

UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO
Facultad de Ciencias Empresariales
Departamento de Auditoría y Administración



MEMORIA PARA OPTAR AL TÍTULO DE CONTADOR AUDITOR

ESTRATEGIAS UTILIZADAS POR GRUPOS
ECONÓMICOS NACIONALES Y SU APORTE AL VALOR
ECONÓMICO

ALUMNOS : MARIANELLA FAZZI U.
SELÍN SIERRA R.
PROFESOR GUIA : ALEX MEDINA G.

CONCEPCIÓN, 2006

INDICE

INTRODUCCIÓN	5
1. – FUNDAMENTOS DE LA ESTRATEGIA	7
1.1. – CONCEPTO DE ESTRATEGIA	7
1.2. – LA DIRECCIÓN ESTRATÉGICA DE LA EMPRESA	11
1.3. – GENERACIÓN DE ESTRATEGIAS	14
1.3.1. – Niveles de la Estrategia	15
1.4. – ESTRATEGIA A NIVEL INSTITUCIONAL	16
1.5. – ESTRATEGIA ANIVEL CORPORATIVO	16
1.5.1. – Estrategia de Concentración	18
1.5.1.1. – Estrategia de Especialización	18
1.5.1.2. – Estrategia de Integración Horizontal	18
1.5.1.3. – Estrategia de Integración Vertical	19
1.5.1.4. – Estrategia de Desarrollo de Negocios	20
1.5.2. – Estrategia de Diversificación	20
1.5.1.5. – Diversificación Relacionada	22
1.5.1.6. – Diversificación No Relacionada	22
1.5.3. – Estrategias de Ajustes y Adaptación	23
1.5.3.1. – Estrategia de Cambio de Posición	23
1.5.3.2. – Estrategia de Atrincheramiento	23
1.5.3.3. – Estrategia de Reestructuración de la Cartera	24
1.5.4. – Métodos de Desarrollo Estratégico	25
1.5.4.1. – Desarrollo Interno	25
1.5.4.2. – Desarrollo Externo	25
1.5.4.3. – Desarrollo Conjunto	26

1.6. – ESTRATEGIA A NIVEL DE NEGOCIOS	29
1.6.1. – Estrategia de Crecimiento	29
1.6.1.1. – Estrategia de Penetración en el Mercado	30
1.6.1.2. – Estrategia de Desarrollo del Mercado	30
1.6.1.3. – Estrategia de Desarrollo del Producto	34
1.6.1.4. – Estrategia de Diversificación	34
1.6.2. – Estrategias Competitivas Genéricas	35
1.6.2.1. – Estrategia de Impulso a la Oferta	35
1.6.2.2. – Estrategia de Orientación a la Demanda	37
1.7. – ESTRATEGIA A NIVEL FUNCIONAL	38
1.7.1. – Estrategia de Internalización y de Externalización de las Actividades de Valor	41
2. – LOS GRUPOS ECONÓMICOS: CONCEPTOS Y SELECCIÓN	42
2.1. – DEFINICIÓN DE GRUPO ECONÓMICO	43
2.2. – EL PAPEL DE LA SEDE CENTRAL DEL GRUPO ECONÓMICO	46
2.3. – MODELOS BÁSICOS DE DIRECCIÓN DE LA SEDE CENTRAL	47
2.3.1. – Planificación Estratégica	48
2.3.2. – Control Financiero	49
2.3.3. – Control Estratégico	50
2.4. – EL PAPEL DE LA FILIAL EN LA ESTRUCTURA DEL GRUPO ECONÓMICO	52
2.5. – ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LOS GRUPOS ECONÓMICOS CHILENOS	59
2.6. – TIPOS DE ESTRUCTURAS JURÍDICAS DE LOS GRUPOS ECONÓMICOS	62
2.7. – LOS GRUPOS ECONÓMICOS EN CHILE	64
2.8. – SELECCIÓN DE GRUPOS ECONÓMICOS	65
2.8.1. – Grupo Paulmann	66
2.8.2. – Grupo Solari	70
2.8.3. – Grupo Angelini	73
2.8.4. – Grupo Claro	78

3. – METODOLOGÍA SEGUIDA EN LA VALORACIÓN DE GRUPOS ECONÓMICOS	81
3.1. – MÉTODO DE FLUJO EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICIÓN	84
3.1.1. – Ajustes Extracontables	84
3.1.2. – Determinación del Valor Económico Creado por la Empresa	87
3.1.2.1. – Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital	87
3.1.2.2. – Determinación del Flujo Efectivo de libre Disposición	91
4. – VALOR ECONÓMICO APORTADO POR ESTRATEGIAS DE CONCENTRACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN	98
4.1. – ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DE CENCOSUD	100
4.2. – ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DE FALABELLA	105
4.3. – ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DE ANTARCHILE	109
4.4. – ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DE LA CSAV	113
4.5. – ANÁLISIS DEL VALOR ECONÓMICO DE GRUPOS ECONÓMICOS CONCENTRADOS	117
4.6. – ANÁLISIS DEL VALOR ECONÓMICO DE GRUPOS ECONÓMICOS DIVERSIFICADOS	119
4.7. – ANÁLISIS DEL VALOR ECONÓMICO APORTADO POR LA ESTRATEGIA DE CONCENTRACIÓN Y DE DIVERSIFICACIÓN	121
CONCLUSIONES	123
BIBLIOGRAFÍA	128
ANEXOS	131

INTRODUCCIÓN

Es ampliamente conocido que el proceso de globalización y cambio tecnológico han motivado que las empresas rediseñen sus estrategias y renueven sus estructuras organizativas, de modo que sea factible responder a las amenazas y/o aprovechar las múltiples oportunidades que brinda el nuevo marco institucional y sectorial. En este contexto, se cuestiona a la empresa como unidad última de análisis.

Las empresas de una economía no siempre son entidades independientes carentes de vínculos de propiedad entre sí. Con frecuencia, algunas empresas participan en el capital de otras dando lugar a los denominados grupos económicos. Básicamente, un grupo económico puede ser el resultado del crecimiento interno, manifestado en la creación de empresas nuevas, derivarse de fusiones o adquisiciones de otras ya establecidas, o ser fruto de un proceso que combine ambos métodos.

Desde la óptica de su alcance, la creación, compras o fusiones pueden limitarse a empresas del mismo sector industrial (estrategia de concentración) o extenderse a actividades en otros sectores industriales (estrategia de diversificación). En los últimos años ha existido un amplio debate con respecto a cual es la mejor estrategia de crecimiento para una empresa, la concentración o la diversificación. Por tanto, estas razones y la cada vez más numerosa presencia de grupos económicos de tamaño grande y mediano, en lugar de la empresa, motivaron a realizar la presente memoria, que tiene como finalidad realizar un análisis comparativo, de las estrategias de concentración y de diversificación utilizadas por cuatro grupos económicos seleccionados, medido por medio del valor económico aportado por cada estrategia.

Para el desarrollo de esta memoria, se realizó la siguiente estructura de trabajo: El primer capítulo comienza con la exposición del concepto de estrategia propuesto por parte de varios autores a través del tiempo y la evolución que ha presentado el sistema de dirección de la empresa. Luego se describen los distintos niveles estratégicos de la empresa, enfocándose en la formulación de estrategias a nivel corporativo y de negocios.

El segundo capítulo se refiere a los grupos económicos. Se presentan diversas definiciones y conceptos básicos sobre este tema. Posteriormente, se seleccionan cuatro grupos, dos de ellos conformados por empresas concentradas en un sector industrial y los otros dos presentes en diversos sectores industriales de la economía.

En el tercer capítulo, se presenta detalladamente la metodología seguida en la valoración de los grupos económicos seleccionados. El método elegido es el flujo efectivo de libre disposición (FEL), ya que además de estimar el valor económico creado, muestra el valor distribuido del mismo, lo cual lo hace mucho más consistente a la hora de utilizarlo para la valoración de una empresa. Además, este método no ha tenido gran divulgación en la literatura del ámbito económico, como lo que ha ocurrido con el método del valor económico añadido.

Por último, en el cuarto capítulo se analizan los resultados obtenidos en el siguiente orden: análisis de los resultados de cada grupo económico, comparación de los resultados obtenidos por los grupos económicos concentrados, comparación de los resultados obtenidos por los grupos diversificados y finalmente, se encuentra el análisis del valor económico aportado por la estrategia de concentración y de diversificación.

CAPÍTULO 1

FUNDAMENTOS DE LA ESTRATEGIA

Actualmente las empresas se mueven en un entorno extremadamente difícil. El entorno en el que se vive es enormemente cambiante y competitivo. La competencia entre las empresas es cada vez más abierta y más dura, estas tienen que luchar para sobrevivir y crecer rentablemente en este entorno.

En esta realidad, es la estrategia quien marca el rumbo. Es lo que permite entender si el éxito de una empresa, su crecimiento y su rentabilidad pueden ser sustentables en el tiempo.

En este contexto, es cada vez más necesario que los empresarios y los altos directivos de las empresas dediquen un mayor esfuerzo y realicen un análisis más profundo en la generación y selección de la estrategia más adecuada para responder a los retos del entorno y de esta manera hacer a la empresa más competitiva.

1.1. - CONCEPTO DE ESTRATEGIA

Son numerosas las definiciones que han sido propuestas para el concepto de estrategia por parte de varios autores a través del tiempo. Sin embargo, la mayoría de ellos han ofrecido solamente una dimensión de este concepto sin duda complejo. En modo de ejemplo, uno de los puntos de vista más antiguos y clásicos del concepto de estrategia es el de Andrews (1977: 59), quien define estrategia como “el patrón de los principales objetivos, pronósticos o metas y las políticas y planes esenciales para lograrlos, establecidos de tal manera que definan en que clase de negocio de la empresa está o quiere estar y que clase de empresa es o quiere ser”.

Por su parte, Hax y Majluf (1997: 24) consideran que el concepto de estrategia es de carácter multidimensional ya que “abarca todas las actividades fundamentales de la empresa, otorgándole un sentido de unidad, orientación y propósito y facilitando al mismo tiempo los cambios necesarios inducidos por su entorno”.

A partir de un examen extenso del trabajo de algunos de los autores más destacados en el campo de la estrategia, Hax y Majluf (1997: 24-39), identifican nueve dimensiones esenciales que, en conjunto, proponen una definición unificada del concepto de estrategia que integra, de manera constructiva, todas las diversas contribuciones en este campo.

De este modo, estrategia:

1. Determina el propósito organizativo en términos de objetivos a largo plazo, programas de acción y prioridades de asignación de recursos;
2. Selecciona los negocios en los que participa o debe participar la organización;
3. Intenta alcanzar una ventaja sostenible de largo plazo en cada uno de sus negocios, respondiendo en forma apropiada a las oportunidades y amenazas provenientes del entorno de la empresa y a las fortalezas y debilidades de la organización;
4. Identifica las tareas de gestión específicas en los niveles corporativos, de negocios y funcional;
5. Constituye un patrón de decisiones coherente, unificador e integrador;
6. Define la naturaleza de las contribuciones económicas y no económicas que se proponen para los grupos participantes de la empresa o “stakeholders”;
7. Es una expresión del propósito estratégico de la organización;
8. Apunta a desarrollar y fomentar las competencias centrales de la empresa;
9. Es un medio para invertir selectivamente en recursos tangibles e intangibles que desarrollen las suficientes capacidades que aseguren una ventaja competitiva sostenible.

Cabanelas (1997: 251-253) por su parte, define estrategia como “el proceso que, a través de la anticipación de los cambios en el entorno y las acciones imprevistas de oponentes inteligentes, trata de integrar objetivos y políticas y establecer las acciones para alcanzarlos orientando la organización de recursos”. Además, señala que la estrategia puede ser interpretada desde los siguientes ángulos:

- Estrategia como proceso de reflexión.

Desde este ángulo, la estrategia es considerada como un proceso racional, o un curso de acción consciente, que establece pautas para abordar una situación concreta, que incluya las etapas de análisis, diseño de los objetivos y estrategias, formalización e implantación de la estrategia.

- Estrategia como posición.

En este caso, la estrategia busca ajustar la organización con el entorno, normalmente hostil y complejo, a través de un proceso de adaptación y especialización que le permita un mejor nivel de competitividad.

- Estrategia como norma de comportamiento.

En este caso la estrategia establece una forma determinada de actuar de la organización y fundamentalmente de las personas que la integran, lo cual está muy ligado con la cultura empresarial. En este contexto, a veces la estrategia es más fruto del comportamiento de las personas que del diseño de una estrategia concreta, por lo que es más emergente que deliberada.

