diversifican los negocios y aumentan los riesgos tanto en el ámbito legal como en el de la imagen pública por lo que, la mejor manera de asegurar el éxito y el crecimiento continuado está en la progresiva profesionalización no sólo de la gestión operativa, sino que también del gobierno corporativo. Lo anterior ayudará a restablecer la confianza de los inversores, atrae el talento y fomenta la imagen de marca, convirtiendo a la empresa en un negocio atractivo y, por lo tanto, más competitivo.

En virtud de lo señalado, se entiende como fundamental considerar la acción de los Gobiernos Corporativos a momento de evaluar el desempeño de una compañía, ya que se espera que éste contribuya a la creación sustentable de valor en un marco de transparencia, ética y responsabilidad empresarial, tanto para empresas públicas como privadas. El Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo (2016) considera que la eficacia en la gestión del Gobierno Corporativo es un factor crítico importante en el éxito de las organizaciones.

Continuando con lo anterior, y llevado a una dimensión mucho más micro, es posible presumir que, la función financiera se centra en uno de todos los participantes que el Gobierno Corporativo reconoce, estos son los administradores financieros y, además le entrega tres estructuras o vías para que éste combine y aplique de la manera más beneficiosa para la empresa. Es aquí en donde el criterio, el conocimiento y la experticia del administrador financiero entrarían en juego, ya que en un principio la

estructura dada por el Gobierno Corporativo le entrega las herramientas necesarias para cumplir la meta propuesta y este debe poner en práctica sus aptitudes para darle el mejor uso posible a esas herramientas y conseguir los mejores resultados. Este resultado u objetivo perseguido tanto por el Gobierno Corporativo como por la Función Financiera ha demostrado tener algo en común y es que ambos persiguen la creación o maximización de valor de la empresa.

### **1.3.1. Gobierno Corporativo en Chile**

Como ya se ha visto, un Gobierno Corporativo es un conjunto de normas y principios que busca regular las relaciones entre quienes participan en la empresa con el fin de proteger sus intereses. Lo anterior se debe a que entre los distintos participantes sus intereses pueden no ir en la misma dirección, por eso es necesaria una regulación que proteja los beneficios esperados por todos y mitigue los conflictos de intereses.

Es común que los grandes grupos económicos compren una cantidad determinada de valores negociables para alcanzar una participación que les permita obtener control sobre otras entidades.

“Generalmente, estos grupos controlan varias empresas a través de estructuras de propiedad piramidal y series accionarias con derechos preferentes de voto. Estos factores condicionan el gobierno corporativo de las empresas chilenas.” (Lefort, 2008, p. 3).

Esto lo explica argumentando que, en Chile, el mayor accionista de las empresas no financieras listadas en bolsa posee en promedio el 55% de las acciones, mientras que los cinco mayores accionistas suman el 80% del total de acciones. Estos altos niveles de concentración de propiedad implican claramente, que en las empresas chilenas el control corporativo es ejercido firmemente por los accionistas mayoritarios. Es por eso, que una de las principales preocupaciones en relación al gobierno corporativo en Chile, es la posible diferencia de intereses entre accionistas controladores y minoritarios. Es decir, entre los accionistas que simplemente aportan capital y los que además de hacerlo, ejercen el control (Lefort, 2008).

### **1.4. Rentabilidad**

El diccionario de la Real Academia Española (2001) define la rentabilidad como la cualidad de rentable o la capacidad de generar renta. Por lo tanto, se asocia a la

obtención de un beneficio, provecho, utilidad o ganancia a partir de una cierta inversión.

En la opinión de los autores Jiménez J. y Jiménez M. (1993), la rentabilidad no es más que la simple expresión porcentual de los rendimientos obtenidos sobre la inversión realizada.

Además, se suma una nueva característica entregada por Brigham y Houston (2005) quienes sostienen que la rentabilidad es el resultado de varias políticas y decisiones.

Lo anterior hace mención a los elementos que entregan los gobiernos corporativos y a las decisiones tomadas por los administradores financieros, como determinante en el resultado obtenido por la empresa en su búsqueda por el objetivo principal, la creación de valor.

“En el lenguaje del análisis financiero se entiende que cuando se requiere evaluar la rentabilidad en una empresa lo que se desea es evaluar la cifra de utilidades logradas en relación con la inversión que las originó.” (Ochoa, 2001, p. 280).

Entonces, es posible inferir que la rentabilidad refleja la ganancia que genera cada peso invertido. Supongamos que el ratio de una compañía es 25%: quiere decir que la empresa obtiene una ganancia de 25 pesos por cada 100 pesos que invierte.

#### **1.4.1. Rentabilidad de los Activos**

“Medir la rentabilidad de un negocio consiste en relacionar la cifra de utilidades logradas en un ejercicio con la de los activos utilizados para generarla. La medición de la rentabilidad se hace en término de estas dos cifras, porque desde que se crea un negocio el objetivo es, entre otros, generar riqueza para los accionistas, y los activos que una empresa posee constituyen el medio con el que se logrará este objetivo. Sin embargo, el simple hecho de tener activos no garantiza la generación de utilidades” (Ochoa, 2001, p. 280).

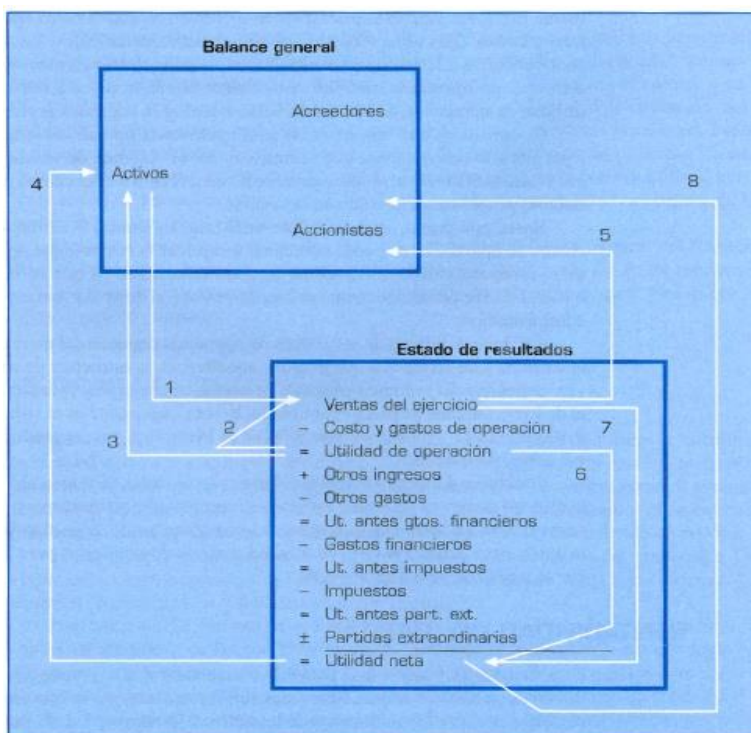
Cuando se crea un negocio y este comienza a estar en operación, tiende a lograr el objetivo de generar utilidades mediante las ventas. Las motivaciones que existen para comenzar en una determinada empresa o industria son fundamentadas en previos estudios de mercado, evaluación de proyectos, pronósticos de ventas, crecimientos en la actividad económica, entre otros. Es debido a esto que al estudiar la rentabilidad, se debe poner cuidado en las ventas (Ochoa, 2001).

De esta forma, el autor considera las ventas como el primer indicador de la posibilidad de generar utilidades. Plantea que es de esperar que las ventas de un ejercicio al siguiente sean en un nivel igual o mayor, pero no menor y también se espera que cuando exista un crecimiento en inversión de activos de un período a otro, paralelamente esto se vea reflejado en un incremento de las ventas, salvo que, el proyecto sea de arranque lento (Ochoa, 2001).

Por lo anterior podemos decir, que existe una relación directa entre la inversión en activos y las ventas logradas y que se debe tener presente como primer indicador de posibles utilidades la existencia de ventas.

En la siguiente figura queda ilustrada la relación entre ventas y activos, marcada con el número 1.

**Figura N° 3: “Indicadores de Rentabilidad de Activo y de Capital”**



Fuente: (Ochoa, 2001, p. 282).

Continuando con los indicadores de rentabilidad de activos postulados por Ochoa (2001), el segundo de ellos que interviene en la generación de utilidades, es la correcta venta de los bienes y servicios por parte de una empresa, lo que se logra con una adecuada relación entre precios y costos. El número 2 de la figura 3 muestra la relación que existe entre las ventas y cada uno de los reglones de estado de resultados hasta el nivel de utilidad antes de gastos financieros, es decir, la relación que hay entre utilidad de operación y ventas. Esto se debe a que la rentabilidad de los

activos de operación depende de las ventas y de los costos y gastos que se incurrieron para generarlas.

“La estructura de costos de operación de una empresa produce determinada mezcla de costos fijos y variables, según las decisiones tomadas al realizar la inversión en activos. Las empresas intensivas en mano de obra tienen costos variables altos y costos fijos relativamente bajos; las empresas intensivas en bienes de capital (activos fijos) tienen, por el contrario, costos fijos altos y costos variables relativamente bajos.” (Ochoa, 2001, p. 282).

Cuando las ventas y el efecto de la estructura de costos de operación han sido analizados, se puede comenzar a explicar la rentabilidad de los activos de operación, independientemente de cómo hayan sido financiados, ya que para determinar la utilidad de operación sólo se han enfrentado el costo de ventas y los gastos de venta y administración (Ochoa, 2001).

Reestructurando lo anterior, es posible decir que la rentabilidad de los activos de operación depende del nivel de ventas logrado por la empresa y de la relación que mantienen aquéllas con la estructura de costos. Por su parte las ventas dependerán del volumen y precio operados en el ejercicio. El número 3 de la figura 3 muestra la rentabilidad de los activos, que es producto de las relaciones número 1 y 2 mencionadas anteriormente.

Ya en el número 4, se muestra la rentabilidad del activo total, debido a que establece una relación entre la utilidad generada por todos los activos (operativos y no operativos) y la inversión total en activos.

#### **1.4.2. Rentabilidad del capital**

Para Ochoa (2001) uno de los indicadores para medir la rentabilidad del capital es el de las ventas logradas en el ejercicio. Las razones son las mismas mencionadas en la rentabilidad de los activos. El número 5 de la ilustración 3 muestra la relación entre la inversión de los accionistas y las ventas. Indica que esta relación se hace en realidad entre las ventas y los activos que han sido financiados con el capital de los accionistas y mientras mayor sea la relación, mayores serán las posibilidades de que el rendimiento de los accionistas se más alto.

“Además de las ventas es necesario considerar las utilidades que se generan para el accionista común. La cifra de utilidad neta es la que corresponde al accionista, ya que sólo hasta que han sido cubiertos tanto los costos y gastos de operación como los de

financiamiento se puede hablar de utilidades para el capital invertido por lo socios.” (Ochoa, 2001, p. 283).

Es posible observar que, así como la estructura de activos y los costos que se derivan de ellos son importantes para el rendimiento de los activos, la estructura de financiamiento y los costos que ésta produce lo son para el rendimiento del capital.

“Se considera que una empresa apalancada financieramente es aquella que tiene altos costos financieros provenientes de financiamientos; por lo tanto, al cambiar la utilidad de operación la utilidad neta variará en forma más proporcional en relación con el cambio porcentual ocurrido en la utilidad de operación.

La estructura de financiamiento se puede dividir en pasivos y capital. Los pasivos producen gastos por intereses que reducen la utilidad de la operación; de aquí que sea muy importante analizar la relación entre la utilidad neta y las ventas (número 7, figura 3), así como la relación entre la utilidad neta y la utilidad de operación (antes de los gastos financieros), indicada en el número 6, y que depende de la relación 2 antes mencionada. En resumen, la utilidad neta depende de tres aspectos: Ventas; Costos y Gastos de Operación, y Gastos Financieros. El número 8 muestra la relación entre la utilidad neta y la inversión de los accionistas, la cual, finalmente, mide la rentabilidad del capital de los accionistas y depende de las relaciones 5 y 6.” (Ochoa, 2001, p. 283).

### **1.5. Análisis Financiero**

“El análisis financiero es un proceso de selección, relación y evaluación de información financiera compuesto por diversas técnicas y herramientas contables cuyo objetivo es proporcionar sólidas bases de conocimiento para tomar decisiones en el mundo de los negocios” (Ochoa, 2001, p. 277).

De la misma manera, Jiménez (1999), sostiene que el análisis financiero consiste en un conjunto de técnicas o algoritmos (modelos matemáticos) que, aplicados sobre los estados financieros, permiten la interpretación de los mismos para definir la posición financiera de la empresa.

En base a ambos autores previamente mencionados, es posible entender al análisis financiero como el estudio de los datos contenidos en los Estados Financieros mediante técnicas que permiten la interpretación de los mismos, contribuyendo en la obtención de información útil para la toma de decisiones.

Cabe destacar que cuando se estudió con antelación la función financiera y su objetivo, fue posible observar que la planeación de las actividades a realizar a través de la toma de distintas decisiones era de suma importancia para lograr incrementar el valor de la empresa. Entonces, lo anterior permite entender al análisis financiero como un medio o herramienta utilizada por los administradores financieros para respaldar sus decisiones.

Por otra parte, Weston y Copeland (1995) sostienen que las metas que persigue el administrador financiero deben estar relacionadas con los aspectos de fortaleza y debilidad de la empresa, por lo que, al conocer los aspectos fuertes, el administrador debiera utilizarlos de tal manera que obtenga una ventaja significativa de ellos, mientras que al conocer las debilidades, debería buscar mitigarlas o reducirlas al tomar decisiones correctivas. Además, agregan que no basta con analizar el desempeño operativo, sino que el análisis financiero debe considerar las tendencias estratégicas y económicas que la empresa debe conocer para lograr el éxito a largo plazo.

Lo que hace que esta información obtenida sea valiosa es principalmente por la posibilidad que nos brinda de inferir situaciones futuras, a partir de datos históricos. “Las decisiones de un negocio, tales como comprar o vender, dar crédito o no, dependen de eventos futuros. Los estados financieros son registros de transacciones pasadas, y los usuarios externos los estudian como evidencia del funcionamiento de un negocio en el pasado, lo cual puede ser útil para predecir su comportamiento futuro.” (Ochoa, 2001, p. 279).

Es por esta razón que se debe destacar que el análisis de datos históricos es una práctica que tendrá relevancia sólo en la medida que señale una tendencia que se pueda proyectar hacia el futuro. Dado que el pasado no puede modificarse, el análisis de los datos históricos por sí mismo, no tiene mayor importancia.

Cabe agregar que los autores Brigham y Houston (2005) coinciden en que, si bien los estados financieros ofrecen información sobre la posición de la compañía en un determinado momento, su valor verdadero es el hecho de que pueden ayudar a predecir las ganancias y dividendos futuros. Desde el punto de vista del inversionista, predecir el futuro es la esencia del análisis de los estados financieros y aún más importantes, es considerado el punto de partida para planear las actividades que mejorarán el desempeño en el futuro.

“La principal y legítima fuente de información histórica a cerca del desempeño financiero de la empresa deriva de los estados financieros de la empresa, cuando estos son preparados y auditados por el equipo contable sobre una base regular, digamos cada trimestre y anualmente. Por lo tanto, nosotros típicamente escudriñamos estos estados financieros tratando de extraer tendencias emergentes que puedan caracterizar las expectativas hacia el futuro. Esta extrapolación del pasado hacia el presente y del presente hacia el futuro, cuando se combina en forma adecuada con información adicional acerca de los programas de inversión y las condiciones económicas futuras, puede ayudar al analista a identificar los medios que permitirán el financiamiento del crecimiento futuro.” (Phillipatos y Ramos, 1996, p. 54).

En base a las situaciones planteadas, los métodos y técnicas de análisis se utilizan para determinar y medir tanto las relaciones entre los estados financieros de un ejercicio, como los cambios que han tenido lugar en esas partidas a través del tiempo.

El tipo de análisis que se lleve a cabo dependerá de los intereses específicos de quién lo requiere. Van Horne (1997) postula esto bajo la lógica de que, los acreedores del negocio se interesan principalmente en la liquidez de la empresa debido a que sus derechos son de corto plazo, y mediante un análisis completo de su liquidez se busca determinar la capacidad que esta tiene para pagar; por otra parte, los derechos de los tenedores de bonos son de largo plazo, por lo que están más interesados en la capacidad de los flujos de la empresa para dar servicio a la deuda en el largo plazo. El tenedor de bonos evaluará esta capacidad analizando la estructura de capital de la empresa, las principales fuentes y usos de fondos, su rentabilidad a través del tiempo y las proyecciones de su rentabilidad futura.

En el caso de aquellos que invierten en las acciones comunes de una compañía, les interesan principalmente las utilidades presentes y futuras esperadas y la estabilidad en relación de las mismas. Como resultado, los inversionistas deberían concentrar sus análisis en la rentabilidad de la empresa. Podrían interesarse en la condición financiera de la entidad en la medida en que afecte la capacidad de la compañía para pagar dividendos y evitar la quiebra.

Por otra parte, la administración utiliza el análisis financiero con fines de control interno. Se ocupa en particular de la rentabilidad de la inversión en diversos activos de la compañía y en la eficacia con que son administrados.

De acuerdo con Van Horne y Wachowicz (2002) para evaluar la situación y el desempeño financiero de una empresa es necesario revisar las razones financieras, lo

que consiste en un índice, en el que los datos financieros se relacionan dividiendo una cifra entre la otra.

Posterior a la obtención de este resultado, pueden aplicarse dos métodos de análisis, los cuales pueden ser:

- Comparaciones Internas: Consiste en comparar una razón presente con razones pasadas y futuras para la misma empresa, de esta forma se puede hacer un análisis de la composición del cambio y establecer si la situación y el desempeño financiero de la empresa han mejorado o empeorado a lo largo del tiempo.
- Comparaciones Externas y fuentes de razones industriales: Consiste en confrontar las razones de una empresa con las de otras compañías parecidas o con promedios industriales en el mismo período, permitiendo así conocer la situación y el rendimiento financiero relativos de dicha empresa.

“La administración de una empresa es responsable de obtener la mayor riqueza posible para sus accionistas a partir de la inversión que estos mantienen en la empresa. Cuando se habla de crear mayor riqueza posible para los accionistas, se parte del supuesto de que esto se logra a partir de decisiones inteligentes, que tienen que ver con productos de calidad, empleados correctamente remunerados, pago de impuestos que se deriven de una buena planeación fiscal y procesos que no dañen el ambiente natural. Decisiones inteligentes también son aquellas que se toman con la mira puesta en el largo plazo, y no aquellas que pueden dar una buena imagen en el corto plazo pero que comprometen la situación financiera y los resultados de ejercicios futuros.

Al observar el funcionamiento pasado de la empresa y su situación presente, los analistas financieros desean resolver principalmente dos dudas:

1. ¿Cuál es la Rentabilidad de la Empresa?
2. ¿Está la compañía en buena condición financiera?” (Ochoa, 2001, p. 279).

“Al evaluar la condición financiera de una empresa, se analiza si ésta tiene capacidad de cumplir con los compromisos adquiridos para sus operaciones, ya sea con proveedores, acreedores, empleados o el fisco, a largo o a corto plazo. Cuando se analiza la situación financiera de la compañía en el corto plazo se habla de evaluar la liquidez; y cuando se habla de analizar la situación financiera en el largo plazo se habla de evaluar la solvencia.” (Ochoa, 2001, p. 285).

Por otra parte, Ochoa (2001) declara que el objetivo de los métodos y técnicas de análisis es el de simplificar los datos financieros para finalmente expresarlos en un lenguaje fácilmente comprensible.

Por último, “el analista, interno o externo, debe conocer a la perfección todos los estados financieros de la empresa que analiza, así como los aspectos no monetarios de la misma y las condiciones económicas generales que pueden afectarla.” (Ochoa, 2001, p. 277).

### **1.5.1. Razones Financieras**

Antes de profundizar en las razones financieras, cabe destacar que existen una serie de herramientas mediante las cuales se puede analizar los Estados Financieros. Sin embargo, y para fines de la presente investigación se centrará en una de ellas, conocida como análisis de ratios o razones financieras.

Dicha herramienta corresponde a un conjunto de relaciones que se crean a partir de cuentas del Balance, del Estado de Resultados o de ambos. “La información de los estados financieros es agrupada en clasificaciones e integrada en una serie de índices o razones que nos permiten comparar su comportamiento a través del tiempo dentro de la empresa que tenemos bajo estudio” (Philippatos y Ramos, 1996, p. 54).

Cabe recordar que, lo que hace útil a estos análisis es el hecho que sirvan para ser comparados y así poder crear una proyección a futuro que nos sirva de base para interpretar futuros eventos y fundamentar las decisiones que se tomen.

“Las razones financieras son las herramientas que se utilizan para evaluar la situación y el desempeño financieros de las empresas. Combinados, y a través del tiempo, estos datos proporcionan información valiosa sobre el estado de salud de una compañía: su situación financiera y su rentabilidad.” (Van Horne y Wachowicz, 2002, p. 131).

Ochoa (2001) añade que estas medidas aritméticas, establecen una relación entre dos o más partidas de los estados financieros. Lo importante es que se calculen a partir de datos que efectivamente estén relacionados entre sí.

Además, Jiménez (1999) señala que los ratios son coeficientes que proporcionan unidades de medidas a través de la relación de datos financieros entre sí.

Para ello, la comparación debe cumplir algunas condiciones básicas:

- Que los datos financieros a relacionar correspondan a un mismo momento en el tiempo
- Que exista una relación económica, financiera o administrativa entre los datos a comparar. Un ejemplo de componentes relacionados económicamente podría ser las ganancias sobre la inversión.
- Que las unidades de medida en que estén expresados ambos datos a relacionar sean consistentes entre sí.

Las razones que se emplean comúnmente con base en Van Horne y Wachowicz (2010) son de dos tipos. La primera se llama *Razones del balance general*, y se debe a que apuntan a la condición financiera de la empresa en un determinado momento, obteniendo el numerador y denominador de la razón financiera del balance general. La segunda se llama *Razones del estado de resultados* las que buscan revelar algún aspecto del desempeño de la compañía en un período determinado. Estas razones comparan un elemento de flujo del estado de resultado con otro elemento de flujo del mismo. O bien, pueden comparar un elemento de flujo del estado de resultado como numerador, con un elemento de las acciones del balance general en el denominador.

“El usuario de razones debe estar consciente de las limitaciones de éstas. El problema básico es que no hay un estándar absoluto para juzgar si las razones son demasiado altas o demasiado bajas. Entonces lo importante del análisis de razones financieras es que se puede proporcionar una guía vaga sobre la cual no se debe descansar exclusivamente para decidir” (Bodie y Merton, 2003, p. 82).

Con lo anterior, el autor se refiere a que el administrador financiero debe utilizar las razones financieras como una herramienta más de apoyo a sus decisiones y no como la única, ya que estas ayudan a formular preguntas, pero no a explicar situaciones detectadas. Dado lo anterior es que el análisis de ratios debe complementarse con otros estudios que den una explicación a las cifras observadas.

Con el fin de tener una visión general de los ratios o índices es que, “se pueden clasificar en cuatro grandes grupos, según el objetivo de la medición y los datos financieros que relacionan:

- Índices de liquidez
- Índices de endeudamiento o apalancamiento
- Índices de rentabilidad o rendimiento
- Índices de cobertura o rotación.” (Jiménez, 1999, p. 16).

### 1.5.2. Ratios de Rentabilidad

Las razones de rentabilidad son utilizadas básicamente para medir la eficacia de la administración según los rendimientos generados.

Para Weston y Copeland (1995) los ratios de rentabilidad son considerados como medidas de desempeño, las cuales reflejan las decisiones estratégicas, operativas y financieras de la empresa. Por decisiones estratégicas hacen referencia a las áreas del mercado en que la empresa decide operar, o si incrementar la reducción de los costos o la diferenciación de productos, entre otras estrategias que pueden ser consideradas. Estas medidas inciden en los resultados del desempeño.

Por otra parte, Van Horne y Wachowicz (2002), definen los ratios de rentabilidad como aquellas razones que relacionan las utilidades con la inversión. Estas relaciones permiten conocer la eficacia operativa de las empresas.

Cuando el autor habla de inversión se debe tener presente que dicha inversión comprometida está medida desde dos puntos de vista, uno de ellos es el activo total, que representa los recursos físicos y monetarios comprometidos, y el otro es el patrimonio inicial que representa los fondos propios destinados a las operaciones.

En cambio, otros autores postulan que las razones “pueden medirse respecto de las ventas (rendimientos sobre ventas), activos (rendimientos sobre activos) o sobre la base del capital (rendimiento del capital). (Bodie y Merton, 2003, p. 77).

Basado en lo anterior es posible decir que las razones de rentabilidad miden el éxito de la compañía, cuando ésta recibe un retorno neto de las ventas o de una inversión.

Según se ha visto con antelación en la función financiera, maximizar el valor de la empresa es el objetivo final, por lo que se presume que una mala interpretación de estos análisis podría implicar consecuencias perjudiciales para la empresa si esta se basara en decisiones con bases erróneas.

Es necesario destacar que este grupo de indicadores busca establecer si las operaciones de la empresa generan una rentabilidad adecuada, lo cual puede ser importante para tener capacidad de enfrentar futuros proyectos y/o mayor endeudamiento. Para complementar lo que los indicadores muestran, es necesario contar con información adicional que indique el por qué de las variaciones.

### **1.5.2.1. Rentabilidad sobre Inversión (RSI) o Activos totales (RSA)**

Este ratio busca medir el rendimiento de los activos totales. Cabe recordar que “el administrador financiero responde por la totalidad de la inversión que está bajo su custodia, sobre la cual debe obtener la rentabilidad adecuada, comparada con la del sector, con la obtenida en el pasado por la misma empresa, con la tasa de rendimiento promedio del mercado financiero, con la tasa interna de retorno de la empresa, etc.” (Jiménez, 1999, p. 32).

Es necesario considerar que, “existe una relación muy estrecha entre la utilidad neta y el capital invertido para obtenerla, relación que constituye uno de los métodos más utilizados para medir la rentabilidad de la empresa.

La tasa de rendimiento sobre la inversión proporciona información para hacer comparaciones, tanto de las diferentes alternativas de inversión de capital como de los rendimientos obtenidos por las demás empresas que tienen un grado de riesgo similar al de la empresa analizada. Esta medida sirve, además, como indicador de la efectividad de la administración y como una manera de proyectar las utilidades” (Ochoa, 2001, p. 312).

Al igual como lo plantean Gitman y Zutter (2012) el índice mide la eficacia integral de la administración para generar utilidades con sus activos disponibles. Por otra parte, el valor obtenido indicará la cantidad de unidades monetarias que la empresa ganó por cada unidad monetaria de inversión en activos.

Los autores anteriores coinciden en destacar el índice como una medición a la capacidad del administrador financiero de gestionar óptimamente los activos totales de la empresa, de los cuales es responsable en lo que respecta a su administración.

Para efectos de este análisis se considerará como fórmula para el cálculo de la rentabilidad de inversión como la utilidad sobre los activos promedios. Así pues, salvo que la base de inversión no experimente cambios significativos durante el periodo, será necesario calcular un promedio de la misma. Se aplicará como método uno de los más frecuentes para los analistas externos, el cual consiste en sumar la base de inversión al inicio del ejercicio con la base final del mismo y dividir por dos el total.

### **1.5.2.2. Rentabilidad sobre patrimonio (RSP)**

La rentabilidad sobre el patrimonio o RSP “mide el rendimiento ganado sobre la inversión de los accionistas en la empresa.” (Gitman y Zutter, 2012, p. 76).

De acuerdo con Jiménez (1991) este índice es una medida de rendimiento para los propietarios, en el sentido de que evalúan en definitiva el rendimiento obtenido por el capital desembolsado más las utilidades no retiradas. Al patrimonio neto que aparece en el Balance General se le debe restar la Utilidad líquida del ejercicio para poder medir la utilidad efectivamente generada por el patrimonio.

Este ratio muestra cuan rentable es la operación para los dueños. Para efectos de la presente investigación se calculará este índice obteniendo la utilidad sobre el patrimonio total.

### **1.5.2.3. Rentabilidad por acción o Ganancia por acción (GPA)**

Gitman y Zutter (2012) sostienen que las ganancias por acción de la empresa son importantes para los accionistas actuales o futuros, y para la administración. Además, mencionan que representan el monto en dólares obtenido durante el período para cada acción en circulación.

“Una forma que tiene el propietario de evaluar sus rendimientos, es calcular el beneficio obtenido por cada acción” (Jiménez, 1991, p. 33).

Para efectos del presente análisis se utilizará como cálculo las utilidades sobre el total de acciones suscritas y pagadas en circulación.

## Capítulo II: Grupos Económicos

### 2.1. Grupos económicos en Chile

En Chile la evolución de los grupos empresariales se ha visto afectada por eventos políticos y económicos. Para Lefort y Walker (2000) citado en Damiani, Pino, Sanhueza y Vidal (2005) existe evidencia que las leyes y regulaciones en Chile dependen fuertemente de la historia y que este tipo de eventos han determinado en gran parte el sistema de administración corporativa. Sostiene que, durante la primera mitad del siglo XX se creó una gran cantidad de empresas estatales, por un plan de industrialización bajo la supervisión de la CORFO. Estas empresas más tarde fueron privatizadas, y son éstas las que dieron origen a la mayoría de los conglomerados hoy existentes.

A lo anterior se suma lo postulado por Hachette y Lüders (1992) citado en Damiani et al. (2005), cuando a fines de los años 70 la primera ola de privatización da un nuevo impulso a la creación de grupos económicos debido a la disminución de las barreras de entrada a empresarios nacionales y extranjeros.

En la opinión de Lefort (2008) una de las características de los grupos empresariales, tanto en Chile como en el extranjero es que no actúan en un solo sector económico. Específicamente en Chile, la diversificación a veces puede convertirse en una aliada estrategia en la búsqueda de maximizar el valor de la empresa y en la obtención de poder de mercado.

Lo anterior apunta a que, al distribuir la inversión total en más de un sector, se está mitigando el riesgo de obtener resultados negativos al cien por ciento, y de esta manera ganar al menos por una parte antes que perderlo todo. Esto es a lo que algunos autores se refieren cuando hablan de “no colocar todos los huevos en una misma canasta”, aumentando sus posibilidades de obtener beneficios y resultados esperados. Además, con esto, el grupo logra hacerse presente en más sectores del mercado abarcando más áreas de lo que podría haber hecho si sólo se centrara en una.