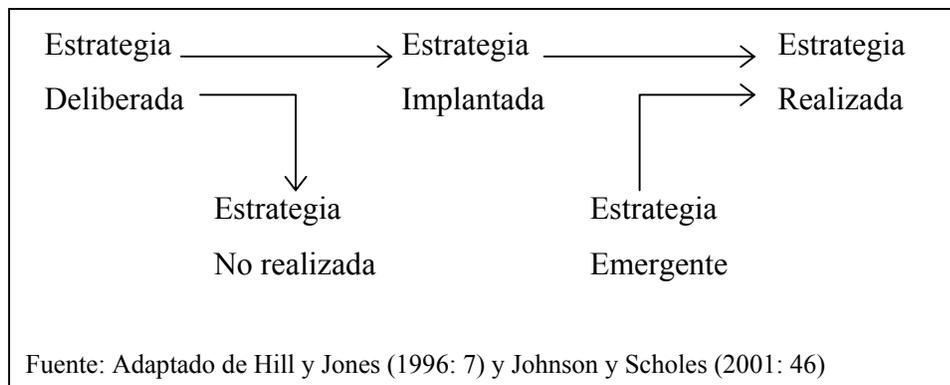
Siguiendo un orden cronológico, Johnson y Scholes (2001: 10) señalan que estrategia es “la dirección y el alcance de una organización a largo plazo, y permite conseguir ventajas para la organización a través de su configuración de recursos en un entorno cambiante, para hacer frente a las necesidades de los mercados y satisfacer las expectativas de los stakeholders”.

Según nuestra opinión, la definición más apropiada para el concepto de estrategia es la que propone Cabanelas, quien señala que no es suficiente establecer la estrategia como un proceso racional, ni tampoco como una posición de adaptación y especialización para mantenerse en un entorno complejo. Además se necesita una intencionalidad que integre el comportamiento que deseamos que se produzca.

De manera similar, Mintzberg (1985: 257) considera que la estrategia de una organización no siempre es el producto de una planeación racional, a menudo es la respuesta emergente a circunstancias no previstas. El criterio de este autor se refiere a que la estrategia es más de lo que una empresa intenta o planea hacer, también es lo que realmente se lleva a cabo.

En el cuadro 1.1, se muestra el esquema propuesto por Mintzberg, en el cual la estrategia realizada está constituida por cualquier estrategia deliberada (planificada), en realidad llevada a cabo, y cualquier estrategia emergente (no planeada).

Cuadro 1.1. - Estrategia emergente y deliberada



1.2. - LA DIRECCIÓN ESTRATÉGICA DE LA EMPRESA

Así como ha ido evolucionando el concepto de estrategia a través del tiempo, la empresa ha ido configurando un sistema de dirección, en busca de un modelo de solución y explicación de sus problemas, tal como es planteado por Bueno (1987: 17).

Según Cabanelas (1997: 254), el sistema de dirección ha ido evolucionando, pasando del modelo de la planificación corporativa (años cincuenta - setenta) al de la planificación estratégica (años setenta - ochenta) y de éste a la dirección estratégica.

A partir de los años ochenta surge la dirección estratégica, como una solución a la necesidad permanente de adaptación de la empresa a un entorno altamente inestable. El aumento del dinamismo en el entorno y el incremento de la complejidad, son probablemente los aspectos que más han modificado los planteamientos sobre los que se sostenían los primeros esquemas de la dirección estratégica (Cabanelas, 1997: 255).

La dirección estratégica, siguiendo lo indicado por Johnson y Scholes (2001: 14-16), se puede considerar, al menos, de dos formas distintas: En primer lugar, la dirección estratégica se ocupa de la toma de decisiones respecto a situaciones ambiguas y no rutinarias con implicaciones sobre la totalidad de la organización más que sobre operaciones específicas. Por otro lado, está la dirección operativa, que es la actividad principal de los directivos, es fundamental para aplicar de manera adecuada una estrategia, pero no es lo mismo que la dirección estratégica. El cuadro 1.2 resume algunas de las características que diferencian a la dirección estratégica de la dirección operativa.

Cuadro 1.2. - Características de la dirección estratégica y de la dirección operativa

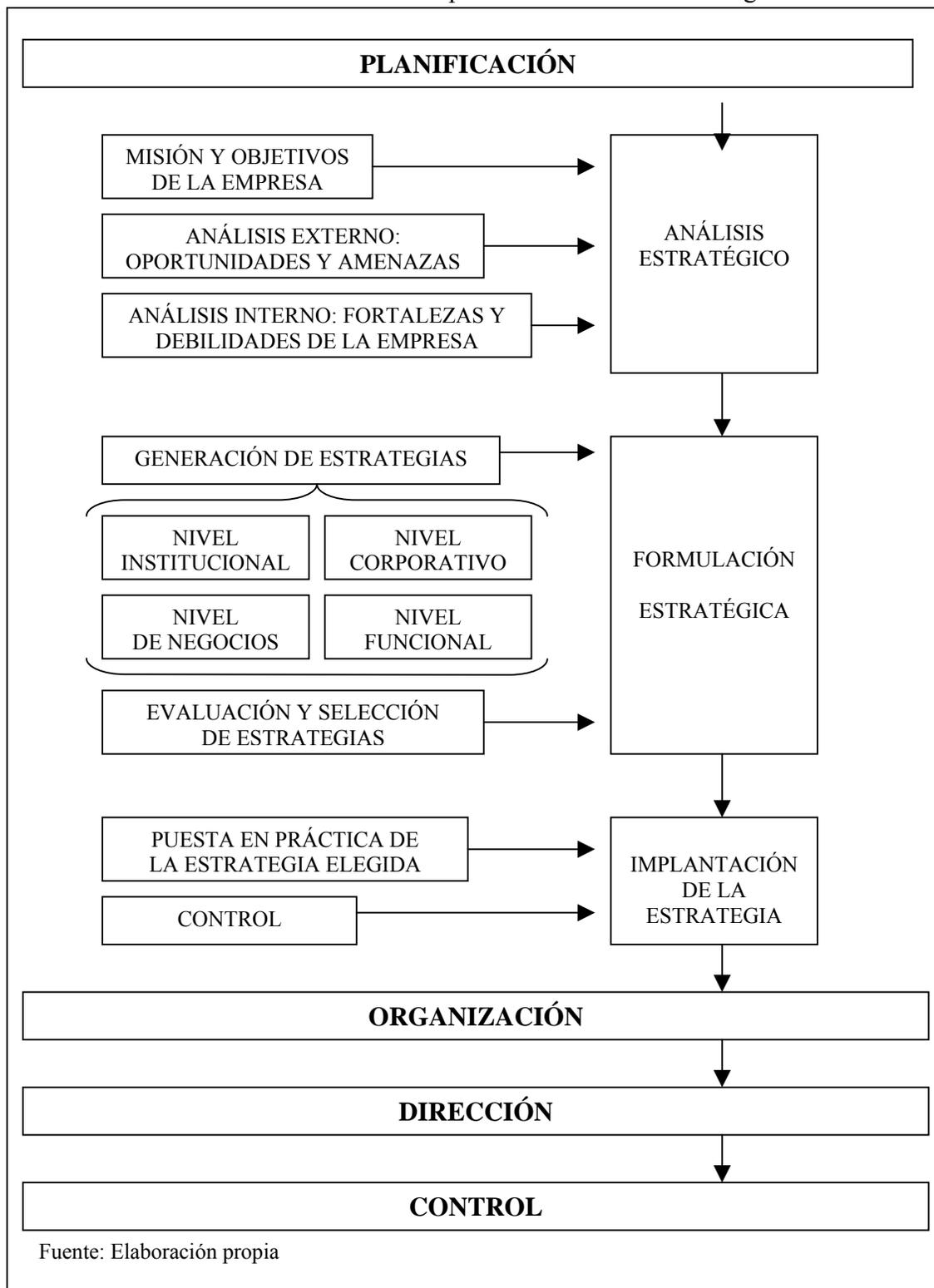
DIRECCIÓN ESTRATÉGICA	DIRECCIÓN OPERATIVA
Ambigua	Rutinaria
Compleja	
Organización global	Operatividad específica
Fundamental	
Implicaciones a largo plazo	Implicaciones a corto plazo
Fuente: Johnson v Scholes (2001: 16)	

En concreto, la dirección estratégica se concentra en elementos fundamentales de la dirección y está más relacionada con la decisión que con la acción, al contrario de lo que ocurre con la dirección operativa que está más relacionada con la acción que con la toma de decisiones (Cabanelas, 1997: 165).

En segundo lugar, la dirección estratégica se debe ocupar de formular e implantar la estrategia, en otras palabras, debe ocuparse de garantizar que la estrategia se lleve a la práctica. En este sentido, se puede considerar a la dirección estratégica como un proceso, el cual está compuesto por tres elementos fundamentales. La dirección estratégica incluye el *análisis estratégico*, en este análisis el estratega intenta comprender la posición estratégica de la organización, la *formulación estratégica*, que tiene que ver con la generación de las posibles acciones a emprender, su evaluación y la selección entre ellas y, por último, la *implantación de la estrategia*, que implica tanto la planificación de cómo poner en práctica la estrategia elegida, así como de dirigir los cambios necesarios (Johnson y Scholes, 2001: 16).

No obstante lo anterior, se considera que el proceso de dirección estratégica no finaliza con la implantación de la estrategia como es sustentado por destacados autores, entre los que se pueden citar a Johnson y Scholes (2001: 16), Navas y Guerras (2002: 49), etc. Este proceso, siguiendo a Cabanelas (1997: 161-162), está compuesto por cuatro etapas: la *planificación*, la etapa en la cual se centrará, que abarca el análisis estratégico, la formulación estratégica y la implantación de la estrategia, la *organización*, la *dirección o liderazgo* y el *control*, como se puede observar en el cuadro 1.3.

Cuadro 1.3. - El proceso de dirección estratégica



En el cuadro anterior se puede observar a la planificación de la estrategia como una secuencia ordenada de etapas, en donde, el análisis estratégico precede a la formulación estratégica que, a su vez, precede a la implantación de la estrategia. Sin embargo, es importante señalar que, habitualmente en la práctica, estos elementos no adoptan esta forma lineal, si no que están interrelacionados, tal como es planteado por Johnson y Scholes (2001: 16).

Además, es importante comprender que la planificación estratégica considera formular una estrategia deliberada, a través de procesos de planificación racional. Muchas empresas tienen sistemas formales de planificación, y consideran que estos contribuyen positivamente al desarrollo de la estrategia. Sin embargo, no todas las empresas adoptan estos sistemas, pero incluso cuando los tienen, sería un error suponer que las estrategias provienen únicamente de los sistemas de planificación, debido a que generalmente las estrategias deliberadas (planeadas) no terminan realizándose, o sólo una parte de lo que se había planeado termina materializándose, tal como es expuesto con anterioridad en el análisis del concepto de estrategia.

Por lo tanto, y siguiendo los planteamientos de destacados autores, entre los que se pueden citar a Mintzberg (1985: 257), Hill y Jones (1996: 5-7, 15), Cabanelas (1997: 253) y Johnson y Scholes (2001: 44-46), las estrategias emergentes (no planeadas) pueden ser tan o aún más exitosas que las estrategias planeadas.

1.3. - GENERACIÓN DE ESTRATEGIAS

En líneas generales, se puede entender por generación de estrategias, la actividad mediante la cual la empresa debe formular, en los distintos *niveles estratégicos*, las posibles alternativas que se tienen para conseguir la misión y los objetivos que se han establecido en el análisis estratégico.

1.3.1. - Niveles de la Estrategia

La mayoría de los autores destacados en el campo de la estrategia, consideran tres niveles de estrategias, correspondientes a distintos niveles jerárquicos en la organización. Estos tres niveles son: estrategia corporativa, estrategia de negocios y estrategia funcional.

Sin embargo, Cabanelas (1997: 258) agrega un cuarto nivel que corresponde a la estrategia institucional. De esta manera, como se puede observar en el cuadro 1.4, los cuatro niveles de la estrategia, desde el nivel más alto al más bajo son: estrategia institucional, corporativa, de negocios y funcional, a cada uno de los cuales se le asignan responsabilidades gerenciales muy diferentes.