A continuación, se presentan las reseñas históricas de los grupos económicos seleccionados para la presente investigación.

### **2.1.1. Grupo Angelini – AntarChile S.A.**

AntarChile S.A. es un holding industrial que gestiona activos por más de US\$20.000 millones. La compañía es controlada por inversiones Angelini y Cía. Ltda. Y la familia Angelini. En conjunto poseen el 74,01% de las acciones durante 2015. AntarChile (2016).

“La principal inversión de AntarChile es la propiedad del 60,82% de las acciones de Empresas Copec S.A., uno de los holdings industriales más grandes del país. Empresas Copec representa un 91% de los activos consolidados de la compañía.” AntarChile (2016).

Por otra parte, las empresas filiales de AntarChile S.A. participan en distintos sectores productivos, siendo los más relevantes el sector forestal, a través de Arauco, y distribución de combustibles, por medio de Copec y Abastible. Actualmente a través de sus filiales, comercializa sus productos en más de 80 países.

Este holding nace del emprendimiento del italiano Anacleto Angelini, quién junto a su hermano Gino llega a Chile en el año 1948 impulsado por cercanos quienes le hablaron de las posibilidades de negocios que existían en el país.

Sus incursiones comienzan en el negocio de las pinturas y de la construcción, para luego en 1956 emprender en el sector pesquero, poniendo en marcha la Empresa Pesquera Eperva S.A. en la zona norte de Chile, la cual unos años más tarde y junto con Pesquera Indo S.A. toman el control de la Compañía de Petróleos de Chile S.A., hoy Empresas Copec S.A. (Damiani et al., 2005).

El crecimiento del grupo se desencadenó con firmeza después del período militar de 1973, particularmente en la década de los ochenta. Por esa época, controlaba la Compañía de Seguros del Sur y las pesqueras Iquique y Chilemar.

Damiani et al. (2005) refiere que Angelini bajó el perfil a la pesca, por la mayor rentabilidad que comenzaba a proporcionar la celulosa. Comenzó a comprar acciones de Copec en 1985, por interés de una de sus filiales, Celulosa Arauco, a la que no había podido acceder con anterioridad en 1978, cuando el gobierno militar decidió que la CORFO la privatizara. Entre 1985 y 1986 compitió contra el Grupo Matte, dueños de CMPC, por el control de Copec. Finalmente, el Grupo Matte a través de Minera Valparaíso logró captar el 10% de los títulos, mientras que Angelini el 41%.

Posteriormente, en 1994, un conjunto de compañías del Grupo de Empresas Angelini se fusionan y se crea AntarChile S.A.

Es preciso destacar que las forestales de Angelini aparecen con la mayor responsabilidad de la tala de 7 mil hectáreas de bosque nativo que se pierden anualmente en Chile. En 1999 lograron acumular 43 infracciones. El 16 de abril de 2001, Celulosa Arauco anunció que no seguirá plantando en Chile, donde ya posee 956.000 hectáreas plantadas, lo que equivale al 1,5% de todo el territorio. Damiani et al., (2005).

Don Anacleto Angelini no tuvo hijos, por lo que el grupo en la actualidad es dirigido por el sobrino y heredero Roberto Angelini Rossi. AntarChile es su matriz principal de negocios.

### **2.1.2. Grupo Luksic – Quiñenco S.A.**

El grupo fue fundado por Don Andrónico Luksic Abaroa a comienzos de la década de los cincuenta, en la ciudad de Antofagasta Chile, las actividades iniciales del Grupo se relacionaban con la industria de la minería, principalmente del cobre. Quiñenco (2016).

A comienzos de la década de los sesenta el Grupo Luksic comenzó a desarrollar interés en otras industrias, aprovechando las oportunidades de crecimiento en sectores claves de la economía chilena, tales como el procesamiento de metales, distribución de energía eléctrica, manufactura en general, transporte, agricultura, pesca, procesamiento de alimentos e industria forestal.

Entre los años 1970 y 1973 cuando las actividades del sector privado se vieron restringidas en el país, el Grupo Luksic se expandió hacia Argentina, Colombia y Brasil, participando en sectores como manufactura de metales, agricultura y comercialización de vehículos. No obstante, cuando las restricciones cesaron en Chile en 1974, el Grupo Luksic renovó su interés en el país, principalmente en el sector de la minería. Damiani et al., (2005).

Desde los años ochenta la expansión del Grupo los llevó hacia una diversificación en los sectores de telecomunicaciones, bancarios, alimentos y bebidas, hoteles y ferrocarriles. Así, en 1996 se reorganizó la estructura de propiedad quedando todas las inversiones financieras e industriales bajo el control de Quiñenco y las inversiones en minería y ferrocarriles permanecieron bajo el control de Antofagasta plc. Quiñenco (2016).

Quiñenco S.A. fue creada en 1957, con el 81,28% de la propiedad la sociedad es la matriz de las inversiones financieras e industriales del Grupo Luksic. Además,

gestionan activos por aproximadamente US\$70.600 millones, correspondientes a su participación en empresas de los sectores financiero, bebidas y alimentos, manufacturero, energía, transporte, y servicios portuarios. Quiñenco (2016).

### **2.1.3. Grupo Solari – Bethia**

Bethia tiene sus raíces en la actividad familiar de crianza de caballos de carrera fina sangre.

En 1987, Liliana Solari Falabella compró un fundo en Los Ángeles para dar vida al Haras Don Alberto, siguiendo la huella de su padre, Alberto Solari Magnasco. Bethia (2016).

Posteriormente, los hijos de Liliana, Andrea y Carlos Heller, idearon negocios en torno al haras; una lechería (Ancali) y unos camiones para trasladar la leche (Sotraser).

Bethia es un grupo empresarial que tiene presencia en varios sectores económicos. Sus actividades productivas están concentradas en los sectores agrícolas, con Ancali; transportes, con las empresas Sotraser y Blue Express; vitivinícola, con Bethwines; y comunicaciones, con MEGA. En conjunto, emplea a más de 4.500 personas.

A ellos suma inversiones de largo plazo en Falabella, LATAM, Colmena y Aguas Andinas, entre otras.

En 1937 se integra a Falabella. Para el año 1996 Falabella se convierte en una sociedad anónima abierta y se abre a la Bolsa. En 2001 continúa su expansión a provincias del Perú. En el año 2003 se concreta la fusión de Falabella con Sodimac, y el Grupo Solari mayoritario en la sociedad, se convierte en el segundo más grande operador del mercado detallista latinoamericano después de Wal Mart México.

Para ese mismo año se oficializa la división de Bethia S.A. en dos sociedades matrices como una reorganización del holding con el fin de enfrentar el fuerte crecimiento que ha vivido en los últimos años en diversas áreas y así, eventualmente, avanzar en la apertura en bolsa de algunas de sus filiales o matrices.

De esta manera el holding quedaría dividido en dos sociedades: Bethia S.A., continuadora legal de la anterior; y Betsam S.A., la nueva firma que nace fruto de esta operación.

La estructura quedaría en que Bethia S.A. pase a controlar todas las participaciones minoritarias del holding en sociedades anónimas abiertas en Bolsa, mientras que

Betfam S.A. asumirá el control de todas las sociedades donde el grupo familiar es el accionista controlador. Mendoza (2013).

## Capítulo III: Antecedentes de la investigación

### 3.1. Problema

En Chile en el siglo XIX un grupo de personas hoy reconocidas en el ámbito de los negocios, comenzaron sus fortunas asociados a la minería, los servicios financieros, el comercio y las empresas navieras. En la actualidad estas personas continúan sus negocios, pero ahora como grupo empresariales, muchos formados por las generaciones familiares.

Hoy, básicamente, las áreas o sectores en los que estas familias invierten sus capitales son las mismas en las que alguna vez comenzaron. Los mayores grupos empresariales concentran más del 60% de la suma de sus patrimonios en el comercio; energía y combustible; y minería.

“Los sectores a los que estos grupos apuntan y lo han hecho por décadas, no son al azar, y es que deben ser un negocio rentable, probablemente unos más que otros basados en la concentración de participación de mercado, y la razón detrás de las posiciones en las que se encuentran” Eduardo Aquevedo (2008), tanto a nivel país en el ranking trimestral preparado por la UDD, como a nivel internacional posicionándose algunos en la escala proporcionada por la revista FORBES.

De lo anterior es posible dilucidar la existencia de dos factores, el primero consiste en la industria como factor externo y el segundo, la eficiente gestión financiera como un factor interno. La presencia de ambos factores pudiese ser determinante al momento de alcanzar el éxito. Tanto el entorno como las decisiones tomadas por la empresa se encuentran siempre presentes ya sean en un mayor o menor grado de incidencia, por consiguiente, la manera en que son enfrentados uno y otro debiese ser determinante al momento de conseguir el objetivo esperado por la empresa.

El propósito de esta investigación es llevar a cabo un estudio de los Grupos económicos en Chile más destacados, en base a su constante aparición en el RGE (Ranking de Grupos Económicos) que presenta trimestralmente la Universidad del Desarrollo, identificando los sectores económicos en que sus empresas participan y con ello explicar los niveles de rentabilidad y sus variaciones experimentadas, en los períodos 2013 – 2015.

### **3.2. Objetivos**

#### **General:**

Analizar el nivel de la rentabilidad de las empresas pertenecientes a los grupos económicos en Chile, como explicación al sector económico en el que actúan.

#### **Específicos:**

- Conceptualizar la Rentabilidad y la Función Financiera.
- Señalar los distintos sectores económicos en los cuales las empresas en estudio actúan.
- Identificar las áreas más rentables por grupo económico que explique el mix de empresas más rentable que estos grupos poseen.

### **3.3. Metodología de la Investigación**

La presente investigación es desarrollada bajo un paradigma cualitativo, con un alcance de comprensión en donde se recopilarán los antecedentes relacionados con la rentabilidad de empresas en las cuales los grupos económicos actúan, analizando la tendencia que arroja dicha rentabilidad como explicación de la decisión de los inversionistas de qué sector empresarial invertir.

#### **Etapa 1: Recopilación de la Información.**

La recopilación de la información se hará desde:

- ✓ Libros, PDF
- ✓ Análisis razonado a los Estados Financieros
- ✓ Páginas Web como la Universidad del Desarrollo y SVS
- ✓ Tesis o Proyectos de Tesis del área financiera
- ✓ Memorias anuales y Estados Financieros de los años en estudio de las empresas pertenecientes a los grupos económicos seleccionados.

#### **Etapa 2: Sistematización de la Información**

En esta etapa la información previamente recopilada será ordenada de forma integral de manera que sean claves para el entendimiento de la investigación a desarrollar.

Los criterios a utilizar y que serán desarrollados en la presente investigación son los siguientes:

- ✓ Función financiera y sus decisiones, las que pueden ser de inversión, de financiamiento y de dividendos.
- ✓ Rentabilidad, rentabilidad de activos y de capital
- ✓ Análisis Financiero, Ratios financieros principalmente ratios de rentabilidad, los cuales pueden ser, rentabilidad del patrimonio, rentabilidad del activo y rentabilidad de la acción.

#### **Etapa 3: Elección de sujeto de Investigación**

Los criterios aplicados para la elección del sujeto en estudio son:

- ✓ 3 Grupos económicos chilenos que lideren el Ranking de Grupos Económicos de la Universidad del Desarrollo al inicio del período en estudio.
- ✓ 1 Holding por Grupo económico, en base al porcentaje de propiedad del Grupo sobre ese Holding.

- ✓ 2 empresas por Holding, aplicando para su selección los siguientes filtros:
  - No serán consideradas empresas pertenecientes al sector financiero, o aquellas que sólo reflejen en sus estados financieros la tenencia de una inversión.
  - Las empresas deben presentar su información financiera a la Superintendencia de Valores y Seguros.
  - Aquellas empresas que presenten un porcentaje de distribución de la inversión más alto.

#### **Etapa 4: Aplicación de la técnica de recogida de datos**

- ✓ Por medio del análisis de documentos, principalmente de las memorias de las empresas pertenecientes a los grupos económicos seleccionados y que presenten sus estados financieros en las SVS.
- ✓ Comparación de razones financieras que presenten las entidades durante los años en estudio, para luego ser interpretados.
- ✓ Recopilación de información presentada por las empresas respecto a hechos relevantes que tengan incidencia en el objeto en estudio.
- ✓ Interpretación de variaciones sufridas en los sectores económicos en cuanto a su crecimiento o decrecimiento, que incidan en la rentabilidad de las empresas en estudio.

#### **Etapa 5: Criterios de calidad de la Investigación**

- ✓ **Credibilidad:** Se realizará un análisis de la información que se encuentra pública en la página web de la Superintendencia de Valores y Seguros.
- ✓ **Confirmabilidad:** Se hará un análisis derivado de una previa comparación entre los sujetos escogidos y los resultados arrojados, considerando los objetivos propuestos.
- ✓ **Fiabilidad:** La presente investigación será llevada a cabo por una estudiante tesista, de la carrera de Auditoría de la Universidad de Valparaíso, con el propósito de obtener el título Universitario de Contador Público y Auditor.
- ✓ **Transferibilidad:** Será descrito el contexto y se determinarán los períodos de tiempo en que los hechos ocurren, en base a la información entregada por las empresas a la SVS.

#### **Etapa 6: Confección cuadro comparativo de la información recopilada:**

- ✓ En esta etapa se presentará un cuadro comparativo de los indicadores de rentabilidad que presentan las empresas en estudio por grupo económico, con la

intención de poder analizar su comportamiento y relacionarlo con las variaciones de crecimiento o decrecimiento de los sectores económicos.

1) Nombre del Grupo Económico

a. Nombre Empresa

<b>Identificación del Holding y Empresa</b>			
Sector Económico	Identificación del Sector Económico en que la Empresa participa		
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
Rentabilidad de Patrimonio			
Rentabilidad del Activo			
Rentabilidad de Acción			

**Etapa 7: Análisis de Resultados**

- ✓ Corresponde a las conclusiones obtenidas por categoría de análisis. Estas se ordenarán de acuerdo a su tabulación respectiva y posterior a ella.
- ✓ Su apoyo se basará principalmente en análisis razonados de los estados financieros, hechos relevantes que las empresas informen a la SVS e información relacionada con la economía en los sectores económicos relacionados.

**Etapa 8: Discusión de resultados**

- ✓ La Discusión corresponderá determinar si la obtención de los resultados en la tabulación y la teoría que sustenta la investigación expuesta en el marco teórico concuerdan.

**Etapa 9: Conclusiones**

- ✓ Esta última etapa corresponderá a los resultados finales de la investigación considerando los resultados obtenidos durante el proceso de recogida de datos y la discusión de resultados en función de los objetivos postulados.

### 3.4. Resultados

En la planilla *Recopilación de Datos* se podrá encontrar toda la información que sustenta esta investigación, referente a las 6 empresas en estudio perteneciente a los Grupos Económicos seleccionados y de dónde se obtienen los datos utilizados a continuación.

1. Para el Grupo Angelini en el holding AntarChile S.A., la situación de rentabilidad de las empresas en estudio es la siguiente:

a. Eperva S.A.