Cuadro 1.4.- Los niveles de la estrategia



1.4. - ESTRATEGIA A NIVEL INSTITUCIONAL

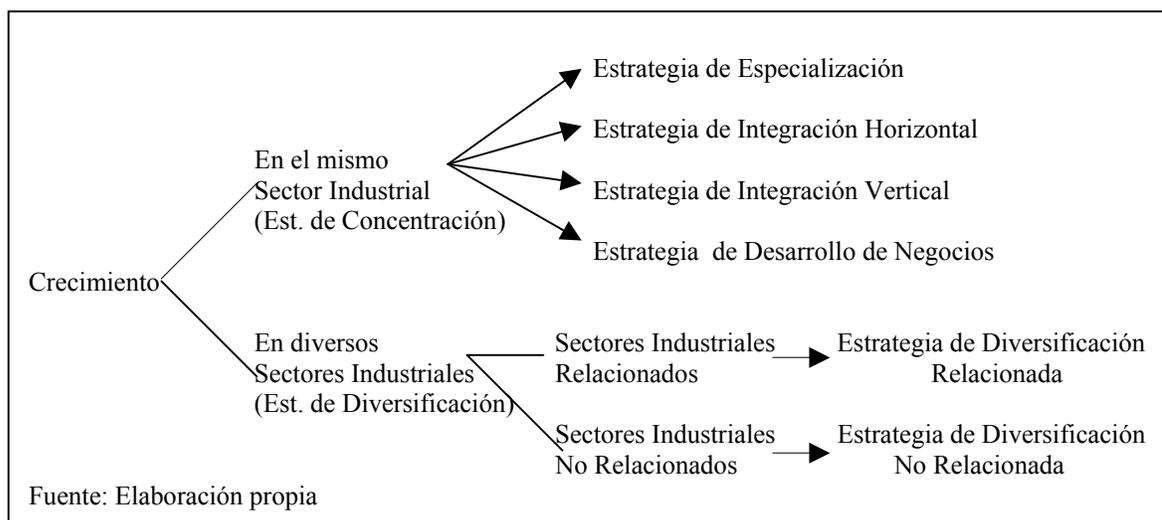
Este primer nivel de la estrategia se refiere al papel que la empresa desempeña en la sociedad. Para toda organización es fundamental que la comunidad en donde se desenvuelve perciba una buena imagen de ella. Por lo cual su actividad se debe enmarcar dentro de ciertos principios éticos y de compromiso con la sociedad. Esta estrategia es probablemente una de la menos desarrollada por las empresas.

1.5. - ESTRATEGIA A NIVEL CORPORATIVO

Este nivel, se refiere a la organización en su conjunto, centrándose en la delimitación del campo de actividad de la empresa. La empresa debe definir los distintos negocios en los que desea participar, los cuales pueden pertenecer a un mismo sector industrial o a diversos sectores industriales, así como también la cobertura geográfica que se desea cubrir.

En este sentido, toda empresa en su deseo por crecer e incrementar su valor económico tiene que decidir acerca de los sectores industriales en los que participará. El cuadro 1.5 refleja las estrategias de crecimiento a nivel corporativo, clasificadas de acuerdo al alcance de los sectores industriales en los que participa la empresa.

Cuadro 1.5. - Estrategias de crecimiento a nivel corporativo



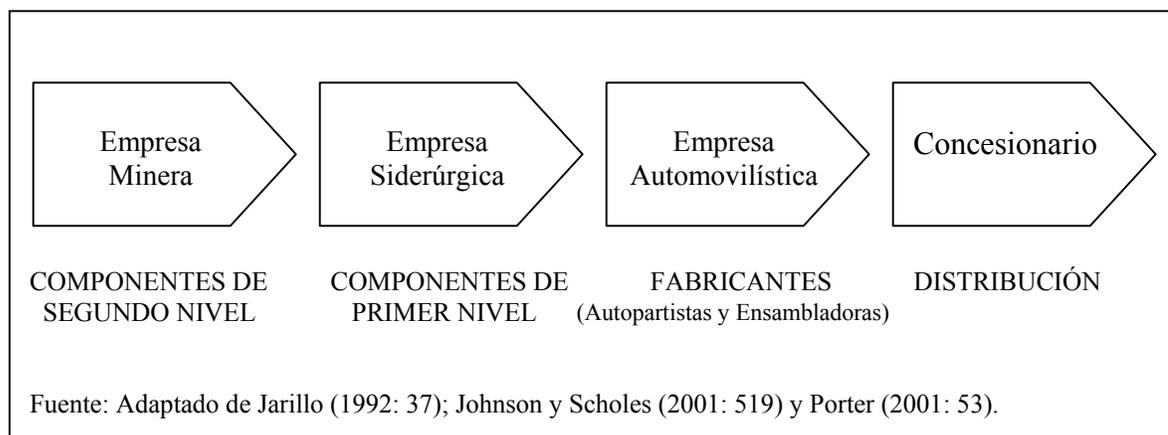
Antes de analizar cada una de las estrategias a nivel corporativo, es fundamental presentar la definición de sector industrial.

▪ **Definición de Sector Industrial**

Todas las actividades realizadas por una unidad de negocio pueden ser representadas usando una cadena de valor, la cual será analizada posteriormente. La cadena de valor de un negocio esta incrustada en un campo más grande de actividades, a las cuales se les denomina sistema de valor (Porter, 2001: 51-52) o sector industrial.

En sentido amplio, se puede considerar al sector industrial como el conjunto de una serie de procesos o actividades consecutivas, pero separables, necesarias para la fabricación y comercialización de un producto o servicio. Entre estas actividades se distinguen a los extractores de materia prima, los transformadores de fase (transformación intermedia), los creadores de producto y los comercializadores (Cabanelas, 1997: 102). El cuadro 1.6 muestra un modo de reflejar lo planteado, en un sector industrial en particular.

Cuadro 1.6. - Sistema de valor del sector automóvil



La empresa ocupa un lugar en el sistema de valor y por ende, es absolutamente importante para la organización decidir a que segmento o segmentos de un sector industrial en particular se dedicarán (Jarillo, 1992: 93).

En concreto, y siguiendo a Porter (2001: 287), las definiciones más estrechas del sector industrial se refieren a la segmentación del sector industrial y las definiciones más amplias abarcan todas las interrelaciones entre los segmentos y unidades de negocios.

1.5.1. – Estrategia de Concentración

Una empresa sigue una estrategia de concentración, cuando todas sus unidades de negocios se concentran en el mismo sector industrial. En otras palabras, una empresa concentrada aunque pueda estar participando en una amplia cartera de negocios, concentra las actividades de cada uno de estos negocios dentro de una misma industria.

1.5.1.1. - Estrategia de Especialización

La estrategia de especialización se da cuando una empresa concentra sus negocios en una actividad principal o en un segmento del sector industrial. Sin embargo, cuando una empresa sigue esta estrategia y además participa en el sector industrial concentrándose en un solo negocio (empresa altamente especializada), se corre un gran riesgo. Debido a que “se están poniendo todos los huevos en el mismo canasto”. Si el negocio fracasa, la empresa fracasará también, ya que depende sólo de ese negocio.

1.5.1.2. - Estrategia de Integración Horizontal

Mediante la integración horizontal, una empresa se mantiene en un sector industrial, tratando de adquirir el dominio o una mayor cantidad de acciones de sus competidores. Esta estrategia le permite a la organización aumentar el control sobre la competencia.

Según David (1997: 63), la integración horizontal es conveniente cuando los competidores están fallando debido a la falta de experiencia administrativa o porque requieren determinados recursos que la empresa sí tiene. Esta estrategia no sería conveniente si los competidores estuvieran fallando debido a que las ventas de la industria entera estuvieran disminuyendo.

1.5.1.3. - Estrategia de Integración Vertical

Esta estrategia es utilizada por las empresas para tener mayor control sobre los proveedores y los clientes (distribuidores). Es decir, la empresa se convierte en su propio proveedor o cliente emprendiendo actividades que antes eran cubiertas con operaciones de mercado. A la vez, es posible distinguir dos tipos de integración vertical:

- a) **Integración regresiva o hacia atrás:** ocurre cuando la empresa integra actividades de los proveedores y, de este modo, aumentar el control sobre ellos. Este tipo de integración puede resultar muy conveniente cuando los proveedores actuales son muy caros, poco confiables o incapaces de satisfacer las necesidades de la empresa (David, 1997: 54).
- b) **Integración progresiva o hacia delante:** en este caso la empresa emprende actividades antes desarrolladas por los clientes (distribuidores), permitiéndole a la empresa aumentar el control sobre ellos. La integración hacia delante es conveniente cuando los distribuidores actuales de la empresa son demasiado caros, poco confiables o no satisfacen las necesidades de distribución de la organización, cuando la organización cuenta con los recursos humanos y de capital necesarios para administrar la distribución o cuando los distribuidores actuales tienen elevados márgenes de utilidad (David, 1997: 63).

No obstante lo anterior, si una empresa concentrada en un sector industrial se integra verticalmente, adquiriendo una organización ya sea de un proveedor o distribuidor, y este último además participa en otro sector industrial, esta situación implicará a la empresa adquiriente pasar a ser una empresa diversificada.

1.5.1.4. - Estrategia de Desarrollo de Negocios

La empresa debe definir el alcance actual de cada unidad estratégica de negocio (UEN): los productos (se usará este término en sentido genérico a través de esta memoria para referirse tanto a los bienes como a los servicios), los mercados y las ubicaciones geográficas que en la actualidad forman parte del negocio; y el nuevo alcance del negocio: los productos, los mercados y las ubicaciones geográficas que planean añadir a la unidad de negocio (Hax y Majluf, 1997: 84). De esta manera, las decisiones estratégicas respecto al desarrollo de cada unidad de negocio corresponde tomarlas a nivel corporativo. Sin embargo, como su nombre lo indica, se desarrollan en el ámbito de negocios y por lo cual, las distintas estrategias susceptibles de utilizar, serán analizadas en ese nivel.

1.5.2. - Estrategia de Diversificación

Según Berry (1975), la estrategia de diversificación representa un incremento en el número de industrias en las cuales las empresas son activas o participan. Es decir, mediante esta estrategia, se busca el crecimiento de una empresa por medio del desarrollo de negocios pertenecientes a más de un sector industrial.

Esta estrategia requiere un gran esfuerzo por parte de toda la empresa ya que, implica conocimientos, tecnologías e instalaciones nuevas, así como también cambios en su estructura organizativa, en sus procesos de dirección y en sus sistemas de gestión (Navas y Guerras, 2002: 333). Por este motivo, se puede considerar a la diversificación como la estrategia más drástica y arriesgada entre las estrategias de crecimiento.

No obstante, aunque la estrategia de diversificación sea sin duda compleja, son diversos los motivos por los cuales las empresas optan por la diversificación. La razón principal es que mediante la diversificación se disminuye el riesgo de la empresa ya que, aunque ésta fracase en un sector, por estar constituido por negocios con bajo rendimiento u otra razón, es difícil pensar que fracasará en todos sus sectores.

Según Thompson y Strickland (1994: 185), otro motivo que justifica la diversificación es una mayor creación de valor para los accionistas, al compararla con la estrategia de concentración. Sin embargo, para lograr crear valor para los accionistas, una empresa debe participar en negocios que tengan mejores rendimientos bajo una dirección común que los que obtendrían si funcionaran como empresas independientes.

▪ **Tipos de Diversificación**

Huerta, Martínez y Navas (2004: 60-61) recogen en su artículo las principales clasificaciones de los tipos de diversificación, las cuales corresponden a Ansoff (1976) y Rumelt (1974) según los autores.

Según la clasificación de Ansoff (1976: 148) se distinguen cuatro estrategias de diversificación: diversificación horizontal, diversificación vertical, diversificación concéntrica y diversificación conglomerada (Navas y Guerras, 2002: 335-336).

Sin embargo, la clasificación de Rumelt (1974), como también la mayoría de los autores, distingue dos tipos básicos de diversificación: la estrategia de diversificación relacionada y la estrategia de diversificación no relacionada.

Relacionando la clasificación de Ansoff con la clasificación de Rumelt, se puede decir que la diversificación relacionada incluiría a la diversificación horizontal, vertical y la concéntrica. Mientras que la primera y la tercera son ciertamente muy similares, la vertical tiene claros aspectos diferenciadores que hace que requiera un análisis propio, incluso algunos autores, como el propio Rumelt, la considera como una estrategia aparte de la diversificación (Navas y Guerras, 2002: 337).

1.5.2.1. - Diversificación Relacionada

La diversificación es relacionada cuando los sectores industriales en los que participa una empresa mantienen una cierta relación. De esta manera, se puede decir que los negocios de la empresa se encuentran relacionados, lo que permite compartir los conocimientos, habilidades, tecnologías o recursos entre los negocios, es decir, se generan sinergias entre todos los negocios de la empresa.

1.5.2.2. - Diversificación No Relacionada

La diversificación no relacionada o de conglomerado, supone que entre los sectores industriales en los que participa una empresa no existe ninguna relación. En este caso, no se busca aprovechar los recursos o conocimientos infrautilizados, como tampoco generar sinergias con los nuevos negocios. Solo pueden generarse sinergias en el ámbito financiero y en el del sistema de dirección ya que, las habilidades concernientes a estos ámbitos son las únicas que pueden aprovecharse.

1.5.3. – Estrategias de Ajuste y Adaptación

Para una empresa que presenta un mal rendimiento en su cartera de negocios, no es fácil lograr sus objetivos de crecimiento. Este bajo rendimiento puede ser ocasionado por grandes pérdidas en una o más unidades de negocio, que hacen que disminuya el rendimiento financiero general de la organización, ya sea por un número desproporcionado de negocios en sectores industriales poco atractivos, por una carga excesiva de endeudamiento, por una mala elección en las adquisiciones, etc.

Las estrategias de cambio de posición, atrincheramiento y reestructuración de la cartera permiten que “una cartera de negocios enferma recupere su salud”, tal como es planteado por Thompson y Strickland (1994: 201).

1.5.3.1. - Estrategia de Cambio de Posición

El propósito de esta estrategia es solucionar los problemas de los negocios responsables de la disminución del rendimiento, para que estos negocios recuperen su rentabilidad en lugar de abandonarlos.

1.5.3.2. - Estrategia de Atrincheramiento

La estrategia de atrincheramiento se lleva a cabo cuando una empresa se encuentra en demasiados negocios, sin poder lograr que algunos de ellos sean rentables después de haberlo intentando durante varios años. En este caso, es necesario reducir la magnitud de la cartera a una menor cantidad de negocios y, de esta manera, concentrar los esfuerzos en los negocios rentables.

El atrincheramiento se logra mediante una estrategia de retirada, vendiendo los negocios con bajo rendimiento, o a través de una estrategia de liquidación, la cual implica cerrar los negocios que no se pueden vender.

1.5.3.3. - Estrategia de Reestructuración de la Cartera

Esta estrategia implica reestructurar o renovar la composición de toda la cartera, si muchas unidades de negocio tienen un bajo rendimiento. Por lo general, la reestructuración de la cartera incluye tanto vender y/o cerrar negocios como añadir nuevas unidades de negocios, por medio de la adquisición o desarrollo interno.

1.5.4. - Métodos de Desarrollo Estratégico

Las empresas disponen de tres métodos alternativos que pueden utilizar para desarrollar sus estrategias específicas, las opciones son: desarrollo interno, desarrollo externo y desarrollo conjunto, tal como es planteado por Johnson y Scholes (2001: 303).

1.5.4.1. - Desarrollo Interno

El desarrollo interno, a veces llamado desarrollo orgánico, involucra que una empresa inicie un nuevo negocio desde el principio a partir de sus propias competencias y recursos, lo que implica, generalmente, construir instalaciones, adquirir equipos, contratar personal, etc. Por este motivo, el desarrollo interno tiene mayor significado cuando el nuevo negocio desarrollado se encuentre relacionado con los negocios existentes de la empresa.

Además, aunque el costo final de desarrollar nuevos negocios internamente sea mayor que el de adquirir otras empresas, la distribución del costo a lo largo del proyecto puede transformar a éste método en una alternativa más favorable y realista para las pequeñas empresas que no disponen de los recursos necesarios para las grandes inversiones que requiere la adquisición de una empresa.

Por último, este método es la única alternativa que tienen las organizaciones pioneras para desarrollar nuevos negocios. Estas empresas no están en posición de desarrollarse mediante adquisiciones o desarrollos conjuntos, puesto que son las únicas en este campo.

1.5.4.2. - Desarrollo Externo

El desarrollo externo se produce cuando una empresa ingresa en una nueva área de negocios mediante la adquisición de otra empresa establecida.

Una de las razones a favor del desarrollo externo, es la rapidez con la que permite introducir un nuevo negocio en la empresa, a diferencia del desarrollo interno el cual es un proceso demasiado lento. Otra razón a favor de este método es que no es necesario que la empresa disponga de recursos y competencias que requiere el nuevo negocio ya que, por medio del desarrollo externo se adquiere un negocio que ya cuenta con las instalaciones, maquinarias, equipos, personal y además se está adquiriendo el conocimiento y la experiencia requerida por este negocio.

Sin embargo, existen muchos problemas asociados con este método. Según Johnson y Scholes (2001: 307), el problema principal del desarrollo externo radica en la capacidad de integrar la nueva empresa en las actividades de la antigua, lo que implica a su vez, problemas culturales, de comportamiento y otras incompatibilidades de las dos empresas.

1.5.4.3. - Desarrollo Conjunto

El desarrollo conjunto o alianzas estratégicas, siguiendo lo planteado por Hill y Jones (1996: 250), son acuerdos de cooperación entre empresas, las cuales también pueden ser competidoras. Además, una empresa mediante un acuerdo de colaboración con otra empresa, le es posible externalizar aquellas actividades que no crea conveniente realizar por sí misma.

Las alianzas estratégicas son cada vez más utilizadas, sobre todo desde principios de la década de 1980, en la cual se observó un gran aumento en la cantidad de alianzas. Esto se debe a que las empresas no siempre pueden funcionar en entornos cada vez más complejos con tan sólo sus competencias y recursos propios. Mediante los acuerdos de cooperación las empresas pueden lograr materiales, habilidades, conocimientos, innovación, financiación, etc.

Sin embargo, las alianzas estratégicas también tienen sus peligros. El problema principal es lograr la coordinación eficaz entre las empresas aliadas, debido a que cada una tiene distintos motivos y tal vez objetivos conflictivos, esta es una tarea desafiante que puede implicar varias reuniones de directorios, durante cierto periodo de tiempo para definir que es lo se va a compartir, que continuará perteneciendo a cada empresa y como funcionarán los acuerdos cooperativos. (Thompson y Strickland, 1994: 158-159).

Existen diversas formas de alianzas estratégicas que van desde alianzas muy formalizadas hasta acuerdos de colaboración muy laxos y redes informales interorganizativas. En este orden, y siguiendo a Johnson y Scholes (2001: 308-310), se pueden distinguir las siguientes formas de alianzas:

- **Joint Ventures:** son acuerdos formales entre dos o más empresas, en los cuales cada una mantiene su independencia pero crean una nueva organización, propiedad de las empresas matrices.
- **Consortios:** pueden implicar a dos o más empresas que mantienen un acuerdo de Joint Ventures entre ellas, y suelen centrarse más en una actividad o proyecto concreto.
- **Franquicias:** son acuerdos, menos formales que los anteriores, en los cuales el tenedor de la franquicia realiza determinadas actividades, como la producción, la distribución o venta, pero en donde el franquiciador es responsable de la marca y el marketing.
- **Licencias:** son acuerdos en los cuales una empresa transfiere a otra empresa, mediante el pago de los honorarios correspondientes, el derecho a producir un producto patentado.

- **Externalización:** la subcontratación es una forma de externalización de servicios, es un acuerdo mediante el cual una empresa subcontrata determinados servicios o parte de un proceso. Este es el caso de los servicios públicos que subcontratan a empresas privadas para la limpieza de ciudades, retirada de basuras, etc.

- **Redes:** son acuerdos por medio de los cuales dos o más empresas trabajan en colaboración sin ninguna relación formal, pero mediante un mecanismo de confianza y beneficios mutuos.

Por último, se debe destacar que las alianzas estratégicas de mayor éxito pueden ser aquellas en las que los socios tienen una actitud positiva para gestionar y desarrollar la asociación, y que además se preocupan por utilizar la alianza para ampliar sus propias competencias, en vez de utilizar al socio para sustituir las competencias que no se tienen (Johnson y Scholes, 2001: 312).

1.6. - ESTRATEGIA A NIVEL DE NEGOCIOS

La estrategia a nivel de la unidad estratégica de negocio (UEN), determina el ámbito de productos a ofrecer, los clientes a los que se espera atender y el área geográfica en la que se realizarán las actividades de cada uno de los negocios de la empresa. Esta estrategia trata de lograr que cada unidad de negocio compita con éxito en un determinado mercado.

1.6.1. - Estrategias de Crecimiento

Ampliando lo indicado por Ansoff (1976: 144), se puede decir que existen cuatro estrategias básicas de crecimiento a nivel de negocios. De acuerdo con este autor, las distintas estrategias se elaboran en función de las combinaciones de productos (actuales, nuevos) y mercados (actuales, nuevos), como se puede observar en el cuadro 1.7.

Cuadro 1.7. - Estrategias de crecimiento

		Productos	
		Actuales	Nuevos
Mercados	Actuales	Penetración en el Mercado	Desarrollo del Producto
	Nuevos	Desarrollo del Mercado	Diversificación (Producto y Mercado)

Fuente: Ansoff(1976: 144)

Se puede definir al mercado de muchas formas. Originalmente un mercado era un lugar físico donde se reunían compradores y vendedores. Los economistas describen el mercado como un grupo de compradores y vendedores que realizan transacciones (en persona, por teléfono, por correo, o por cualquier otro medio) de un determinado producto o clase de productos (Kotler, 2000: 98).

1.6.1.1. - Estrategia de Penetración en el Mercado

Con esta estrategia, se pretende aumentar la participación del mercado que corresponde a los productos existentes, en los mercados actuales, ya sea incrementando el volumen de ventas dirigiéndose a sus clientes actuales, o bien, tratando de encontrar nuevos clientes, dentro del mismo mercado, para sus actuales productos. Para lograr una mayor participación en el mercado se requiere un mayor esfuerzo en la comercialización, aumentando la cantidad de vendedores, ofreciendo promociones de ventas, reforzando las actividades publicitarias, etc.

Esta estrategia, siguiendo lo expuesto por David (1997: 63), es conveniente cuando se presenta alguna de las siguientes situaciones:

- Los mercados actuales no están saturados con su producto existente.
- Es posible aumentar la tasa de uso de los clientes actuales.
- Las partes del mercado correspondientes a los competidores principales han ido disminuyendo al mismo tiempo que el total de ventas de la industria han ido aumentando.

1.6.1.2. - Estrategia de Desarrollo del Mercado

Mediante esta estrategia, la unidad de negocio trata de introducir sus productos tradicionales en nuevos mercados, de esta forma, se aprovecha la tecnología y las capacidades de producción existentes o nuevas para vender sus productos en ámbitos distintos de los actuales.

Esta estrategia es conveniente cuando se presenta alguna de las siguientes circunstancias, tal como es planteado por Navas y Guerras (2002: 332).

- Aparecen nuevos canales de distribución que resultan ser confiables, baratos y de buena calidad.
- La empresa ha alcanzado altas tasas de eficiencia y eficacia en los mercados actuales, por lo cual pretende introducirse en nuevos mercados que no están saturados.
- La empresa cuenta con instalaciones productivas que se encuentran actualmente infrautilizadas.
- La empresa dispone de los recursos materiales, financieros y humanos necesarios para llevar a cabo estas operaciones de expansión.

Estos nuevos mercados pueden pertenecer a la misma zona geográfica correspondiente a la del mercado actual o a otra zona geográfica. En este último caso, si el mercado se desarrolla en una nueva zona geográfica, se debe decidir si esta expansión estará centrada únicamente en el mercado nacional o se tendrá miras más amplias buscando la internacionalización de las ventas o también la de la producción (Ruiz, 2005:108).

El proceso de internacionalización de la economía hace cada vez más necesario que la empresa abandone su ámbito geográfico natural y conocido, en el que ha surgido y en el que ha desarrollado tradicionalmente su actividad, para empezar a competir o producir fuera de sus fronteras nacionales en nuevos países. Por lo tanto, a continuación, se procederá a exponer brevemente las formas de internacionalización.

▪ **Formas de Internacionalización**

Al considerar el ingreso en un mercado extranjero, la empresa debe decidir acerca de la forma que considera más apropiada para su salida al exterior. Existen diversas formas de internacionalización, que pueden ir desde la exportación o la relación contractual con el exterior hasta la inversión externa, tal como lo refleja el cuadro 1.8.

Cuadro 1.8. - Formas de internacionalización

<u>PRESENCIA EN EL EXTERIOR SIN INVERSIÓN DE CAPITAL</u>	
Exportación	<ul style="list-style-type: none"> Exportación indirecta Exportación directa
Relación contractual con el exterior	<ul style="list-style-type: none"> Exportación con representante en el exterior Licencias al exterior Franquicias al exterior Contratos de fabricación en el exterior Contratos de gestión en el exterior
<u>PRESENCIA EN EL EXTERIOR CON INVERSIÓN DE CAPITAL</u>	
Inversión externa	<ul style="list-style-type: none"> Oficina de representación en el exterior Joint venture en el exterior (minoritario o mayoritario) Consortios en el exterior Inversión directa en el exterior (adquisición o creación de empresa en el exterior)
Fuente: Medina (2003: 118)	

Es relevante indicar que tanto la exportación como la relación contractual con el exterior corresponden a formas de internacionalización que no requieren inversión de capital, en cambio la inversión externa requiere inversiones de capital para llevarse a cabo.