<b>AntarChile - Eperva S.A.</b>			
<b>Sector Económico</b>	<b>Pesquero</b>		
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Rentabilidad Patrimonio %</b>			
Eperva S.A.	2,14%	2,86%	-5,26%
Blumar S.A.	-10,68%	10,41%	-2,42%
Camanchaca S.A.	-5,53%	3,47%	-2,9%
<b>Promedio Industria</b>	<b>-4,69%</b>	<b>5,58%</b>	<b>-3,53%</b>
<b>Rentabilidad Activo %</b>			
Eperva S.A.	1,21%	1,41%	-2,49%
Blumar S.A.	-5,00%	5,71%	-1,13%
Camanchaca S.A.	3,15%	12,75%	7,27%
<b>Promedio Industria</b>	<b>-0,21%</b>	<b>6,62%</b>	<b>1,22%</b>
<b>Rentabilidad Acción US\$</b>			
Eperva S.A.	-0,000788	0,020254	-0,034679
Blumar S.A.	-0,02523	0,02411	-0,00541
Camanchaca S.A.			
<b>Promedio Industria</b>	<b>-0,00867267</b>	<b>0,014788</b>	<b>-0,013363</b>

- Para el análisis se identifica que la empresa Eperva S.A. perteneciente al Grupo Angelini, concentra sus actividades en el sector pesquero.
- La rentabilidad del patrimonio de Eperva presenta su índice más bajo en el período 2015 y el más alto en el año 2014. Cabe considerar que para el último período se registra la mayor disminución de patrimonio neto de la controladora, en comparación a los otros períodos en estudio.

- El sector presenta variaciones considerables para cada período observándose para el año 2013 y 2015 niveles de rentabilidad negativos, por otra parte, su nivel más alto alcanzado se muestra en el año 2014, mismo período en que Eperva alcanza su máximo nivel.
- La rentabilidad del activo de Eperva asciende anualmente entre los períodos 2013 y 2014 para luego caer a un índice negativo en 2015.  
Para el año 2013 el total de activos consolidados aumenta en relación al año anterior. La rentabilidad del activo para el año 2014 crece, debido a un aumento en los activos totales de la compañía compensado por un mayor resultado. En el tercer período se observa una disminución en el total de activos consolidados.
- En cuanto al sector pesquero se observa para el primer año un índice negativo y el más bajo, para el segundo año muestra una variación positiva en la industria siendo este el nivel más alto el cual coincide con el máximo nivel alcanzado por Eperva, finalmente en el tercer año el indicador disminuye, aunque con índice positivo.
- La rentabilidad por acción muestra una ganancia por acción obtenida en el año 2014, no así para los períodos 2013 y 2015. Se constató el mismo capital social para los tres años por lo que las variaciones son atribuibles al resultado los ejercicios.
- La industria pesquera muestra índices distintos para cada año. Para los años 2013 y 2015 la rentabilidad por acción arrojó indicadores negativos al igual que Eperva en los mismos períodos. El mayor nivel alcanzado se observó en 2014 tanto para la industria como para Eperva.
- Se constató que el número de acciones suscritas y pagadas que representan el capital social son 310.906.758 para los tres años en estudio.
- Para el ejercicio 2013 se registra la adquisición de la productora de soya brasileña Sementes Selecta, a través de la filial Corpesca.

b. Empresas Copec S.A.

<b>AntarChile - Empresas Copec S.A.</b>			
<b>Sector Económico</b>	<b>Combustible y Forestal</b>		
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Rentabilidad Patrimonio %</b>			
Empresas Copec S.A.	7,80%	8,80%	6,60%
CMPC	2,40%	1,67%	-0,04%
ENAP Refinerías S.A.	48,59%	12,03%	54,6%
<b>Promedio Industria</b>	<b>19,60%</b>	<b>7,50%</b>	<b>20,39%</b>
<b>Rentabilidad Activo %</b>			
Empresas Copec S.A.	8,60%	8,80%	8,60%
CMPC	1,39%	0,94%	-0,02%
ENAP Refinerías S.A.	1,81%	0,77%	7,18%
<b>Promedio Industria</b>	<b>3,93%</b>	<b>3,50%</b>	<b>5,25%</b>
<b>Rentabilidad Acción US\$</b>			
Empresas Copec S.A.	0,6	0,66	0,44
CMPC	0,09	0,06	0
ENAP Refinerías S.A.	0,46	0,18	1,4
<b>Promedio Industria</b>	<b>0,3833333</b>	<b>0,3</b>	<b>0,6133333</b>

- Para efectos del análisis se identifica que Empresas Copec S.A. perteneciente al Grupo Angelini, concentra sus principales actividades en los sectores combustible y forestal.
- Se observa que cada año el patrimonio de la Compañía disminuye más en comparación al anterior. Sin embargo, la rentabilidad del patrimonio para el año 2015 es menor en comparación a 2014, lo cual es atribuible a un menor resultado que el período anterior.
- En cuanto al comportamiento del sector los indicadores de patrimonio muestran una tendencia heterogénea y una variación distinta a la experimentada por Empresas Copec S.A., aunque ningún índice negativo.
- El total de activos de la compañía disminuyó año tras año. La rentabilidad del activo aumenta para el período 2014 y luego cae en 2015, por lo que, si consideramos que los activos de la compañía disminuían año tras año, la variación negativa de 2014 a 2015 la hace un menor resultado para Empresas

Copec.

Para el período 2013 el índice se debió a una disminución de activos totales consolidados, principalmente de activos corrientes en el rubro de Activos Clasificados Mantenidos para la Venta asociados a Terpel Chile, la cual fue adquirida por el grupo Luksic.

- Respecto a la rentabilidad del activo no es posible determinar una tendencia en la industria, no obstante, se observa que las variaciones de la industria desde una visión general, no distan demasiado en un período a otro al igual que las de Empresas Copec.
- En relación a la rentabilidad por acción de Empresas Copec se observó su nivel más bajo para el tercer año, mientras que el período 2014 mostró el mayor nivel rentable para la compañía. Se observó un mismo número de acciones para cada año atribuyendo los cambios rentables experimentados al resultado obtenido por la empresa anualmente, es decir, alteraciones sufridas sólo para el numerador en la razón financiera analizada.
- En cuanto al sector, presenta niveles distintos de rentabilidad de la acción, aunque, las variaciones no son extremas durante un período a otro alcanzando su más alto nivel en 2015, a diferencia de Empresas Copec que lo alcanza en 2014.
- Se constató que el capital suscrito y pagado de la compañía fue el mismo para cada año en estudio, alcanzando un total de 1.299.853.848 acciones suscritas y pagadas.
- Se confirmó que el resultado más bajo, el cual fue obtenido en 2015, se debió al escenario de precios bajos a nivel internacional del carbón, afectando a la empresa Laguna Blanca – asociada al grupo – que opera el yacimiento de carbón Mina Invierno.

2. Para el Grupo Luksic en el holding Quiñenco S.A., la situación de rentabilidad de las empresas en estudio es la siguiente:

a. Compañía Cervecerías Unidas S.A.

<b>Quiñenco - CCU S.A.</b>			
<b>Sector Económico</b>	Bebidas y Alimentos		
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Rentabilidad Patrimonio %</b>			
CCU S.A.	15,40%	11,90%	11,60%
Agrosuper S.A.	8,90%	17,10%	12,60%
Coca-Cola Embonor S.A.	10,11%	7,39%	8,62%
<b>Promedio Industria</b>	<b>11,47%</b>	<b>12,13%</b>	<b>10,94%</b>
<b>Rentabilidad Activo %</b>			
CCU S.A.	8,10%	6,80%	6,70%
Agrosuper S.A.	4,50%	9,40%	7,60%
Coca-Cola Embonor S.A.	5,80%	3,69%	4,38%
<b>Promedio Industria</b>	<b>6,13%</b>	<b>6,63%</b>	<b>6,23%</b>
<b>Rentabilidad Acción CLP\$</b>			
CCU S.A.	333	323,6	326,9
Agrosuper S.A.	3,72	8,62	6,83
Coca-Cola Embonor S.A.	56,47	43,77	54,94
<b>Promedio Industria</b>	<b>131</b>	<b>125</b>	<b>130</b>

- Para el presente análisis se identifica que Compañía Cervecerías Unidas S.A. perteneciente al Grupo Luksic concentra sus actividades en el sector de bebidas y alimentos.
- La rentabilidad del patrimonio de CCU S.A. muestra una tendencia de baja durante los períodos observados.  
Ya para el año 2013 se venía registrando una caída respecto del año anterior, la cual se debió a un incremento de capital lo que hace crecer el patrimonio, aumentando el divisor de la razón financiera y a su vez, provocando una disminución en el cociente.  
La caída experimentada por este indicador para el año 2014 se debió esta vez a una menor utilidad respecto al período anterior. Este resultado pudo ser

atribuido a un ambiente de desaceleración económica en Chile, además de mayores costos.

Y finalmente la rentabilidad del patrimonio más baja que se percibe, fue producto de un aumento de patrimonio en 2015 respecto al período anterior, ya que para ese año las ganancias subieron en un 1% respecto a 2014, principalmente por un alza en los precios promedios lo cual, incrementó los ingresos por venta.

- La rentabilidad patrimonial presentada por el sector muestra un crecimiento en los dos primeros años para luego disminuir en el tercer año, sin embargo, sus variaciones no distan demasiado entre sí, al igual que los índices presentados por CCU S.A.

- En cuanto a la rentabilidad otorgada por los activos de la compañía también presentan una baja anual.

Para el período 2014 CCU obtuvo un menor resultado respecto a 2013, compensado por un alza en la cantidad de activos de la compañía.

En el ejercicio 2015 este indicador atribuye su caída respecto a 2014 a un aumento de activos.

- En relación a la rentabilidad de activo presentada por la industria no presenta una tendencia, sin embargo, sus variaciones no fluctúan demasiado.

- La rentabilidad por acción de CCU, sufrió una caída en 2014 respecto al ejercicio anterior, aumentando nuevamente en 2015, sin embargo, este último aumento no logra alcanzar la rentabilidad más alta presentada en los períodos en estudio.

- Respecto a la rentabilidad de la acción presentada por el sector de alimentos y bebidas se observan variaciones similares a las sufridas por CCU, alcanzado su nivel más alto en el primer año en estudio, luego disminuye en el segundo año para luego aumentar en el último período en estudio, aunque sin superar el primer año.

- Se ratificó que el número de acciones suscritas y pagadas para los tres años no sufrió variación, cerrando cada ejercicio con un total de 369.502.872 acciones suscritas y pagadas. Con lo anterior, es posible inferir que las

variaciones experimentadas en la rentabilidad de acción se deban exclusivamente a una menor utilidad para el año 2014 y un mejor resultado para el 2015.

- En abril de 2013 los alimentos, bebidas y tabaco logran ser los principales contribuyentes de un crecimiento experimentado por la industria durante el primer cuatrimestre.

b. Compañía Sudamericana de Vapores S.A.

<b>Quiñenco - CSVA S.A.</b>			
<b>Sector Económico</b>	Transporte marítimo		
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Rentabilidad Patrimonio %</b>			
CSAV S.A.	-0,179%	0,266%	-0,007%
CMC S.A.	0,002%	-0,275%	0,475%
SAAM	10,97%	8,73%	9,63%
<b>Promedio Industria</b>	<b>3,60%</b>	<b>2,91%</b>	<b>3,37%</b>
<b>Rentabilidad Activo %</b>			
CSAV S.A.	-0,070%	0,169%	-0,007%
CMC S.A.	0,002%	-0,104%	0,254%
SAAM	6,87%	5,31%	5,64%
<b>Promedio Industria</b>	<b>2,27%</b>	<b>1,79%</b>	<b>1,96%</b>
<b>Rentabilidad Acción US\$</b>			
CSAV S.A.	-0,011	0,015	-0,0005
CMC S.A.	0,001	-0,027	0,088
SAAM	0,007552	0,006269	0,00708
<b>Promedio Industria</b>	<b>-0,0008</b>	<b>-0,0019</b>	<b>0,0315</b>

- Para efectos del análisis, se identifica que Compañía Sud Americana de Vapores S.A. perteneciente al Grupo Luksic, concentra sus actividades en el sector de transporte marítimo.
- La rentabilidad del patrimonio de CSVA se comporta diferente para cada año presentando su nivel más alto en 2014. Este aumento en contraste al período anterior se debe a un mejor resultado del ejercicio relacionado a una disminución de las pérdidas obtenidas, compensado en parte por un denominador que creció al aumentar el patrimonio promedio. Esto último se debió a un aumento de capital suscrito y pagado.  
Sin embargo, un menor resultado en el ejercicio y un nuevo aumento de capital suscrito y pagado al 31 de diciembre de 2015, hacen que la rentabilidad del patrimonio vuelva a caer.
- La rentabilidad patrimonial presentada por la industria muestra indicadores positivos sin una tendencia específica, alcanzando el mayor nivel en 2013 y el menor en 2014.

- Respecto a la rentabilidad del activo o de inversión de CSVA, sus índices tampoco presentan una tendencia, donde la rentabilidad más alta ocurrida fue en el período 2014 por un mayor resultado del ejercicio y una baja en los activos promedios, observándose disminuciones en el rubro Efectivo y Equivalentes al Efectivo; Otras Cuentas por Cobrar; Inventarios; Propiedad, Planta y Equipo. La disminución de inventarios se debe al traspaso de los activos del negocio portacontenedores de CSAV a Hapag-Lloyd a principios de diciembre de 2014, debido a su fusión. Siendo la compañía alemana la inversión más importante que CSAV ahora tiene.

Para 2015 se advierte una nueva disminución en la rentabilidad de activo por un menor resultado del ejercicio sumado a una disminución del activo promedio de la compañía.

- En cuanto a la industria se observan indicadores diferentes para cada año y empresa, no pudiendo así determinar una tendencia.

- Para el caso de la rentabilidad de la acción, los índices son considerablemente diferentes.

Para el año 2013 se observó una pérdida, pero con tendencia a mejora respecto al año anterior.

El índice aumenta para el año 2014 debido a una mejora en el resultado del ejercicio compensado con un aumento de número de acciones producto de aumento de capital durante ese mismo año.

Pero para el año 2015 este índice vuelve a caer y esto se debe a un menor resultado respecto al año anterior, sumado a un mayor número de acciones.

- El sector de transporte marítimo muestra una tendencia de crecimiento de rentabilidad de la acción con variaciones leves entre sí.

- Se constató que para cada período la Sociedad contaba con más acciones suscritas y pagadas que el año anterior. A término del año 2013, la sociedad tenía 15.467.953.531 acciones totalmente suscritas y pagadas que componían el capital social. Al 31 de diciembre de 2014 la compañía registra en sus memorias un total de 26.264.219.809 acciones de única serie, suscritas y pagadas. Finalmente, al término del año 2015 se constataron un total de 30.696.876.188 acciones suscritas y pagadas.

- Cabe considerar la situación mundial que ha estado afectando el desempeño de la industria del transporte marítimo, principalmente por la desaceleración en la economía China. Como consecuencia de esto, el consumo no ha crecido en los últimos años según lo esperado, aumentando de esta manera el diferencial entre la oferta de espacios, barcos operando en los tráficos marítimos y la demanda por carga, es decir, existe un exceso de oferta.
  
- El mejor resultado que hace que los indicadores sean positivos en 2014 se debió a la amortiguación de las pérdidas de CSAV con el reconocimiento del resultado de la transacción con Hapag-Lloyd en Otras Ganancias, la que es llevada mediante el método de la participación.

3. Para el Grupo Solari en el holding Bethia S.A., la situación de rentabilidad de las empresas en estudio es la siguiente:

a. LATAM Airlines Group S.A.

<b>Bethia - LATAM Airlines Group S.A.</b>			
<b>Sector Económico</b>	<b>Trasporte</b>		
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Rentabilidad Patrimonio %</b>			
LATAM S.A.	-0,05%	-0,02%	-0,06%
METRO S.A.	-4,18%	-7,00%	-8,10%
<b>Promedio Industria</b>	<b>-1,41%</b>	<b>-2,34%</b>	<b>-2,72%</b>
<b>Rentabilidad Activo %</b>			
LATAM S.A.	-0,01%	-0,01%	-0,01%
METRO S.A.	-2,39%	-3,91%	-4,24%
<b>Promedio Industria</b>	<b>-0,80%</b>	<b>-1,31%</b>	<b>-1,42%</b>
<b>Rentabilidad Acción US\$; CLP\$</b>			
LATAM S.A.	-0,53	-0,2	-0,4
METRO S.A.	-1,43	-2,27	-2,45
<b>Promedio Industria</b>	<b>-0,65</b>	<b>-0,82</b>	<b>-0,95</b>

- Con fines de análisis, se constató que LATAM Airlines Group S.A. perteneciente al Grupo Solari, concentra sus actividades en el sector de transporte.
- En relación a la rentabilidad del patrimonio de LATAM se observa que su nivel más bajo se presenta el año 2015, lo cual es explicado por una disminución en el patrimonio contrastado con una pérdida mayor respecto a la que se obtuvo en el período anterior.
- La industria del transporte presenta índices de rentabilidad patrimonial negativos para los tres años en estudio con una tendencia de decrecimiento. Coincidiendo con LATAM en el año 2015 con los niveles más bajos.
- En cuanto a la rentabilidad del activo se observa que este índice negativo se ha mantenido constante durante los tres períodos. Lo anterior se debe a las constantes pérdidas en los períodos en estudio, sumado a que para cada año los activos totales de la sociedad han ido en descenso respecto a cada año que

le precede.

- El sector transportes presenta una tendencia de decrecimiento en cuanto a rentabilidad de activos se refiere, con indicadores negativos al igual que las presentadas por LATAM
- Si bien la rentabilidad por acción siempre se mantiene con índice negativo, podemos observar una disminución en el segundo año en estudio y, que el índice más bajo lo alcanzó en el período 2013.
- En relación a la industria, esta muestra indicadores de rentabilidad de acción con tendencia al decrecimiento progresivo con índices negativos para todos los años de análisis.
- En cuanto al resultado, el más bajo registrado es en el período 2013, atribuidos a una caída en los ingresos y a la caída del real, mientras que la pérdida menos baja de todas ocurrió en el período 2014, siendo éstas últimas un 61% más bajas que las reportadas en 2013.
- En 2015 el grupo redujo su plan de adquisición de aviones estimado para los períodos 2016-2018, esto después de anunciar una nueva pérdida al igual que los años anteriores, esta vez mayor que 2014.

Los resultados de LATAM son el reflejo del mal momento de la región, sobre todo de Brasil por la caída del real, donde el problema recae en que el 50% de la operación corresponde al mercado brasileño con ingresos y costos asociados a la mencionada moneda.

b. S.A.C.I Falabella

<b>Bethia - S.A.C.I Falabella S.A.</b>			
<b>Sector Económico</b>	<b>Retail</b>		
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
<b>Rentabilidad Patrimonio %</b>			
S.A.C.I.	13,00%	12,50%	12,92%
CENCOSUD	3,69%	2,36%	4,72%
RIPLEY	5,60%	7,20%	-6,00%
<b>Promedio Industria</b>	<b>7,43%</b>	<b>7,35%</b>	<b>3,88%</b>
<b>Rentabilidad Activo %</b>			
S.A.C.I.	5,02%	4,56%	4,55%
CENCOSUD	1,56%	0,95%	1,85%
RIPLEY	2,20%	2,60%	-2,00%
<b>Promedio Industria</b>	<b>2,93%</b>	<b>2,70%</b>	<b>1,47%</b>
<b>Rentabilidad Acción CLP\$</b>			
S.A.C.I.	205,2	212,41	235,77
CENCOSUD	55,66	35,82	66,3
RIPLEY	22,7	30,5	-23,6
<b>Promedio Industria</b>	<b>94,52</b>	<b>92,91</b>	<b>92,82</b>

- Con fines del presente análisis los ratios que se muestran para S.A.C.I Falabella han sido calculados, a diferencia de las otras empresas que presentan sus análisis razonados en sus informes entregados a la SVS <sup>1</sup>.
- Se verificó que S.A.C.I Falabella perteneciente al Grupo Solari, concentra sus actividades en el sector Retail.
- La rentabilidad del patrimonio tiende a ser menor en los dos últimos años. Se observó en los Estados Financieros que el patrimonio total fue en ascenso durante los años en estudio, sin embargo, se constató que la sociedad sólo realizó un aumento de capital para el año 2014, el cual se mantuvo durante el período siguiente, tal que, se pudo observar en el estado de situación financiera de los EEFF<sup>2</sup> que el aumento de patrimonio para el período 2014 se debió a dicho aumento de Capital Emitido y Ganancias Acumuladas, mientras que para 2015 el aumento patrimonial se le atribuye a un alza en Ganancias Acumuladas.

<sup>1</sup> Superintendencia de Valores y Seguros

<sup>2</sup> Estados Financieros

- El sector muestra una tendencia al decrecimiento en cuanto a rentabilidad del patrimonio, aunque por sobre los índices positivos.
- Se constató para los activos totales un aumento año tras año.  
La rentabilidad de la inversión muestra una disminución seguida.  
Durante 2013 Falabella reportó un alza en su utilidad respecto al período anterior, la cual se atribuye a mayores ingresos debido a una mayor superficie de venta, incluyendo la adquisición de Construdecor en Brasil.  
Para 2014 los resultados mejoraron aún más, compensado por un aumento en el total de activos, esta vez en los rubros de Cuentas por Cobrar; Inventarios y Deudores Comerciales.  
Finalmente, en 2015 se observó un incremento de las ventas que mejoraron el resultado durante el último trimestre pese a la débil situación económica que atravesaban los mercados en que está presente. Este último ejercicio fue el que presentó las mayores utilidades en comparación a los dos períodos que le preceden.
- En cuanto al sector Retail, este presenta variaciones de rentabilidad del activo con tendencia al decrecimiento progresivo, misma tendencia que es posible observar en S.A.C.I Falabella.
- La rentabilidad de la acción muestra un aumento año tras año. En los dos primeros períodos aumentó tanto el resultado como el número de acciones suscritas y pagadas.  
Pero es en el ejercicio 2015 cuando la ganancia por acción alcanza su nivel máximo, debido a que, si bien el número de acciones no varió, el resultado aumentó observando una ganancia para el período 2015.
- Respecto a la industria, la tendencia para las variaciones de los niveles de rentabilidad de la acción muestra un descenso, por lo que es posible constatar que el nivel más alto alcanzado por el sector Retail se observa en el año 2013, mientras que el más bajo se observa en 2015.
- En cuanto al capital de la sociedad se observó en los Estados Financieros un aumento en el segundo año en estudio, el que se mantuvo durante todo el tercer año. De esta manera S.A.C.I cuenta con un total de 2.22.583.377 acciones para el año 2013 y, 2.434.465.103 acciones al 31 de diciembre de

2014 y 2015, todas suscritas y pagadas.

- Se verificó que el resultado del ejercicio fue creciendo anualmente durante los períodos en estudio, siendo el año 2015 el período que registra las ganancias más altas.
- El sector Retail enfrentó en 2015 una débil demanda, teniendo un crecimiento más plano que años anteriores.
- La mejoría del empleo en Chile, mayor ingreso y más estabilidad laboral, motivan al consumidor a elevar su gasto y, paralelamente, al Retail a incrementar su escala de negocios. Cabe destacar que desde el año 2006 las empresas que participan del Retail en Chile tanto como Falabella, Cencosud y Ripley han estado duplicando sus superficies de ventas e ingresando a mercados con enorme potencial, como el brasileño y el colombiano.

### 3.5. Discusiones

En el caso de Eperva S.A., respecto a los niveles de rentabilidad analizados es posible afirmar que alcanzó su mejor nivel en el ejercicio 2014. En cuanto a la industria, tanto los indicadores de rentabilidad de patrimonio, rentabilidad del activo, como la rentabilidad de la acción, son similares a los presentados por el sector pesquero, con esto es posible presumir que las variaciones sufridas por los niveles de rentabilidad de la empresa han sido afectadas en parte por hechos atribuibles a la industria.

En el caso de Empresas Copec S.A., en relación a los niveles de rentabilidad se constató que los mayores indicadores se presentaron en el período 2014, esto se explica por el mayor resultado obtenido durante los tres períodos, una disminución anual del patrimonio total al igual que en los activos totales y, un capital social con igual número de acciones suscritas y pagadas para los tres años. En cuanto a la industria forestal y de combustibles no es posible determinar un comportamiento específico, sin embargo, se observó una disminución en todos los indicadores entre el primer y segundo año. Cabe considerar que las diferencias entre períodos no difieren de una forma considerable al igual que para Empresas Copec S.A., de lo que se infiere una estabilidad a nivel general en las industrias en que la sociedad participa.

En el caso de Compañía Cervecerías Unidas S.A., en cuanto a las razones de rentabilidad de los períodos analizados es posible determinar un comportamiento con tendencia al decrecimiento año tras año en forma leve, dejando ver que el resultado más bajo se obtuvo durante el año 2014 y los niveles más altos alcanzados en los tres tipos de ratios analizados se obtuvieron en el año 2013. En relación al sector de bebidas y alimentos no es posible relacionar las variaciones presentadas por la industria con aquellas expresadas por CCU, no obstante, se infieren dos cosas, la primera es que el sector experimentó estabilidad durante los tres períodos revisados y, la segunda es que al no estipular una relación exacta con la industria, además de las leves variaciones mostradas se deduce que los cambios en los niveles de rentabilidades experimentados por CCU se deben en su mayor parte a las decisiones de gestión tomadas por el administrador financiero de la compañía.

En el caso de Compañía Sudamericana de Vapores S.A., lo primero que se observa es que sólo en el año 2014 todos los indicadores son positivos a diferencia del ejercicio 2013 y 2015, esto se explica por la fusión de CSAV con la alemana Hapag-Lloyd en el segundo año, inversión que reconoce mediante el método de la participación lo que mejora el resultado, además, de una disminución considerable del total de activos al traspasar a dicha empresa el negocio de portacontenedores. En

cuanto al comportamiento de la industria se observa que los indicadores presentados son similares a Vapores, en cuanto a nivel se refiere y, considerando los antecedentes referentes a la desaceleración en China que ha afectado la demanda en el mercado internacional para este sector, es posible inferir que, los niveles de rentabilidad expuestos por la compañía en estudio se han visto afectados por el panorama mundial e industrial.

En el caso de LATAM Airlines Group S.A. los índices de rentabilidad para todos los años son negativos, atribuible principalmente a pérdidas obtenidas durante los tres años. En cuanto al escenario económico Brasil mostró una caída del real siendo este el mercado donde más la compañía concentra sus operaciones, de lo que se infiere que la situación mencionada influyó en los resultados obtenidos por la empresa, siendo la causa la decisión de fusión con TAM por parte del Gobierno Corporativo.

En el caso de S.A.C.I Falabella S.A., se observa desde una visión general de los indicadores de rentabilidad que todos ellos son positivos para cada período en estudio y sus variaciones sufridas de un período a otro no distan demasiado entre sí. El panorama observado para el sector Retail ha sido de decrecimiento en cuanto a índices de rentabilidad se refiere, aunque con variaciones bastante leves, principalmente afectados por los índices arrojados por Ripley en el último año, por lo que, considerando el crecimiento económico del país, incluyendo la desaceleración en 2014 se infiere que ese escenario ha incidido en los resultados positivos obtenidos año tras año por la sociedad.

### **3.6. Conclusiones:**

En base al análisis realizado a los niveles de rentabilidad presentados por las empresas pertenecientes a los grupos económicos seleccionados para la presente investigación, se observó que el grupo que presentó las rentabilidades sobre el patrimonio más altas durante todo el período en estudio es Quiñenco impulsado por CCU. En cuanto a la rentabilidad sobre el activo, los niveles más altos son atribuibles al grupo AntarChile impulsado por Empresas Copec S.A. Finalmente la rentabilidad por acción fue liderada por AntarChile impulsada nuevamente por Empresas Copec S.A.

Desde una visión general, los indicadores de rentabilidad más altos se presentaron durante el ejercicio 2013, seguido por el 2014, siendo las más bajas aquellas obtenidas en período 2015.

Una vez analizadas las empresas en las cuales los Grupo Económicos concentran su inversión, es posible concluir que el Holding que posee el mix de empresas con los mayores niveles de rentabilidad durante los tres períodos en estudio es Quiñenco del Grupo Angelini, principalmente impulsado por las altas rentabilidades presentadas por Compañía Cervecerías Unidas S.A., la cual centra sus actividades en el sector económico de las bebidas y alimentos.

En relación a los indicadores fue posible comprobar que el índice no indica a simple vista éxito o fracaso en cuanto a resultados se refiere, se debe analizar la gestión administrativa que existe tras los elementos que componen la razón financiera. Un ejemplo de ello son los niveles presentados por LATAM en su rentabilidad de inversión los que son iguales para los tres años analizados, sin embargo, los eventos que los sustentan no lo son. Se evidencia un descenso en los activos totales año tras año compensado por disminución de las pérdidas.

En cuanto al alcance de los objetivos perseguidos por las empresas y al escenario económico y legal como factor influyente postulado por Lawrence y Charles (1988) queda plasmado en casos como LATAM con la caída del real; CSAV con la desaceleración económica China y; EPERVA que reconoce dentro de los riesgos principales del negocio la presencia, abundancia y disponibilidad de especies pelágicas, condiciones determinadas tanto por fenómenos y ciclos naturales como por medidas determinadas por la autoridad. Con lo anterior se infiere que el riesgo de mercado se encuentra presente en todos los sectores, sin embargo, su grado de incidencia estará determinado por el tipo de operación que realiza cada organización.

Sumado a lo anterior, la eficacia de la gestión financiera como base en la obtención de resultados favorables trae consigo tres tipos de decisiones que de acuerdo a Carrasco (2006) tendrán efecto en los Estados de Resultado. Además, Ochoa (2001) indica que la función principal del administrador financiero consiste en asignar y administrar los recursos de una compañía. Un ejemplo de ello es el caso de CSAV al traspasar el negocio de portacontenedores a Hapag-Lloyd reestructurando los activos totales y haciendo frente a un escenario económico en la industria poco favorable. Es posible entonces afirmar la existencia de factores internos y externos, es decir, la eficacia de la gestión financiera y el panorama industrial respectivamente, además, de que se ha evidenciado una especie de dinámica entre, los factores externos relacionados al sector y, la forma en que los administradores financieros hacen frente a estos impactos.