Otro aspecto que es importante considerar al seleccionar la forma de internacionalización, es el nivel de control que se pueda tener en las operaciones extranjeras. De esta manera, es posible clasificar a cada una de las distintas formas de internacionalización según el nivel de inversión que se requiere por parte de la empresa inversora y el nivel de control que se tenga sobre la empresa receptora de la inversión, tal como se puede observar en el cuadro 1.9.

Por último, estas formas de internacionalización, exceptuando la inversión directa en el exterior, se llevan a cabo mediante alianzas estratégicas, las cuales ya fueron analizadas.

Cuadro 1.9. - Internacionalización de acuerdo a la inversión y el control

<p>INVERSIÓN Elevada</p> <p>↑</p>	<p><u>INVERTIR Y DELEGAR</u></p> <p>Consortio en el exterior Joint venture minoritario Oficina de representación</p>	<p><u>INVERTIR Y CONTROLAR</u></p> <p>Creación de empresa en el exterior Adquisición de empresa en el exterior Joint venture mayoritario</p>
	<p><u>DELEGAR SIN INVERTIR</u></p> <p>Franquicias al exterior Licencias al exterior Exportación con representante Exportación indirecta</p>	<p><u>CONTROLAR SIN INVERTIR</u></p> <p>Exportación directa Contrato de gestión al exterior Contrato de fabricación al exterior</p>
<p>Baja</p> <p>_____</p> <p>→</p>	<p>Bajo</p> <p>CONTROL</p> <p>Elevado</p>	

Fuente: Medina (2003: 121)

1.6.1.3. - Estrategia de Desarrollo del Producto

Mediante esta estrategia el negocio se mantiene en el mercado actual, pero se desarrollan nuevos productos que sustituirán a los actuales o se mejorarán ligeramente los productos existentes. El desarrollo de productos también puede conseguirse mediante la ampliación de la línea de productos de un respectivo negocio en su mercado actual. De esta forma, es posible vender más a los mismos clientes.

Esta opción puede ser adecuada cuando se da alguna de las siguientes situaciones:

- La empresa cuenta con productos exitosos pero los cuales están en la etapa de madurez del ciclo de vida del producto.
- La empresa compite en un sector que esta muy especializado tecnológicamente.
- Los competidores ofrecen productos de mejor calidad a precios comparables.
- La empresa tiene una fuerte capacidad de investigación y desarrollo de nuevos productos.

1.6.1.4. - Estrategia de Diversificación

Esta estrategia consiste en generar nuevos productos para mercados distintos de los habituales. Esta es la combinación más compleja. La diversificación puede ser relacionada o no relacionada, tal como se ha señalado con anterioridad.

- a) **Diversificación Relacionada:** Consiste en que la unidad de negocio incorpore productos nuevos que estén relacionados en cierto grado con las actividades que dicho negocio realiza.
- b) **Diversificación No Relacionada:** En este caso los productos y mercados nuevos, de un respectivo negocio, no tienen ninguna relación con los tradicionales.

1.6.2. - Estrategias Competitivas Genéricas

El propósito de la estrategia competitiva es crear y mantener una ventaja competitiva en cada unidad estratégica de negocio. El logro de una ventaja competitiva sostenible, por parte de la unidad de negocio, permite poseer características que no tengan o que tengan en niveles inferiores sus competidores y así, obtener un rendimiento superior al de ellos. No obstante, muchas empresas pierden de vista la ventaja competitiva en su lucha por el crecimiento y en persecución de la diversificación, tal como es planteado por Porter (2001: 15).

Porter (2001: 29) señala que las estrategias genéricas que permiten a las empresas obtener una ventaja competitiva son: liderazgo de costos, diferenciación y enfoque.

De manera similar, Cabanelas (1997: 271) ha señalado que solamente existen dos formas de impulsar la oferta en el mercado y esta es, ya sea por diferenciación o por liderazgo en costos. Además plantea que las estrategias de enfoque o alcance forman un grupo separado que ha denominado “estrategias con orientación hacia la demanda”.

De este modo, partiendo de lo expuesto por Cabanelas (1997: 271), se puede distinguir entre la estrategia de impulso a la oferta y la estrategia de orientación a la demanda.

1.6.2.1. - Estrategia de Impulso a la Oferta

Para toda empresa es fundamental el definir como va a ofrecer sus productos en el mercado. Para muchos autores existen dos formas de hacerlo, ya sea por diferenciación o liderazgo en costos, como se mencionó con anterioridad.

Sin embargo, toda empresa busca diferenciar su producto que el de otra compañía con el fin de atraer a los clientes, para lo cual utilizará alguna o varias de las estrategias de diferenciación. Por lo tanto, consideramos que la estrategia de impulso a la oferta es solamente la estrategia de diferenciación.

▪ **Estrategia de Diferenciación**

Esta estrategia consiste en diferenciar el producto que ofrece un negocio, haciendo que sea adquirido por los clientes. Las estrategias de diferenciación, ampliando lo expuesto por Cabanelas (1997: 272-273), susceptibles de utilizar, incluso en forma complementaria, por la empresa son:

- **Diferenciación de precio alto**, consiste en distinguir el producto mediante el establecimiento de un precio elevado, con el fin de disuadir a determinados compradores.
- **Diferenciación de precio bajo**, consiste en el establecimiento de precios bajos para determinados productos, en este caso, se requiere necesariamente que la empresa sea líder en costos.
- **Diferenciación de imagen**, consiste en transmitir al entorno una determinada imagen que puede ser un elemento principal para la diferenciación del producto.
- **Diferenciación en calidad**, aunque la calidad es un atributo que todos los productos deben poseer para poder competir, muchas empresas concentran todos sus esfuerzos en ofrecer un producto de excelente calidad.
- **Diferenciación en diseño**, consiste en lograr la diferenciación mediante el diseño que incorpora el producto.
- **De apoyo a la diferenciación**, consiste en lo que acompaña al producto. Por ejemplo, el otorgamiento de un crédito especial que acompañe a un producto determinado, una instalación necesaria de un producto en la casa del cliente, un servicio garantizado durante un tiempo determinado, etc.

1.6.2.2. - Estrategia de Orientación a la Demanda

La estrategia de orientación a la demanda también es denominada estrategia de enfoque o de alcance. La empresa debe saber como son demandados sus productos dentro de su sector industrial. De esta forma, la organización es capaz de identificar a que mercado o mercados dirigirse con determinados productos, para lo cual, y siguiendo a Cabanelas (1997: 277), cuenta con las siguientes estrategias susceptibles de utilizar:

- **Estrategia sin Segmentación**, en este caso la estrategia se dirige hacia un ámbito global, no se diferencian mercados ni productos.
- **Estrategia de Segmentación**, la estrategia se dirige a un determinado mercado con un producto que satisface razonablemente los requerimientos de dicho mercado.
- **Estrategia de Nicho**, este tipo de estrategia trata de dirigirse a mercados muy específicos con productos muy específicos.
- **Estrategia de Fabricación o de Servicio sobre Pedido**, en este caso el mercado es tan específico que éste se concentra en un solo cliente, al cual se le prepara el producto en función de una petición concreta.

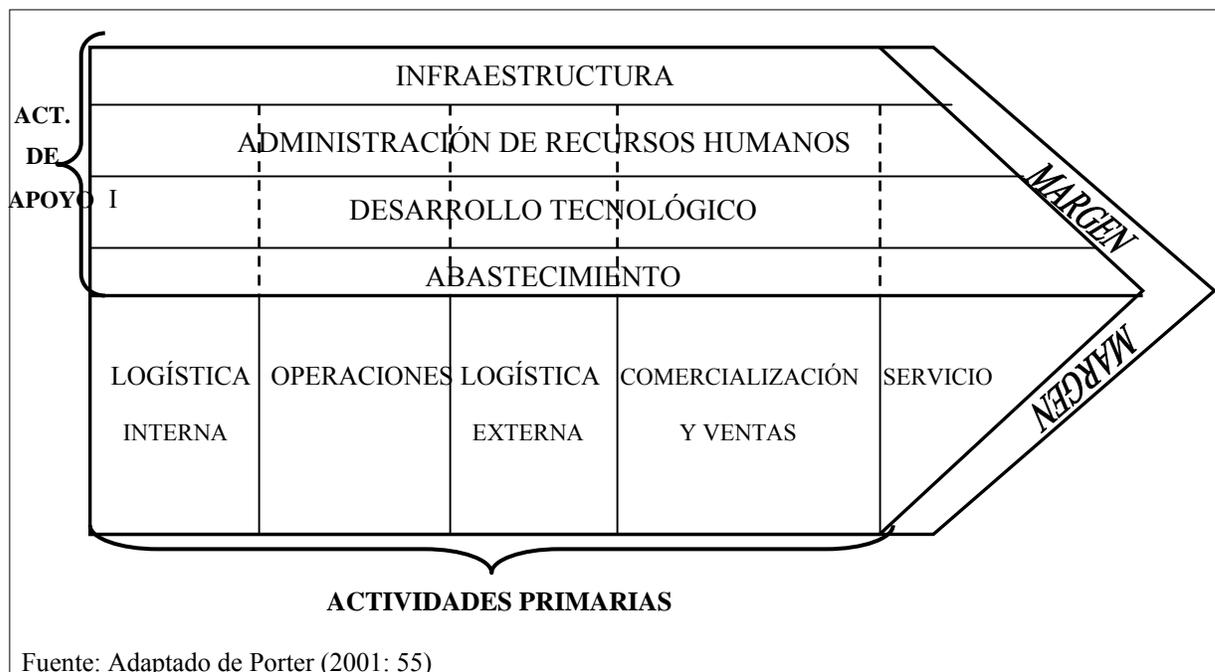
1.7. - ESTRATEGIA A NIVEL FUNCIONAL

Una vez tomada la decisión sobre la estrategia a nivel corporativo y a nivel de negocios, los administrativos funcionales pueden elaborar sus respectivas estrategias, las cuales deben ser coherentes con las anteriores y respaldarlas plenamente (Certo y Peter, 1998: 99).

La estrategia funcional se refiere a la forma en que se deberán desarrollar las actividades básicas y las actividades de apoyo, necesarias para la creación de valor (Medina, 2003:172). En este sentido, es relevante analizar la denominada cadena de valor. Este concepto fue originalmente definido por la empresa de consultoría McKinsey & Co. y posteriormente popularizado por M. Porter.

La cadena de valor empieza con el reconocimiento de que cada unidad de negocio es, según Porter (2001: 52), un conjunto de actividades que se desempeñan para diseñar, producir, comercializar, entregar y apoyar su producto. El cuadro 1.10 muestra un modo de representar estas actividades usando una cadena genérica, para demostrar como una cadena de valor puede ser construida para una unidad de negocio en particular, reflejando las actividades específicas que desempeña.

Cuadro 1.10. - La cadena de valor genérica



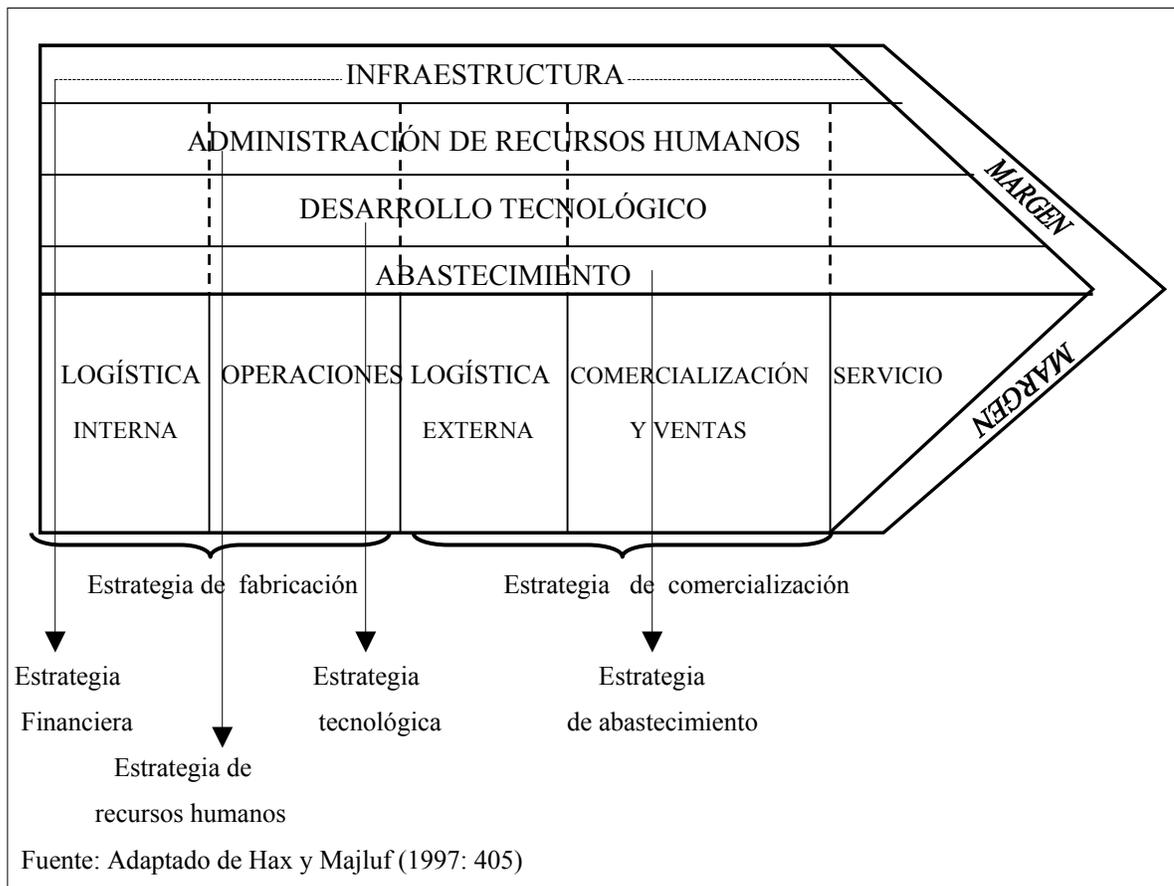
Porter (2001: 56) divide las actividades de valor en dos categorías generales: actividades primarias y actividades de apoyo. Las actividades primarias, listadas a lo largo de la base del cuadro 1.10, son las actividades implicadas en la creación física del producto y su venta y transferencia al comprador, así como asistencia posterior a la venta. Las actividades de apoyo, como su mismo nombre indica, prestan un respaldo general y especializado a las actividades primarias, proporcionando insumos comprados, tecnología, recursos humanos y varias funciones de toda la unidad de negocio.

En el cuadro 1.10, las líneas punteadas reflejan el hecho de que el abastecimiento, el desarrollo tecnológico y la administración de recursos humanos pueden asociarse con actividades primarias específicas, así como el apoyo a la cadena completa. Sin embargo, la infraestructura no está asociada con actividades primarias particulares, si no que esta actividad apoya a la cadena entera (Porter, 2001: 56).

De esta manera, siguiendo a Hax y Majluf (1997: 403- 404), es posible agrupar las actividades genéricas, como se puede observar en el cuadro 1.11, de forma tal de generar seis grandes áreas para el análisis funcional estratégico, a saber:

- Estrategia Financiera
- Estrategia de Recursos Humanos
- Estrategia Tecnológica
- Estrategia de Abastecimiento
- Estrategia de Fabricación
- Estrategia de Comercialización

Cuadro 1.11. - Las áreas centrales de la estrategia funcional derivadas de la cadena de valor



En concreto, se puede indicar que, el propósito de la estrategia a nivel funcional es maximizar la productividad de los distintos recursos presentes en cada área funcional de la empresa, para responder a los requerimientos corporativos y de cada uno de los negocios de esta.

1.7.1. - Estrategia de Internalización y de Externalización de las Actividades de Valor

Otro aspecto estratégico sobre el cual se debe decidir, dice referencia a sí las actividades de valor de una unidad de negocio serán realizadas directamente por el propio negocio (internalización) o si bien, todas o parte de ellas serán externalizadas.

Es fundamental adoptar la decisión de externalizar aquellas actividades que no estén aportando a la creación de valor económico y que no sean estratégicas para el negocio, ya que en este caso es preferible adquirir estos servicios en el mercado, lo cual permite la reducción de costos y mejorar los niveles de competitividad. La subcontratación es una forma de externalizar la actividad de un negocio, tal como se ha señalado antes en el nivel corporativo.

CAPÍTULO 2**LOS GRUPOS ECONÓMICOS: CONCEPTOS Y SELECCIÓN**

En 1962 Alfred Chandler inicio los estudios sobre la relación que guarda la estrategia con la estructura organizacional, obteniendo su célebre conclusión que “la estructura sigue a la estrategia”.

La estructura de una empresa no tiene por que ser permanente, porque las prioridades estratégicas van cambiando a través del tiempo, la estrategia se va ajustando a los cambios permanentes del entorno. Por lo tanto, cuando cambia la estrategia, la estructura tiene que ser modificada para ayudar y apoyar este cambio.

La estructura de una organización puede ser descrita usando tres componentes, los cuales son: complejidad, formalización y centralización. La complejidad se refiere al grado en que las actividades de la organización se descomponen o diferencian, mientras mayores divisiones existan en una organización, será más complejo coordinar las personas y sus actividades. La formalización es el grado en que una organización utiliza las reglas y procedimientos para dirigir el comportamiento de sus empleados. Por último, la centralización se refiere al grado en que la toma de decisiones se concentra en un solo punto de la organización. De esta manera, estos tres elementos juntos constituyen la estructura organizacional (Robbins, 1994).

No obstante lo anterior, la empresa toma la decisión explícita de descentralizar su estructura. Esta se puede llevar a partir de la propia entidad separando su funcionamiento en unidades operacionales o centros de responsabilidad, cada uno dirigido por un responsable en quien se ha descentralizado un determinado nivel de decisión para lograr los objetivos que se le han formulado, o descentralizar su estructura a tal nivel de estar integrada por diversos sujetos jurídicos, cada uno formalmente independiente y revestido de personalidad jurídica propia y diferenciada pero que, sin embargo, actúan bajo una dirección económica común. Esta estructura descentralizada jurídicamente da lugar a los denominados “Grupos Económicos”.

2.1. - DEFINICIÓN DE GRUPO ECONÓMICO

Son diversas las definiciones de grupo económico que han sido formuladas. Tomaremos cuatro de ellas, además de la definición dada en la Ley 18.045 de Mercado de Valores, las que, si bien tienen algunos elementos en común, además se complementan entre sí (Fuentes, 1997: 19).

Una de las primeras definiciones y la más ampliamente aceptada es la planteada por Leff (1978: 749), quien presenta al grupo económico como una firma con múltiples compañías que opera en diferentes mercados y lo hace bajo control administrativo y financiero centralizado. Además, sostiene que, obtiene su capital y sus ejecutivos de alto nivel de fuentes que trascienden de una simple familia. La diferencia con la empresa familiar es que el capital y los ejecutivos pueden provenir de varias familias, pero permanecen en el grupo como una sola unidad económica. Los individuos participantes están ligados por relaciones de confianza, basadas en una historia común (Fuentes, 1997: 19-20).

Dahse (1979) por su parte, califica al grupo económico como una o varias personas asociadas, o una familia, que controla un número significativo de empresas de distintas ramas o sectores de la actividad económica nacional y que tienen la finalidad de diversificar las inversiones para reducir sus riesgos y, así, obtener una rentabilidad estable y creciente en el largo plazo. Destaca, además, que las empresas que componen el grupo deben estar relacionadas económicamente, es decir, con participación patrimonial unas en otras, lo que garantiza la gestión coordinada de las empresas (Fuentes, 1997: 21).

Por su parte, Sanfuentes (1984: 134) define al grupo económico como una organización económica destinada a dirigir centralizadamente a un conjunto de empresas de diferentes sectores o actividades, las cuales tendrían en común la propiedad y la administración y donde los propietarios cumplen también roles ejecutivos. El grupo económico, a causa de su diversificación, tiene una estructura organizativa bastante más compleja que la empresa familiar. A pesar que, en muchos casos, los ejecutivos máximos son miembros de una misma familia, no aparece como un elemento común en todas las organizaciones. En cambio, el elemento fundamental es el sentido de lealtad y de equipo, que permite administrar un conjunto de empresas coordinadamente. Además señala que, el objetivo central del grupo es la maximización de la rentabilidad a largo plazo del conjunto de empresas y no la de cada una individualmente.

De manera similar, Fuentes (1997: 17) presenta a los grupos económicos como “un conjunto de empresas unidas por lazos de propiedad, las que, bajo una administración centralizada ejercida por personas ligadas por lazos familiares o de confianza mutua, operan en diferentes sectores económicos o industrias y que, en algunos casos, se encuentran integrados al sector financiero”.

Por último, la Superintendencia de Valores y Seguros define “Grupo empresarial (económico) como el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a estos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten”.

En el cuadro 2.1 se puede observar un resumen de las definiciones anteriores y, además, permite complementarlas entre sí.

Cuadro 2.1. - Definiciones de grupo económico

	Leff	Dahse	Sanfuentes	Fuentes	S.V.S
Constituido por un conjunto de empresas	✓	✓	✓	✓	✓
Gestionadas centralizadamente por un grupo de individuos concertados – actúa como unidad económica	✓	✓	✓	✓	✓
Ejecutivos de alto nivel trascienden de una simple familia – fundamental el sentido de la confianza y equipo	✓	✓	✓	✓	
Vínculos de carácter económico: en propiedad y/o créditos		✓	✓	✓	✓

Fuente: Adaptado de Fuentes (1997: 22)

2.2. - EL PAPEL DE LA SEDE CENTRAL DEL GRUPO ECONÓMICO

Según Navas y Guerras (2002:372), una de las cuestiones más importantes y difíciles de resolver en los grupos de empresas y en los grupos económicos se refiere al papel que debe asumir la sede central, empresa matriz o centro corporativo del grupo y a su relación con las distintas filiales, divisiones o unidades estratégicas de negocio.

En líneas generales, y siguiendo a Navas y Guerras (2002: 372), se puede decir que el papel principal de la sede central consistiría en crear valor para el conjunto de la empresa o grupo de modo que esta valga en el mercado más que las filiales o unidades de negocio por separado. Este objetivo se consigue mediante el desarrollo de las siguientes funciones:

- *Planificar y asignar recursos:* tal vez mediante la definición de orientaciones generales de la estrategia corporativa, la evaluación y revisión de las estrategias de negocio y la evaluación y asignación de las necesidades de recursos de los distintos negocios.
- *Controlar y auditar los resultados:* supone el seguimiento de los planes estratégicos de negocio y es un complemento de las actividades de planificación anteriores. Esta función plantea dos cuestiones fundamentales: la elección de medidas de control a corto o largo plazo y la necesidad de establecer señales claras que identifiquen resultados inadecuados.
- *Proporcionar servicios centrales:* tales como servicios financieros, servicios jurídicos, dirección de personal, investigación y desarrollo, etc.

En concreto, estas funciones otorgan a la sede central un papel potencialmente valioso en la dirección de las empresas del grupo, que las conducen a crear más valor que el que se obtendría con un funcionamiento independiente o separado de las distintas filiales o unidades de negocio (Navas y Guerras, 2002: 372).

2.3. - MODELOS BÁSICOS DE DIRECCIÓN DE LA SEDE CENTRAL

Una vez que se ha mencionado el papel principal que desempeña la sede central de un grupo de empresas o grupo económico, es fundamental describir los modelos o estilos básicos que existen en la forma en que las sedes centrales dirigen las empresas del grupo.

Goold y Campbell (1989), quienes han sido pioneros en este tipo de estudio, analizan a partir de dos dimensiones básicas el grado de influencia de la sede central en las distintas filiales o unidades de negocio. Estas dimensiones son:

- *Influencia en la planificación o decisiones estratégicas:* esta dimensión trata de medir el grado de implicación, tanto formal como informal, de la sede central en la adopción de decisiones estratégicas por parte de las filiales buscando una mayor coherencia y calidad de las mismas. Dicha dimensión puede variar desde una influencia decisiva hasta una nula, pasando por influencias altas o bajas.
- *Influencia en el control:* esta dimensión se refiere a la forma en que la sede central controla los resultados alcanzados. Según esta dimensión es posible identificar tres estilos de control: estratégico flexible, estratégico estricto y financiero estricto.

A partir de la combinación de las dos dimensiones anteriores en una matriz, tal como se puede observar en el cuadro 2.2, Goold y Campbell (1989) identifican ocho estilos de dirección estratégica diferentes para los grupos empresariales, los cuales son: compañía holding, centralizado, planificación estratégica, programación estratégica, control estratégico, riesgo estratégico, control financiero y programación financiera (Navas y Guerras, 2002: 384).

Cuadro 2.2. - Modelos de dirección de la sede central

		Centralizado		
INFLUENCIA EN PLANIFICACIÓN	Decisiva	PLANIFICACIÓN ESTRATÉGICA	Programación Estratégica	
	Alta			
	Baja	Riesgo Estratégico	CONTROL ESTRATÉGICO	
	Nula	Compañía Holding	Programación Financiera CONTROL FINANCIERO	
		Estratégico flexible	Estratégico estricto	Financiero estricto
		INFLUENCIA EN CONTROL		

Fuente: Navas y Guerras (2002: 385)

A pesar de la anterior variedad de modelos, y siguiendo a Navas y Guerras (2002: 384), algunos de ellos son muy poco frecuentes, tales como: la compañía holding, riesgo estratégico y centralizado, mientras que la programación estratégica y la programación financiera se consideran variantes de otros modelos más aceptados. De esta manera, se pueden establecer tres modelos básicos de dirección de la sede central, los cuales son: planificación estratégica, control estratégico y control financiero.