No es posible determinar un grado de participación exacto de ambos factores en una empresa, lo cual refuerza la característica de dinamismo entre ambas. Esto quiere decir que, las combinaciones de escenarios pueden ser múltiples, un ejemplo de ello es el caso de CSAV, en dónde el escenario del sector fue categórico, llevando a la empresa a tomar acciones decisivas frente a dicha situación. Otro ejemplo que contrasta completamente el anterior, es en casos en los cuales el panorama externo era un poco más estable que otros, por lo que el camino al éxito dependía en gran parte de las gestiones internas de la organización, como lo fue para CCU que participaba en un sector el cual durante los períodos en estudio demostró estabilidad. Lo anterior no quiere decir que en algunos casos el factor externo no fue considerado, simplemente para algunas industrias y en determinados períodos, el sector económico en que participaban se comportó de manera más estable que otros o, viceversa, en dónde el factor económico industrial fue más concluyente en la toma de decisiones.

Finalmente, fue posible establecer que un buen enfrentamiento por parte de la empresa a los factores externos e internos, no necesariamente se realizan con la intención final de llegar al éxito, en ocasiones la intención tras dicho esfuerzo es mitigar un inminente daño mayor, como es el caso del actuar de CSAV en donde otros casos de empresas del rubro no pudieron contra la quiebra.

## Evidencias que sustentan la investigación

- Angelini, A. (2002-2007). *Especiales Economía y Negocios*. Obtenido de Economía y Negocios: [http://www.economiaynegocios.cl/especiales/anacleto\\_angelini/](http://www.economiaynegocios.cl/especiales/anacleto_angelini/)
- AntarChile. (S.F.). *Quiénes Somos: AntarChile*. Obtenido de AntarChile: [https://www.antarchile.cl/\\_file/biografia\\_aaf.pdf#quienessomos](https://www.antarchile.cl/_file/biografia_aaf.pdf#quienessomos)
- Aquevedo, E. (29 de junio de 2008). *Chile: los 10 principales grupos económicos*. Obtenido de Ciencias Sociales hoy [Blog]: <https://aquevedo.wordpress.com/2008/06/29/chile-los-10-principales-grupos-economicos/>
- Aspee, D. (2016). Análisis de las características de los Gobiernos Corporativos Según la Ley 20.382 y su aplicación en el sector retail. *Investigación Aplicada en Ciencias Empresariales. Volumen I*, 8.
- Bethia. (S.F.). *Quiénes Somos: Historia*. Obtenido de Bethia: <http://www.bethia.cl/#quienes-somos>
- Bodie, Z., & Merton, R. (2003). *Finanzas (1ª ed.)*. México: Pearson Educación.
- Brealey, R., & Myers, S. (1993). *Fundamentos de Financiación Empresarial (4ª ed.)*. Madrid: McGraw-Hill.
- Brigham, E., & Houston, J. (2005). *Administración Financiera (10ª ed.)*. México: Edamsa Impresiones.
- Carrasco, G. (2006). *Gestión Financiera y Mercado de Capitales*. Puerto Montt: Ediciones LOM.
- CEGC. (S.F.). *Concepto: Gobierno Corporativo*. Obtenido de Centro de Excelencia en Gobierno Corporativo: <http://web.uas.mx/cegc/x2000-cegc.asp?titulosec=22>
- Damiani, P., Pino, C., Sanhueza, C., & Vidal, D. (agosto de 2005). *Análisis al Desempeño de los Grupos Empresariales en Chile*. Obtenido de Tesis Universidad de Chile: [http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2005/damiani\\_p/sources/damiani\\_p.pdf](http://www.tesis.uchile.cl/tesis/uchile/2005/damiani_p/sources/damiani_p.pdf)
- Deloitte. (2017). *¿Qué es el Gobierno Corporativo?: Transparencia y Confianza Deloitte*. Obtenido de Deloitte Auditores y Consultores Ltda: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>
- García, R. (enero de 2014). *Norma de Información sobre Prácticas de Gobierno Corporativo*. Obtenido de SVS: [https://www.svs.cl/portal/publicaciones/610/articles-16379\\_doc\\_pdf.pdf](https://www.svs.cl/portal/publicaciones/610/articles-16379_doc_pdf.pdf)
- Jiménez, J., & Jiménez, M. (1993). *Matemáticas Financieras y Comerciales*. Madrid: McGraw-Hill.

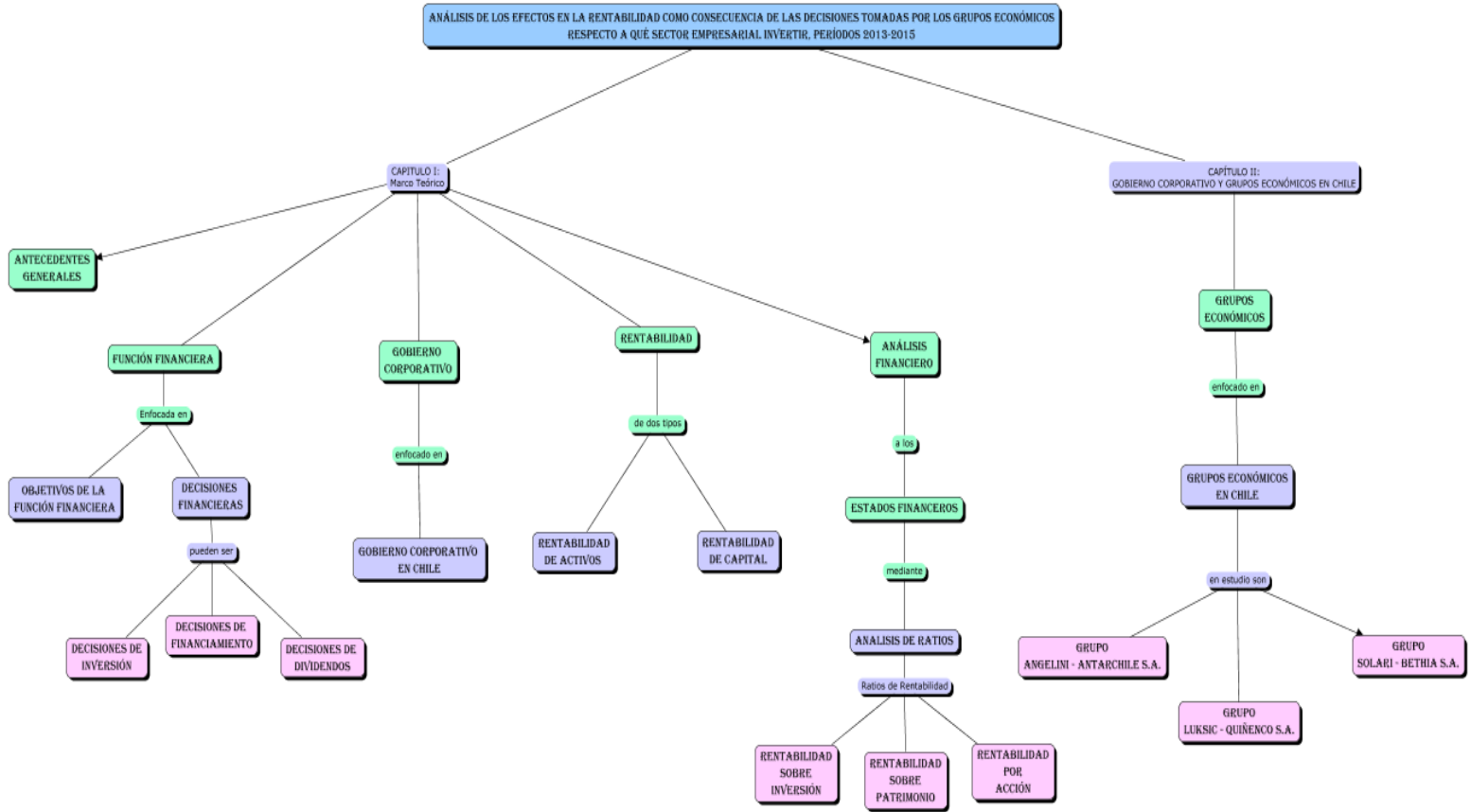
- Jiménez, P. (1999). *Técnicas de análisis financiero para la interpretación de balances*. Santiago: LexisNexis.
- Lefort, F. (diciembre de 2008). *Temas de la Agenda Pública: Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile*. Obtenido de Políticas Públicas Universidad Católica de Chile: <http://politicaspUBLICAS.uc.cl/wp-content/uploads/2015/02/hacia-un-mejor-gobierno-corporativo-en-chile.pdf>
- Matamala, D. (23 de abril de 2015). *La lista completa: la verdad sobre las 1.123 empresas que financian la política en Chile*. Obtenido de CIPER: Centro de Investigación Periodística: <http://ciperchile.cl/2015/04/23/la-lista-completa-la-verdad-sobre-las-1-123-empresas-que-financian-la-politica-en-chile/>
- Mendoza, L. (19 de abril de 2013). *Economía: Familia Solari-Heller dividió grupo Bethia para crear dos sociedades matrices*. Obtenido de La Segunda Online: <http://www.lasegunda.com/Noticias/Economia/2013/04/840163/familia-solari-heller-dividio-grupo-bethia-para-crear-dos-sociedades-matrices>
- Ochoa, G. (2001). *Administración Financiera*. México: McGraw-Hill.
- Philippatos, G., & Ramos, R. (1996). *Administración Financiera, Tomo I*. Santiago: Editorial Conosur .
- QuéPasa. (30 de junio de 2008). *Los 24 grupos empresariales más relevantes de Chile*. Obtenido de Etcheberry Consultores: <http://www.jec.cl/articulos/?p=2728>
- Quiñenco. (2017). *Grupo Luksic*. Obtenido de Quinenco: [http://www.quinenco.cl/esp/grupo\\_luksic.php](http://www.quinenco.cl/esp/grupo_luksic.php)
- RAE. (2001). *Diccionario de la lengua española (22.ªed.)*. Obtenido de Real Academia Española Online: <http://dle.rae.es/srv/search?m=30&w=rentabilidad>
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2009). *Finanzas Corporativas (8ª ed.)*. México: McGraw-Hill.
- Santandreu, E., & Santandreu, P. (2000). *Manual de Finanzas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Schall, L. H. (1988). *Administración Financiera*. México: McGraw-Hill.
- SVS. (22 de octubre de 1981). *Ley de Mercado de Valores Nº18.045. Título XV: de los grupos empresariales, de los controladores y de las personas relacionadas. Artículo 96*. Obtenido de Superintendencia de Valores y Seguros, Chile: [http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-806\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-806_doc_pdf.pdf)
- UDD. (abril de 2014). *Ranking de Grupos Económicos*. Obtenido de Centro de Estudios en Economía y Negocios de la Universidad del Desarrollo: <http://ceen.udd.cl/files/2014/11/RGE-13-12v2.pdf>
- Van Horne, J. (1997). *Administración Financiera (10ª ed.)*. México: Pearson Educación.

Van Horne, J., & Wachowicz, J. (2002). *Fundamentos de Administración Financiera (11ª ed.)*. México: Pearson Educación.

Van Horne, J., & Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera (13ª ed.)*. México: Pearson Educación.

Weston, F., & Copeland, T. (1995). *Finanzas en Administración Vol. I (9ª ed.)*. México: McGraw-Hill.

# Anexo 1: Mapa Marco Teórico



## Anexo 2: Recopilación de Datos: “Selección Objeto en Estudio”

### A. Trabajo a realizar

#### Trabajo a realizar

##### Criterio para la selección del objeto en estudio

- 1<sup>º</sup> Se escogerán 3 grupos económicos de Chile. Considerando el período en estudio, nos posicionaremos en el año inicial y buscaremos en el RGE que entrega la Universidad del Desarrollo los 3 primeros puestos de la tabla a diciembre de 2013. Dicho ranking clasifica trimestralmente a los principales grupos empresariales chilenos, de acuerdo al nivel y crecimiento de su patrimonio bursátil, ingresos y activos consolidados.
- 2<sup>º</sup> Se escogerá para cada grupo económico, el holding o empresa que tenga el mayor porcentaje de propiedad, en el caso de participar en más
- 3<sup>º</sup> Se identificarán todas las empresas pertenecientes a cada holding seleccionado, para luego escoger 2 empresas por holding, aplicándose los siguientes filtros en este orden:
  - a. Filtro Cualitativo:
    - ✓ No se considerarán aquellas empresas pertenecientes al sector financiero, o aquellas que sólo reflejen la tenencia de una inversión.
    - ✓ Empresas que presenten su información financiera a la Superintendencia de Valores y Seguros.
  - b. Filtro Cuantitativo:
    - ✓ Se obtendrán los porcentajes de distribución de la inversión de cada grupo durante cada año en estudio, se calculará un promedio de los tres años para cada empresa para luego clasificar las empresas de mayor a menor en base a su porcentaje de distribución de la inversión, quedando posicionadas en un ranking.
- 4<sup>º</sup> Revisar la información financiera existente y determinar la necesidad de un cálculo de ratios.

## B. Resultados de selección

### Resultados de selección

Grupo 1: Angelini	% Propiedad (2015)	Empresas	Sector Económico	Presentan info. SVS	Ranking	Info. Que se debe calcular
					Distribución de la Inversión	
Antar Chile	74,01%	Eperva	Pesquera	✓	3º	NA
		Empresas Copec	Forestal Combustible Pequero Minería	✓	1º y 2º	NA

Grupo 2: Luksic	% Propiedad (2015)	Empresas	Sector Económico	Presentan info. SVS	Ranking	Info. Que se debe calcular
					Distribución de la Inversión	
Quiñenco	81,28%	CCU	Alimentos	✓	2º	NA
		CSAV	Transporte	✓	1º	NA

Grupo 3: Solari	% Propiedad (2015)	Empresas	Sector Económico	Presentan info. SVS	Ranking	Info. Que se debe calcular
					Distribución de la Inversión	
Bethia	100,00%	SACI Falabella	Retail	✓	1º	RATIOS
		LATAM	Transporte	✓	2º	NA

## C. Conclusión de la selección

---

---

### Conclusión

---

---

Finalmente y luego de aplicados los procedimientos ya mencionados, los grupos y empresas seleccionadas son las siguientes:

Grupo 1: Angelini

Holdings: Antarchile S.A.

Empresas: Empresas Copec S.A.; Empresa Pesquera Eperva S.A.

Grupo 2: Luksic

Holdings: Quiñenco S.A.

Empresas: Compañía Cervecerías Unidas S.A.; Compañía Sud Americana de Vapores S.A.

Grupo 3: Solari

Holdings: Bethia S.A.

Empresas: S.A.C.I Falabella; Latam Airlines Group S.A.

## Anexo 3: Recopilación de Datos: “Selección Grupos y Empresas”

### A. Criterio 1: Selección Grupos Económicos



Ranking de Grupos Económicos

Abril 2014

Diciembre 2013: Angelini se mantiene en el primer lugar, seguido por Luksic con el mayor crecimiento.

**Cuadro 1**  
Ranking Grupos Económicos (RGE)  
dic-13

GRUPO ECONÓMICO	Ranking General	Cambio Posición Ranking General sep. 2013 - dic. 2013)
ANGELINI	1	+0
SOLARI	2	+4
LUKSIC	3	-1
CUETO	4	+5
YARUR	5	-1
SAID	6	-3
PAULMANN	7	-2
HURTADO VICUÑA	8	+3
SECURITY	9	+1
FERNANDEZ LEÓN	10	+2
CGE	11	+2
CALDERÓN	12	+2
SIGDO KOPPERS	13	+2
PENTA	14	+3
BOFILL	15	+3
NAVARRO	16	+0
MATTE	17	-9
SAIEH	18	-11
GUIJISASTI - LARRAÍN	19	+2
CCHC	20	+3
CAP	21	-1
EMBNOR	22	-3
URENDA	23	+9
SALFACORP	24	+0
MULTIEXPORT FOODS	25	+1
CLARO	26	+1
TATTERSALL	27	+1
PONCE LEROU	28	-3
BRIONES	29	+2
BEZANILLA	30	+3
LECAROS MENENDEZ	31	-1
FORUS	32	-10
SOCOYESA	33	-4

Fuente: Elaboración propia en base a FECUS dic-2013 y memorias 2013

El Ranking de Grupos Económicos (RGE) clasifica trimestralmente de mayor a menor a los principales grupos empresariales chilenos, de acuerdo al nivel y el crecimiento de su patrimonio bursátil, ingresos y activos consolidados. Esta edición del RGE corresponde al cuarto trimestre del año 2013 (Octubre - Diciembre).

Desde el segundo trimestre de 2013, el RGE incluye al grupo de la **Cámara Chilena de la Construcción** dada su creciente relevancia. Las empresas principales de este grupo son Inversiones la Construcción y Caja los Andes. Dado que este grupo económico es nuevo dentro del RGE, solo podremos compararlo con el trimestre anterior.

Los activos de los grupos en el RGE disminuyeron un 40% con respecto al trimestre anterior y aumentaron un 8% respecto al mismo período del año anterior.

Por otra parte, el patrimonio bursátil disminuyó un 0,26% durante el trimestre, y un 13,8% en doce meses, reflejando también la caída de los precios bursátiles en el período. La disminución del patrimonio bursátil de las empresas consideradas en el RGE difirió moderadamente de la variación trimestral y anual del IPSA (1,9% de aumento trimestral y 10,3% de disminución anual) e IGPA (1,5% de aumento trimestral y 10% de disminución anual).

Por último, los ingresos crecieron un 39% con respecto al trimestre previo, y un 12% en doce meses.

## B. Criterio 2 y 3: Selección de holding y empresas

Grupo 1: Angelini	% Propiedad (2015)	Empresas	Sector Económico	Presentan info. SVS	Ranking (4)*	Info. Que se debe calcular
					Distribución de la	
Inversiones Siemel S.A.	81,68%	Agrícola Siemel Ltda.	Agrícola	✗	NA	NA
		Comercializadora Novaverde S.A.	Agroindustria	✗	NA	NA
		SerCor	Servicios Corporativos	✗	NA	NA
		Atton	Inmobiliario	✓	NA	NA
		Valle Grande	Agrícola	✗	NA	NA
		Ped to Green	Tecnologías Uera	✗	NA	NA
Antar Chile S.A.	74,01% (1)*	Eperva	Pesquera	✓	3*	NA
		Empresas Copec	Forestal Combustible Pequero Minería	✓	1* y 2*	NA
		Colbun	Energía	✓	4*	NA

**Selección Holding:** ANTARCHILE S.A.  
Si bien el grupo Angelini posee mayor porcentaje de propiedad en Inversiones Siemel S.A., se ha seleccionado AntarChile S.A. debido a que en Siemel la mayoría de sus empresas en las cuales participa son privadas y no presentan información a la Superintendencia de Valores y Seguros.

**Empresas:** Eperva, Empresas Copec y Colbun presentan información financiera a la Superintendencia de Valores y Seguros.  
Por otra parte, al aplicar el último filtro de selección obtenemos que, en cuanto a % de distribución de la inversión por sector económico, quedan posicionadas las empresas en el siguiente orden: Primero Empresas Copec, seguido por Eperva y finalmente Colbun no quedando así seleccionada.

**(1)\***  
El grupo Angelini, controlador de AntarChile S.A., tiene un porcentaje total de 74,014231% en forma directa e indirecta.  
Dicho control se ejerce como sigue:  
a) Directamente:  
Don Roberto Angelini con un 0,211269%;  
Doña Patricia Angelini con un 0,225283%;  
b) Indirectamente a través de:  
Inversiones Angelini y Cía. Ltda. con un 63,401503%;  
Inmobiliaria y Turismo San José S.A. con un 0,073300%;  
Jean Pierre Corp. con un 5,525419%;  
Yolab Investment Corp. con un 4,577457%;  
Fuente: Memoria Anual 2015 AntarChile S.A.

Grupo 2: Luksic	% Propiedad (2015)	Empresas	Sector Económico	Presentan info. SVS	Ranking (4)*	Info. Que se debe calcular
					Distribución de la	
Antofagasta PLC	65%	Antofagasta Minerals	Minería	✗	NA	NA
		Aguas Antofagasta	Sanitaria	✓	NA	NA
Quiñenco	81,28% (2)*	Banco Chile	Financiero	✗	NA	NA
		CCU	Bebidas y alimentos	✓	2*	NA
		Inveans	Inversión en manufactura	✓	NA	NA
		Tech Pack	Manufacturero	✓	3*	NA
		ENEX	Energía	✗	NA	NA
		CSAV	Transporte	✓	1*	NA
SAAM	Serv. Portuarios y navieros	✓	4*	NA		

**Selección Holding:** Quiñenco S.A.  
El grupo Luksic posee mayor porcentaje de participación en Quiñenco S.A. a diferencia de Antofagasta PLC.

**Empresas:** CCU, Tech Pack, CSAV y SAAM presentan información financiera a la Superintendencia de Valores y Seguros. Banco de Chile e Inveans pertenecen al sector financiero y Enex no presenta información financiera a la SVS.  
Como último filtro y en cuanto al % de distribución de la inversión por sector económico, quedan posicionadas en el siguiente orden: CSAV, seguido por CCU, Tech Pack y finalmente SAAM.

**(2)\***  
El grupo Luksic, controlador de Quiñenco, tiene un porcentaje total de 81,28% a través de:  
Andsberg Inversiones Ltda. con un 41,29%;  
Ruana Copper A.G. Agencia Chile con un 15,39%;  
Inversiones Consolidadas Ltda. con un 8,48%;  
Inversiones Salta Ltda. con un 1,42%;  
Inversiones Alaska Ltda. con un 1,21%;  
Inmobiliaria e Inversiones Río Claro S.A. con un 10,82%;  
Inversiones Río Claro Ltda. con un 2,67%;  
Fuente: Memoria Anual 2015 Quiñenco  
Fuente: Página web de Antofagasta PLC: <http://www.aminerals.cl/que-hacemos/inversionistas/>

Grupo 3: Solari	% Propiedad (2015)	Empresas	Sector Económico	Presentan info. SVS	Ranking (4)*	Info. Que se debe calcular
					Distribución de la	
Betfam	100%	Blue Express	Distribución	×	NA	NA
		Sotraser	Transporte	×	NA	NA
		Ancali	Agrícola	×	NA	NA
		Megavisión	Comunicación	×	NA	NA
		Bethwines	Vitivinícola	×	NA	NA
Bethia	100% (3)*	Aguas Andinas SA	Sanitaria	✓	5*	NA
		Club Hípico Santiago	Deporte	✓	3*	NA
		Colmena	Salud	×	NA	NA
		SACI Falabella	Retail	✓	1*	RATIOS
		LATAM	Transporte	✓	2*	NA

**Selección Holding:** Bethia S.A.

El control de ambos holding los tiene en su totalidad el Grupo Solari por tratarse de empresas privadas que no cotizan en bolsa. Sin embargo, se ha seleccionado a Bethia S.A. y descartado a Betfam porque esta última sólo agrupa empresas privadas en que el Grupo Solari es el único que participa de ellas, no abiertas al mercado, por lo tanto no presentan información financiera a la Superintendencia de Valores y Seguros.

**Empresas:** Aguas Andinas S.A., Club Hípico Santiago, SACI Falabella y LATAM presentan información financiera a la Superintendencia de Valores y Seguros.

Isapre Colmena no presenta información a la SVS.

Por otra parte, al aplicar el último filtro relacionado con % de distribución de la inversión por sector económico, quedan posicionadas en el siguiente orden: Primero SACI Falabella, segundo LATAM, le sigue en tercer lugar Club Hípico Santiago y finalmente Aguas Andinas S.A.

**(3)\***

Se entiende al Grupo Solari el único partícipe del holding Bethia debido a que se trata de un grupo privado en el que sólo participan miembros de la familia.

Fuente: <http://www.lasegunda.com/Noticias/Economia/2013/04/840163/familia-solari-heller-dividio-grupo-bethia-para-crear-dos-sociedades-matrices>

**(4)\***

Procedimiento de obtención del Ranking:

Ver pestaña "Distribución de la Inversión"

## Anexo 4: Recopilación de Datos: “Distribución de inversión”

### Criterio 3: Distribución de la inversión

Grupo 1: Angelini	Sector Económico	Inv. 2013 1.273 MM US\$	Inv. 2014 922 MM US\$	Inv. 2015 800 MM US\$
Antar Chile	Pesquero	4,40%	1,60%	1,60%
	Forestal	67,90%	66,60%	58,60%
	Combustible	27,60%	31,70%	39,70%
	Otros	0,10%	0,10%	0,10%

Promedio	Ranking
2,53%	3
64,37%	1
33,00%	2
0,10%	4

El primer lugar en la tabla es para el sector forestal con el promedio más alto de distribución de la inversión, durante los tres años tomados en estudio.

En segundo lugar se posiciona el sector de combustible, seguido por el sector pesquero, quedando en cuarto lugar otros sectores en los cuales el grupo mantiene inversiones.

Fuente: Distribución de la inversión, presentado en las memorias anuales de Empresas Copec 2013, 2014 y 2015.

Antarchile no hace referencia de la distribución exacta de la inversión, pero sí indica que casi un 98% de su inversión está destinada en Empresas Copec, la cual en sus memorias anuales presenta la distribución de su inversión por sector económico.

Grupo 2: Luksic	Sector Económico	Inv. 2013 MM\$2.862.650	Inv. 2014 MM\$3.382.369	Inv. 2015 MM\$3.432.795
Quiñenco	Financiero	34,00%	27,00%	28,00%
	Efectivo	18,00%	9,00%	4,00%
	Energía	16,00%	15,00%	15,00%
	Bebidas y Alimentos	10,00%	9,00%	9,00%
	Trasporte	8,00%	22,00%	24,00%
	Portuario y Naviero	7,00%	7,00%	8,00%
	Manufacturero	6,00%	10,00%	11,00%
	Otros	1,00%	1,00%	1,00%

Promedio	Ranking
29,67%	NA
10,33%	NA
15,33%	NA
9,33%	2
18,00%	1
7,33%	4
9,00%	3
1,00%	5

Los sectores Financieros y Efectivo no serán considerados para la aplicación de este criterio, porque ya han quedado descartados al momento de mencionar los criterios de selección del objeto en estudio.

El sector de Energía tampoco será considerado ya que queda descartado cuando aplicamos previamente el filtro a las empresas que no presentaban información financiera a la Superintendencia de Valores y Seguros.

El primer lugar lo obtiene el sector de transporte con el promedio de porcentaje de distribución de la inversión más alto en los tres años en estudio.

El sector de bebidas y alimentos se posiciona en el segundo lugar, seguido por el sector manufacturero.

El cuarto lugar es para el sector portuario y naviero, seguido por otros sectores en el quinto lugar, con el porcentaje más bajo de la tabla.

Fuente: Distribución de la Inversión, presentado en las memorias anuales de Quiñenco S.A. 2013, 2014 y 2015.-

Grupo 3: Solari	Sector Económico	Inv. 30.06.2016 MM\$1.489.000
Bethia	Retail	82,00%
	Transporte	10,00%
	Sanitaria	2,00%
	Salud	3,00%
	Otros	4,00%

Promedio	Ranking
82,00%	1
10,00%	2
2,00%	5
3,00%	4
4,00%	3

Para efectos de clasificar la distribución de la inversión de Bethia, nos basaremos en la única información entregada en su página oficial del grupo, la que corresponde al primer semestre del año 2016.

El sector Retail se posiciona en primer lugar, siendo éste el sector económico al cual Bethia distribuye su mayor porcentaje de la inversión.

El segundo lugar es para el sector de transporte, seguido por Otros sectores en los cuales Bethia invierte.

En cuarto lugar encontramos a el sector de la salud, para finalmente posicionarse con el porcentaje más bajo de la tabla, el sector sanitario.

Fuente: <http://www.bethia.cl/#nuestras-inversiones>

## Anexo 5: Recopilación de Datos: “Rentabilidad Grupal”

### Indicadores de Rentabilidad

Rent. Sobre el Patrimonio		Sector Económico	2013	2014	2015	Total Prom.	Rent. Grupal	Tabla Puntuación
Antar Chile	Empresas Copec	Forestal; Combustible	7,80%	8,80%	6,60%	7,73%	7,65%	59%
	EPERVA	Pesquero	2,14%	2,86%	-5,26%	-0,09%		
Quiñenco	CCU	Alimentos y Bebidas	15,4%	11,9%	11,6%	12,97%	12,99%	100%
	CSAV	Transporte	-0,179%	0,266%	-0,007%	0,03%		
Bethia	S.A.C.I Falabella	Retail	13,00%	12,50%	12,92%	12,81%	12,76%	98%
	LATAM	Transporte	-0,05%	-0,02%	-0,06%	-0,04%		

Las rentabilidades más altas de patrimonio se presentaron en el año 2013, seguidas por las obtenidas en 2014 y finalmente las del período 2015.

El Grupo con la rentabilidad sobre el patrimonio más alta durante el período en estudio es Quiñenco, impulsado por CCU; le sigue Bethia impulsado con S.A.C.I y; finalmente AntarChile con Empresas Copec.

Rent. Sobre el Activo		Sector Económico	2013	2014	2015	Total Prom.	Rent. Grupal	Tabla Puntuación
Antar Chile	Empresas Copec	Forestal; Combustible	8,60%	8,80%	8,60%	8,67%	8,71%	100%
	EPERVA	Pesquero	1,21%	1,41%	-2,49%	0,04%		
Quiñenco	CCU	Alimentos y Bebidas	8,1%	6,8%	6,7%	7,20%	7,23%	83%
	CSAV	Transporte	-0,070%	0,169%	-0,007%	0,03%		
Bethia	S.A.C.I Falabella	Retail	5,02%	4,56%	4,55%	4,71%	4,70%	54%
	LATAM	Transporte	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%		

Las rentabilidades más altas de activo se presentaron en el año 2013, seguidas por las obtenidas en 2014 y finalmente las del período 2015.

El Grupo con la rentabilidad sobre activo más alta durante el período en estudio es AntarChile impulsado por Empresas Copec; le sigue Quiñenco con CCU y; finalmente queda Bethia impulsado por S.A.C.I.