2.3.1. - Planificación Estratégica

La planificación estratégica es el planteamiento más centralizado de los tres. En este modelo, la sede central actúa como una matriz que realiza la planificación central, asumiendo el protagonismo total tanto en el desarrollo de la estrategia corporativa, como en el de las unidades de negocio, tratando de dar una orientación global a la empresa.

Por lo tanto, la sede central suele ser grande con departamentos centrales para desarrollar las actividades propias y con departamentos funcionales de apoyo que prestan servicios centralizados a las unidades de negocio. Además, mediante este modelo de dirección se promueve la cooperación y la coordinación entre dichas unidades y se definen estructuras organizativas que faciliten las interrelaciones y la explotación conjunta de recursos. En concreto, la autonomía de las unidades de negocio es relativamente limitada, dado el alto protagonismo de la sede central (Navas y Guerras, 2002: 385).

Siguiendo los planteamientos de Navas y Guerras (2002: 385), el modelo de control seguido es estratégico flexible que supone que, aunque se establecen objetivos financieros y estratégicos, se da prioridad a estos últimos aceptando unos malos resultados financieros en un año siempre que la unidad de negocio se mueva en la dirección estratégica correcta. En definitiva, los objetivos a perseguir son los de la empresa en su conjunto y no los de las unidades de negocio por separado.

2.3.2. – Control Financiero

El control financiero puede considerarse opuesto al anterior en el sentido de que es la fórmula más extrema de estructura descentralizada, tal como es expuesto por Johnson y Scholes (2001: 385).

En este modelo, la participación de la sede central en las decisiones estratégicas es relativamente baja. Por tanto, son las unidades de negocio las que definen sus propias estrategias y planes con total autonomía y responsabilidad, bajo la creencia que son estas las que mejor conocen sus características internas y las del entorno al que se enfrentan y, por ende, pueden tomar las mejores decisiones.

Como consecuencia, el tamaño de la sede central suele ser muy reducido ya que, al evitar intervenir activamente en los distintos negocios, no necesita departamentos centralizados, como en el modelo anterior. El papel que asume la sede central queda limitado al de la dirección general corporativa y el control exhaustivo de los resultados de las distintas unidades de negocio (Navas y Guerras, 2002: 386).

En cuanto al control seguido, tal como es indicado por Navas y Guerras (2002: 386), es de tipo financiero estricto, es decir, se fijan a las unidades de negocio objetivos financieros a corto plazo y éstas tienen libertad de actuación mientras los alcancen. El seguimiento de los resultados financieros se hace de manera estrecha y frecuente, de modo que se presiona a aquellas unidades de negocio que están por debajo de los objetivos establecidos.

2.3.3. - Control Estratégico

El control estratégico constituye un modelo intermedio entre los dos anteriores, ya que, combina una moderada influencia en la planificación o en las decisiones estratégicas con un estricto control estratégico.

En este modelo, la sede central actúa ayudando a las unidades de negocio a elaborar sus estrategias pero dejando la iniciativa en el desarrollo de planes a los directores de negocio. De esta manera, la sede central revisa y critica los planes controlando así la calidad de la estrategia competitiva definida (Navas y Guerras, 2002: 387). De manera similar, Johnson y Scholes (2001: 388) señala que el control estratégico parte de un proceso de negociación de planes de negocio desarrollados por las unidades de negocio, pero siguiendo las líneas directrices de la sede central.

Por tanto, el tamaño de la sede central es menor que en el modelo de planificación estratégica ya que no necesita definir y formular planes sino solo revisarlos. Puede tener algunos servicios centrales de apoyo a las unidades de negocio pero con carácter limitado y de acceso voluntario por parte de éstas.

En cuanto al modelo de control seguido es el estratégico estricto, lo que significa que los objetivos se fijan pensando tanto en metas estratégicas como en resultados financieros y se espera que los directores alcancen ambos. Siguiendo a Navas y Guerras (2002: 388), se fijan resultados financieros mínimos de cuya consecución dependen los incentivos de los directores y sólo se aceptará el incumplimiento del presupuesto cuando se hayan alcanzado importantes objetivos estratégicos. En concreto, se busca un equilibrio entre los resultados financieros a corto plazo y los resultados estratégicos a largo plazo.

En el cuadro 2.3 se puede observar un resumen de las características básicas de cada uno de los modelos de dirección, anteriormente descritos.

Cuadro 2.3. – Características de los modelos de dirección de la sede central

Papel de la Sede central	Planificación Estratégica	Control Estratégico	Control Financiero
Elaboración de planes estratégicos	Decisiva	Complementaria	Nula
Tipo de control	Estratégico	Mixto	Financiero
Tamaño de la sede central	Grande	Mediano	Pequeño
Servicios centrales	Muchos	Algunos	Pocos
Fijación de objetivos	Largo plazo	Mixto	Corto plazo
Autonomía de las UEN.	Reducida	Intermedia	Amplia
Interdependencia entre UEN.	Grande	Mediana	Pequeña
Transferencia habilidades entre UEN.	Prioritaria	Frecuente	Escasa

Fuente: Navas y Guerras (2002: 389)

2.4. – EL PAPEL DE LA FILIAL EN LA ESTRUCTURA DEL GRUPO ECONÓMICO

Según Birkinshaw (1995), el rol de la filial es el proceso determinístico que la Filial debe cumplir como una función impuesta por la Matriz, es decir, lo desempeña como un determinante a priori cumpliendo un papel específico dentro de todo el Grupo.

El rol estratégico de una filial son las diferentes posiciones estratégicas que puede asumir dentro de un holding o grupo de empresas, es decir, cada filial de un mismo holding puede tener distintos roles estratégicos dependiendo de la posición que asume dentro de ella.

Bartlett & Ghoshal (1986) exponen la competencia de la filial, como las habilidades de una subsidiaria para coordinar sus recursos y destinarlos al uso productivo, donde estas habilidades se encuentran en sus individuos a través de su forma de interacción, cooperación y toma de decisiones dentro del contexto de una organización (Hill y Jones, 1996). Es importante este factor, porque si la subsidiaria posee mayores capacidades o recursos distintivos, entonces entregará un output al resto del holding, por lo que tendrá un mayor valor estratégico para la matriz. En este caso, la matriz dependerá mucho de la filial, y la cuidará en mayor medida que al resto, lo que trae consigo un mayor poder de la filial en la toma de decisiones.

El segundo factor corresponde a la importancia de la estrategia en el ambiente local, que se refiere a si posee una mayor o menor importancia relativa en el país donde esté ubicada la filial, en comparación al resto de ellas. Esta variable es de gran relevancia, porque al ser ese mercado de mayor trascendencia para la matriz, entonces ella tendrá más incentivo a cuidarla, otorgándole mayor prioridad y mejores recursos, darle la posibilidad de tener más involucramiento en la toma de decisiones estratégicas, entre otros beneficios.

En el cuadro 2.4, se pueden observar los distintos tipos de filiales según el rol estratégico, y a continuación se describe cada uno de ellos.

Cuadro 2.4. - Factores y tipos de Filiales según la clasificación de Bartlett y Ghoshal (1986)

ALTO	BAJO
Líder Estratégico	Colaborador
Agujero Negro	Ejecutor.

Fuente: Bartlett y Ghoshal (1986)

- **Agujero Negro**

Esta filial está ubicada en un ambiente importante para la estrategia de la organización, pero posee un bajo nivel de competencia. Por lo anterior, no es una posición estratégica aceptable. El autor recomienda la explotación del potencial, si es que este es mayor al nivel alcanzado por la filial, para lo cual podría ser necesario desarrollar alianzas estratégicas o que la casa matriz le dé feedback.

- **Ejecutora**

Este tipo de subsidiarias poseen baja competencia, y además están ubicadas en un entorno estratégico de poca importancia, en los cuales la matriz mantiene el control y la filial puede servir para testear un producto en un segundo mercado, en la cual puede variar un poco la fórmula del producto, como el envase, publicidad, etc.

- **Colaboradora**

A pesar que este tipo de filiales poseen una alta competencia, su ambiente local no adquiere una mayor importancia dentro de la estrategia de la subsidiaria; es por esta razón, que los autores recomiendan que la casa matriz redireccione los recursos de la filial hacia programas fuera de ésta, pero siempre considerando el grado de frustración de los gerentes de ella al tomar una decisión tan relevante.

- **Líder Estratégico**

Existe cierta clase de filiales que son “partner” de la casa matriz, esto es, que dichas subsidiarias poseen grandes competencias, para la cual su entorno es de vital importancia. En este caso la matriz debe asegurarse que la estrategia de la subsidiaria para desarrollar el negocio sean las adecuadas según las metas y prioridades de la compañía.

Por otro lado Roth & Morrison (1992), clasifica a las filiales, de acuerdo a dos factores, el grado de especialización de la filial y al grado de centralización.

El grado de especialización se refiere a si la subsidiaria es la única o sola una más entre el resto de las filiales que realiza cierta actividad o función, que puede ser la fabricación de un producto o línea global de producto, actividades o marketing, investigación y desarrollo, distribución, etc. En cambio, el grado de centralización se refiere si la toma de decisiones estratégicas la realiza sólo la matriz o si se hace en conjunto con la subsidiaria, o simplemente sólo la filial.

Ambos factores son de vital importancia para definir si una filial posee mayor o menor rol estratégico dentro de la estructura. Por un lado se determinó que, con respecto a la primera variable, si la subsidiaria realiza una actividad que el resto no la hace, entonces la organización depende especialmente de ella en esa actividad específica, porque si se presentase alguna dificultad para realizarla, entonces se verá afectada toda la estructura, en cambio, si la función lo hacen muchas filiales, entonces, si una presentase problemas, las demás la pueden sustituir, aminorándose el impacto dentro de la organización. Por lo tanto, al ser la subsidiaria especializada, posee mayor valor estratégico dentro del grupo.

La segunda variable también es de gran relevancia ya que, por otro lado, si la filial toma decisiones de gran valor para la organización, entonces, se podría interpretar que la subsidiaria posee grandes competencias en relación al resto, o el ambiente local es estratégicamente importante para la matriz, o realiza actividades o funciones específicas de gran trascendencia, o salen importantes flujos de conocimientos de ella, entre otras características.

En este caso, la filial posee un rol estratégico dentro de la organización. Por el contrario, si la subsidiaria solo implementa las decisiones claves que toma la matriz, entonces, quiere decir, que no posee esas características, o sólo alguna de ellas, por lo tanto, no posee un rol estratégico de gran magnitud dentro del grupo.

Los autores Roth & Morrison clasificaron a las filiales según su importancia estratégica en; racionalizada global y responsable global.

- **Racionalizada Global**

Estas filiales no toman decisiones estratégicas, debido a que son solamente implementadoras de las estrategias definidas por la casa matriz. Además, las filiales son independientes unas de otras, por esto no se especializan en ningún tipo de actividad.

▪ **Responsable Global**

El control es segmentado por líneas de productos y distribuidas entre las distintas subsidiarias dependiendo de las capacidades particulares de cada una. Es por ello que estas filiales son consideradas de gran importancia para la matriz debido a que poseen alta especialización y además toman decisiones estratégicas de gran relevancia para la agrupación.

En otro aspecto, Taggart (1998), determinó una división o clasificación de las filiales según su criterio de configuración/coordinación de actividades.

El autor Taggart, divide a las subsidiarias en cuatro tipos según dos factores relevantes en cuanto al entendimiento de las variadas actividades que desarrolla cada filial como parte de la red integrada que forma la casa matriz en conjunto con sus subsidiarias (ver cuadro N° 2.7). La primera de ellas es la *configuración de actividades*, la cual básicamente se refiere a la concentración de las actividades realizadas por la Filial en cuanto a su ubicación. En forma similar, se considera un segundo factor denominado *coordinación de actividades*, la que se refiere a las actividades en común existentes entre las subsidiarias, actividades tales como los sistemas de control de información de las filiales, la tecnología existente en las filiales, los procesos de administración y de gestión, etc.

Cuadro 2.5. - Factores y tipos de filiales según la clasificación de Taggart (1998)

CONFIGURACIÓN DE ACTIVIDADES	
Dispersado Geográficamente	Concentrado Geográficamente
Subsidiaria Aliada.	Subsidiaria Estratégica.
Subsidiaria Autárquica.	Subsidiaria Aislada.