Rent. Por Acción		Sector Económico	2013	2014	2015	Total Prom.	Rent. Grupal	Tabla Puntuación
Antar Chile	Empresas Copec (US\$)	Forestal; Combustible	0,60	0,66	0,44	0,57	0,56	100%
	EPERVA (US\$)	Pesquero	-0,001	0,020	-0,035	-0,01		
Quiñenco	CCU (CLP\$)	Alimentos y Bebidas	0,636	0,533	0,462	0,54	0,54	97%
	CSAV (USD\$)	Transporte	-0,011	0,015	-0,001	0,00		
Bethia	S.A.C.I Falabella (CLP\$)	Retail	0,392	0,350	0,333	0,36	-0,02	-3%
	LATAM (USD\$)	Transporte	-0,53	-0,20	-0,40	-0,38		

Las rentabilidades más altas por acción se presentaron en el año 2014, seguidas por las obtenidas en 2013 y finalmente las del período 2015.

Para efectos de comparación las empresas que presentan los índices de Rentabilidad por Acción en CLP\$ fueron convertidos a USD\$ para cada año en estudio.

El Grupo con la rentabilidad por acción más alta durante el período en estudio es AntarChile; seguido por Quiñenco y; finalmente la rentabilidad más baja la presenta para los tres períodos, Bethia.

Grupo Económico	Tabla Puntuación Total	Ranking
AntarChile	86%	2
Quiñenco	93%	1
Bethia	50%	3

Desde una visión general, los indicadores de rentabilidad más altos se presentaron durante el ejercicio 2013, seguido por el año 2014, siendo las más bajas aquellas obtenidas en período 2015.

El Holding con el mix de empresas que obtuvieron las más altas rentabilidades durante los tres años en estudio es Quiñenco, principalmente impulsado por las altas rentabilidades presentadas por su empresa CCU. En segundo lugar queda AntarChile y en última posición Bethia.

Fuente: Análisis razonado SVS

## Anexo 6: Recopilación de Datos: “Información por empresa”

### A. Angelini – Empresas COPEC S.A.

#### Recolección de datos

AntarChile S.A. - Empresas Copec S.A.				
	2013	2014	2015	Total Prom.
Porcentaje Propiedad (1)	60,82%	60,82%	60,82%	60,82%
Porcentaje Distribución Inversión (1)	27,60%	31,70%	39,70%	33,00%
<b>Indicadores (2)</b>				
Rentabilidad de Patrimonio (%)	7,80%	8,80%	6,60%	7,73%
Rentabilidad del Activo (%)	8,60%	8,80%	8,60%	8,67%
Rentabilidad de Acción (US\$)	0,60	0,66	0,44	0,57

(1) Fuente: Memorias anuales

(2) Fuente: Análisis Razonado SVS

### B. Angelini – EPERVA S.A.

#### Recolección de datos

AntarChile S.A. - Eperva S.A.				
	2013	2014	2015	Total Prom.
Porcentaje Propiedad (1)	18,70%	18,70%	18,70%	18,70%
Porcentaje Distribución Inversión (1)	4,40%	1,60%	1,60%	2,53%
<b>Indicadores (2)</b>				
Rentabilidad de Patrimonio (%)	2,14%	2,86%	-5,26%	-0,09%
Rentabilidad del Activo (%)	1,21%	1,41%	-2,49%	0,04%
Rentabilidad de Acción (US\$)	-0,000788	0,020254	-0,034679	-0,005071

(1) Fuente: Memorias anuales

(2) Fuente: Análisis Razonado SVS

### C. Quiñenco – CCU S.A.

#### Recolección de datos

Quiñenco S.A. - Compañía Cervecerías Unidas S.A.				
	2013	2014	2015	Total Prom.
Porcentaje Propiedad (1)	60,00%	60,00%	60,00%	60,00%
Porcentaje Distribución Inversión (1)	10,00%	9,00%	9,00%	9,33%
<b>Indicadores (2)</b>				
Rentabilidad de Patrimonio (%)	15,40%	11,90%	11,60%	12,97%
Rentabilidad del Activo (%)	8,10%	6,80%	6,70%	7,20%
Rentabilidad de Acción (CLP\$)	333,0	323,6	326,9	327,83

(1) Fuente: Memorias anuales

(2) Fuente: Análisis Razonado SVS

### D. Quiñenco – CSAV S.A.

#### Recolección de datos

Quiñenco S.A. - Compañía Sud Americana de Vapores S.A.				
	2013	2014	2015	Total Prom.
Porcentaje Propiedad (1)	46,00%	55,20%	55,97%	52,39%
Porcentaje Distribución Inversión (1)	8,00%	22,00%	24,00%	18,00%
<b>Indicadores (2)</b>				
Rentabilidad de Patrimonio (%)	-0,179%	0,266%	-0,007%	0,03%
Rentabilidad del Activo (%)	-0,070%	0,169%	-0,007%	0,03%
Rentabilidad de Acción (US\$)	-0,011	0,015	-0,0005	0,0012

(1) Fuente: Memorias anuales

(2) Fuente: Análisis Razonado SVS

## E. Solari – LATAM S.A.

### Recolección de datos

Bethia S.A. - LATAM Airlines Group S.A.				
	2013	2014	2015	Total Prom.
Porcentaje Propiedad (1)	6,30%	6,10%	6,10%	6,17%
Porcentaje Distribución Inversión (1)	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
<b>Indicadores (2)</b>				
Rentabilidad de Patrimonio (%)	-0,05%	-0,02%	-0,06%	-0,04%
Rentabilidad del Activo (%)	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%
Rentabilidad de Acción (US\$)	-0,53	-0,20	-0,40	-0,3767

(1) Fuente: Memorias anuales

(2) Fuente: Análisis Razonado

## F. Solari – S.A.C.I. S.A.

### Recolección de datos

Bethia S.A. - S.A.C.I Falabella				
	2013	2014	2015	Total Prom.
Porcentaje Propiedad (1)	10,32%	10,00%	10,00%	10,11%
Porcentaje Distribución Inversión (1)	82,00%	82,00%	82,00%	82,00%
<b>Indicadores (2)</b>				
Rentabilidad del patrimonio (%)	13,00%	12,50%	12,92%	12,81%
Rentabilidad del activo (%)	5,02%	4,56%	4,55%	4,71%
Rentabilidad por acción (CLP\$)	205,20	212,41	235,77	218

(1) Fuente: Memorias anuales

(2) Fuente: Análisis Razonado

## Anexo 7: Recopilación de Datos: “Cálculos de ratios”

### Cálculo ratios de rentabilidad - Eperva S.A.

Eperva S.A.	2013		2014		2015	
	Datos	Cálculo	Datos	Cálculo	Datos	Cálculo
<b>Rentabilidad de Patrimonio M\$</b>						
Ganancia (Pérdida) Total	11.595.000	2,14%	15.451.000	2,85%	- 25.842.000	-5,26%
(Pat. Ej. Actual + Pat. Ej. Anterior)/2	542.518.500		542.993.000		491.405.000	
<b>Rentabilidad del Activo M\$</b>						
Ganancia (Pérdida) Total	11.595.000	1,21%	15.451.000	1,41%	- 25.842.000	-2,49%
(Act. Ej. Actual + Act. Ej. Anterior)/2	954.583.500		1.096.268.500		1.036.552.500	
<b>Rentabilidad de Acción (US\$)</b>						
Ganancia (Pérdida) Propietarios Controladora	- 245.000		6.237.000	0,020254	- 10.782.000	
N de acciones Suscritas y Pagadas	310.906.758	-0,000788018	310.906.758		310.906.758	-0,034679

\* Corrección en el cálculo de la rentabilidad Patrimonial en 2015. Se constató que en el análisis razonado presentado por la empresa a la SVS se había utilizado la Ganancias correspondiente al año 2014 cuando realmente correspondía usar la pérdida obtenida en 2015. Lo anterior se recalculó en este cuadro y se trabajó la investigación con dichos datos modificados.

Fuente: Memorias Anuales Eperva S.A. 2013, 2014 y 2015

### Cálculo ratios de rentabilidad - S.A.C.I. Falabella

S.A.C.I Falabella	2013		2014		2015	
	Datos	Cálculo	Datos	Cálculo	Datos	Cálculo
<b>Rentabilidad de Patrimonio M\$</b>						
Resultado del ejercicio	497.107.399	13,00%	517.105.560	12,50%	573.981.887	12,92%
Patrimonio Total	3.824.645.665		4.138.265.420		4.443.291.036	
<b>Rentabilidad del Activo M\$</b>						
Resultado del ejercicio	497.107.399	5,02%	517.105.560	4,56%	573.981.887	4,55%
Total Activos	9.895.312.382		11.345.456.639		12.606.396.655	
<b>Rentabilidad de Acción (CLP\$)</b>						
Resultado del ejercicio	497.107.399.000	205,20	517.105.560.000	212,41	573.981.887.000	235,77
N de acciones Suscritas y Pagadas	2.422.583.377		2.434.465.103		2.434.465.103	

\* S.A.C.I Falabella no presenta análisis razonado con el respectivo cálculo de ratios a la SVS, por lo que para efectos de esta investigación se ha hecho el cálculo en esta hoja, con los cuales se trabajará la investigación.

Fuente: Memorias Anuales S.A.C.I 2013, 2014 y 2015

### Cálculo ratios de rentabilidad - Cencosud

Cencosud (En millones de pesos chilenos)	2013		2014		2015	
	Datos	Cálculo	Datos	Cálculo	Datos	Cálculo
<b>Rentabilidad de Patrimonio MM\$</b>						
Resultado del ejercicio	157.454	3,69%	101.275	2,36%	187.535	4,72%
Patrimonio Total	4.261.367		4.291.486		3.970.812	
<b>Rentabilidad del Activo MM\$</b>						
Resultado del ejercicio	157.454	1,56%	101.275	0,95%	187.535	1,85%
Total Activos	10.065.234		10.716.503		10.110.726	
<b>Rentabilidad de Acción (CLP\$)</b>						
Resultado del ejercicio	157.454.000.000	55,663	101.275.000.000	35,802	187.535.000.000	66,297
N de acciones Suscritas y Pagadas	2.828.723.963		2.828.723.963		2.828.723.963	

\* Para efectos de comparación con la industria las empresas del sector Retail, se han calculado los ratios de rentabilidad de Cencosud debido a que en sus memorias no existía dicho cálculo. El detalle de las partidas del Estado de Situación Financiera y de el Estado de Resultados Integrales utilizadas se encuentran detalladas en el mismo cuadro.

Fuente: Memorias Anuales CENCOSUD 2013, 2014 y 2015

## Anexo 8: Recopilación de Datos: “Comparación con la Industria”

### Comparación de rentabilidad con la Industria

EPERVA S.A.	2013			2014			2015		
	EPERVA S.A.	BLUMAR S.A.	CAMANCHACA S.A.	EPERVA S.A.	BLUMAR S.A.	CAMANCHACA S.A.	EPERVA S.A.	BLUMAR S.A.	CAMANCHACA S.A.
SECTOR: PESQUERO									
Rentabilidad de Patrimonio (%)	2,14%	-10,68%	-5,53%	2,86%	10,41%	3,47%	-5,26%	-2,42%	-2,90%
Rentabilidad del Activo (%)	1,21%	-5,00%	3,15%	1,41%	5,71%	12,75%	-2,49%	-1,13%	7,27%
Rentabilidad de Acción US\$	-0,000788	-0,02523		0,020254	0,02411		-0,034679	-0,00541	

EMPRESAS COPEC S.A.	2013			2014			2015		
	EMPRESAS COPEC S.A.	CMPC	ENAP REFINERIAS S.A.	EMPRESAS COPEC S.A.	CMPC	ENAP REFINERIAS S.A.	EMPRESAS COPEC S.A.	CMPC	ENAP REFINERIAS S.A.
SECTOR: COMBUSTIBLE Y FORESTAL									
Rentabilidad de Patrimonio (%)	7,80%	2,40%	48,59%	8,80%	1,67%	12,03%	6,60%	-0,04%	54,62%
Rentabilidad del Activo (%)	8,60%	1,39%	1,81%	8,80%	0,94%	0,77%	8,60%	-0,02%	7,18%
Rentabilidad de Acción US\$	0,6	0,09	0,46	0,66	0,06	0,18	0,44	0	1,4

CCU S.A.	2013			2014			2015		
	CCU S.A.	AGROSUPER S.A.	COCA-COLA EMBONOR S.A.	CCU S.A.	AGROSUPER S.A.	COCA-COLA EMBONOR S.A.	CCU S.A.	AGROSUPER S.A.	COCA-COLA EMBONOR S.A.
SECTOR: BEBIDAS Y ALIMENTOS									
Rentabilidad de Patrimonio (%)	15,40%	8,90%	10,11%	11,90%	17,10%	7,39%	11,60%	12,60%	8,62%
Rentabilidad del Activo (%)	8,10%	4,50%	5,80%	6,80%	9,40%	3,69%	6,70%	7,60%	4,38%
Rentabilidad de Acción CLP\$	333	3,72	56,47	323,6	8,62	43,77	326,9	6,83	54,94

CSAV	2013			2014			2015		
	CSAV S.A.	CMC S.A.	SAAM	CSAV	CMC S.A.	SAAM	CSAV	CMC S.A.	SAAM
SECTOR: TRANSPORTE MARÍTIMO									
Rentabilidad de Patrimonio (%)	-0,179%	0,002%	10,97%	0,266%	-0,275%	8,73%	-0,007%	0,475%	9,63%
Rentabilidad del Activo (%)	-0,070%	0,002%	6,87%	0,169%	-0,104%	5,31%	-0,007%	0,254%	5,64%
Rentabilidad de Acción US\$	-0,011	0,001	0,007552	0,015	-0,027	0,006269	-0,0005	0,088	0,00708

LATAM S.A.	2013			2014			2015		
	LATAM US\$	METRO S.A. CLP\$		LATAM US\$	METRO S.A. CLP\$		LATAM US\$	METRO S.A. CLP\$	
SECTOR: TRANSPORTE AÉREO									
Rentabilidad de Patrimonio (%)	-0,05%	-4,18%		-0,02%	-7,00%		-0,06%	-8,10%	
Rentabilidad del Activo (%)	-0,01%	-2,39%		-0,01%	-3,91%		-0,01%	-4,24%	
Rentabilidad de Acción (US\$) (*)	-0,53	-0,0027		-0,20	-0,0037		-0,40	-0,0035	

S.A.C.I. Falabella	2013			2014			2015		
	S.A.C.I.	CENCOSUD	RIPLEY	S.A.C.I.	CENCOSUD	RIPLEY	S.A.C.I.	CENCOSUD	RIPLEY
SECTOR: RETAIL									
Rentabilidad de Patrimonio (%)	13,00%	3,69%	5,60%	12,50%	2,36%	7,20%	12,92%	4,72%	-6,00%
Rentabilidad del Activo (%)	5,02%	1,56%	2,20%	4,56%	0,95%	2,60%	4,55%	1,85%	-2,00%
Rentabilidad de Acción CLP\$	205,2	55,66	22,7	212,41	35,82	30,5	235,77	66,3	-23,6

(\*) Para efectos de comparación la Rentabilidad de Acción correspondiente a Metro S.A. ha sido convertida a US\$ en base al dólar observado presentado por el SII en cada año en estudio.