- **Subsidiaria Aislada**

Utiliza una Estrategia Corporativa basada en la exportación. Se caracteriza por una alta Concentración de las actividades en términos geográficos, pero a la vez posee bajos niveles de actividades en común entre las subsidiarias de todo el holding. Esta filial está determinada a una ubicación particular con el objetivo de servir a un tipo específico de clientes o, similarmente, para acceder a un tipo específico de recursos presentes en el Mercado de la Filial. Es poco probable que este tipo de filial sea integrada en forma estrecha al grupo internacional.

- **Subsidiaria Estratégica**

A diferencia de la anterior, posee una alta coordinación de actividades con las del grupo, transformando a esta filial en un elemento importante en la implementación de la estrategia corporativa total del holding. Es por ello que, a pesar del bajo nivel de autonomía que presenta la filial, existe una dependencia corporativa en este tipo de subsidiarias ya que cada una de ellas adquiere un rol estratégico clave que cumplir dentro del holding, lo que se podría explicar por la estrategia global pura que se implementa como estrategia corporativa de la filial.

- **Subsidiaria Autárquica**

Se caracteriza por una alta dispersión geográfica, o bien una baja concentración de actividades en cuanto a sus ubicación y con poca coordinación de actividades entre las filiales en un mismo holding. Asimismo, esta subsidiaria utiliza una estrategia corporativa determinada también por Porter (1986), que se concentra en el país anfitrión donde se ubica la filial. Este tipo de filial posee un fuerte grado de autonomía debido a los bajos niveles de coordinación combinada con una proporción significativa de desarrollo de actividades que forman parte de la cadena de valor.

- **Subsidiaria Aliada**

Carece de autonomía como consecuencia de que se encuentra estrechamente unida a la extensiva conexión integrada que forma las filiales del holding, en este caso muy pocas decisiones son tomadas en la subsidiaria, por lo tanto su comportamiento dentro del holding es más bien de carácter obediente y sumiso ya que sus actividades están regidas con las del grupo internacional de la matriz. Lo anterior explica que esta filial se caracterice por poseer una alta dispersión geográfica combinada con una alta coordinación de actividades las que están enfocadas en una estrategia corporativa basada en la alta inversión extranjera.

2.5. - ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE GRUPOS ECONÓMICOS CHILENOS

De acuerdo a un estudio elaborado por Fuentes (1997: 39-93), en el cual se analizaron con profundidad cinco grupos económicos chilenos con el objeto de describir las estructuras de propiedad presentes en Chile, se concluye que las principales características de las estructuras de propiedad de los grupos económicos estudiados son las siguientes:

a). - Cohesión

El grado de cohesión de un grupo de empresas o grupo económico se refiere a la unidad del grupo y a la fortaleza de los lazos de propiedad que unen las distintas empresas. Mientras más cohesionado sea un grupo, más fácil será para sus controladores dirigir sus destinos. Numéricamente, se interpreta como el porcentaje de propiedad de la empresa promedio del grupo que está en manos de otras empresas pertenecientes también al grupo (Fuentes, 1997: 41).

De acuerdo al estudio, se observa que la mayoría de las filiales bajo las matrices, por no decir todas, están en manos de una o dos empresas del grupo. Como consecuencia, los grupos estudiados presentan un elevado grado de cohesión, en todos los casos superior al 55%. Esto indica que pueden gobernar los destinos de las empresas sin obstáculos, eligiendo los directorios y toda la plana ejecutiva, de entre sus preferencias (Fuentes, 1997: 87).

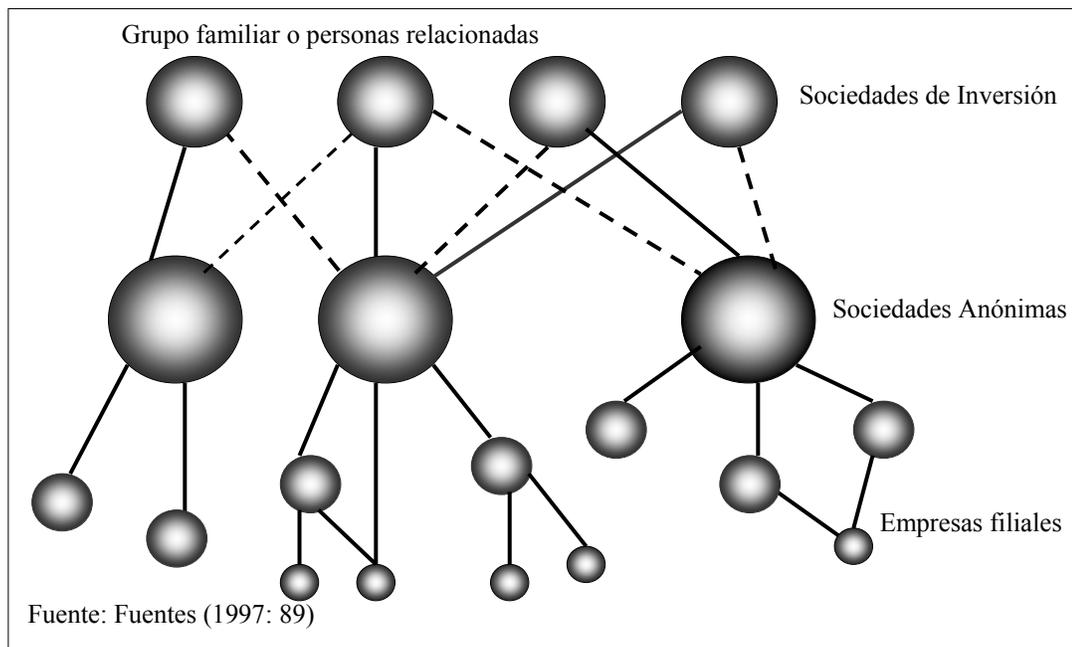
b). – Entrecruzamiento de Propiedad

Siguiendo los planteamientos de Fuentes (1997: 41-42), el entrecruzamiento de propiedad, o *cross-holding*, al interior de los grupos se refiere a la existencia de interdependencias mutuas entre las empresas, de lazos de propiedad densos, que unen a las empresas en una red y las hace trabajar en equipo por el fortalecimiento del grupo.

Mientras más inversionistas del grupo se repartan la propiedad de una empresa, más entrecruzamiento de propiedad existirá al interior de ese grupo. Esto se traduce en una gestión por consenso, lo que difiere del caso contrario donde no existe propiedad entrecruzada y los destinos de las empresas son guiados por un solo inversionista. El indicador correspondiente es el número promedio de inversionistas ligados al grupo que participan en la propiedad de las empresas del grupo.

Como se ha mencionado, la gran mayoría de las filiales bajo las matrices son poseídas por una o dos empresas del grupo. Son comunes los casos en que una sola empresa posee el 99% o más, y la segunda empresa requerida por ley para formar una sociedad, posee la diferencia. Esto es idéntico a que una sola empresa controle el 100%, y no exista propiedad entrecruzada. Las matrices o *holdings* están en manos de varias sociedades de inversión ligadas a los integrantes del grupo económico, como se esquematiza en el cuadro 2.6, existiendo un cierto grado de entrecruzamiento de propiedad en los niveles superiores, aunque, en general, no se puede hablar de propiedad entrecruzada, ya que el promedio de inversionistas por empresa es sólo de dos firmas (Fuentes, 1997: 88).

Cuadro 2.6. – Estructura de propiedad de grupos económicos chilenos



c). - Directorios Entrecruzados

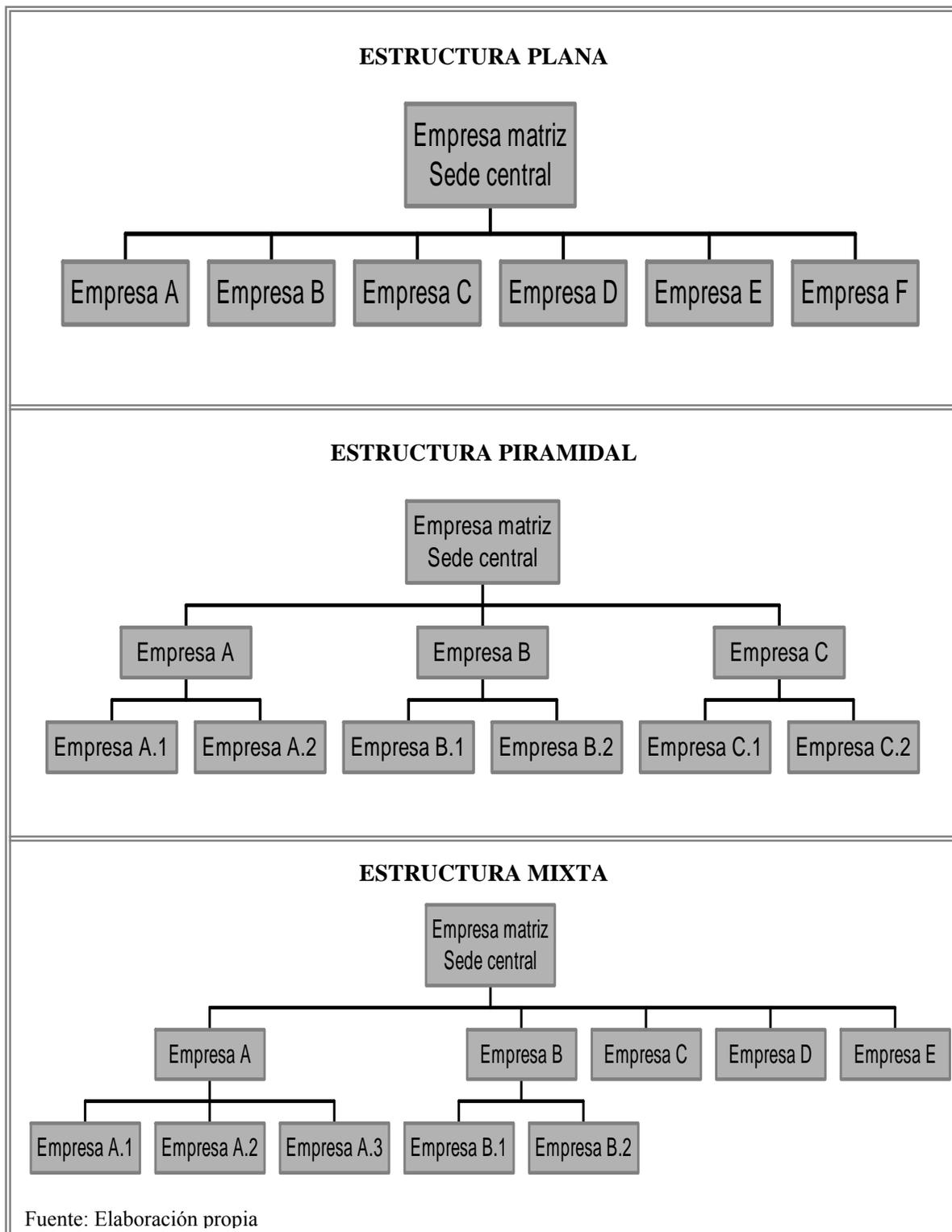
Los directorios entrecruzados, o *interlocking directories*, representan elementos muy importantes en la gestión conjunta de las empresas de los grupos económicos, son la forma efectiva que el grupo tiene de dirigir sus empresas de acuerdo a un criterio y a una visión. Estos consisten en la presencia de socios del grupo en los directorios de las compañías claves, que efectúan una labor de integración de las empresas y son los coordinadores y ejecutores de la estrategia del grupo económico y de la visión que éste tiene de las empresas que lo conforman. Por último, es una medida más cualitativa, pero íntimamente relacionada con el indicador de cohesión grupal (Fuentes, 1997: 42).

La presencia de socios en los directorios de las compañías más importantes del grupo parece ser una característica de los grupos chilenos, a partir de los resultados obtenidos para la muestra de los cinco grupos analizados. Los ejecutivos que figuran en más de dos directorios de compañías del grupo tienen el papel de coordinadores e integradores de las empresas del grupo (Fuentes, 1997: 90).

2.6. - TIPOS DE ESTRUCTURAS JURÍDICAS DE LOS GRUPOS ECONÓMICOS

A partir de un análisis de las estructuras jurídicas de ciertos grupos económicos nacionales, se observó que existen diferencias entre las formas de algunas estructuras. Por lo tanto, de acuerdo a estas diferencias, se considera que existen tres formas o tipos básicos de estructura presente en los grupos económicos chilenos, a saber: Estructura Plana, Estructura Piramidal y Estructura mixta, tal como se puede observar en el cuadro 2.7. Además, se puede decir que, las filiales pueden estar agrupadas según el proceso o función que éstas desempeñen, según las zonas geográficas en las que funcionan, etc.

Cuadro 2.7. - Tipos básicos de estructura jurídica de los grupos económicos



2.7. - LOS GRUPOS ECONÓMICOS EN CHILE

A lo largo de la historia de Chile, los grupos económicos han tenido gran importancia para la economía nacional. Estos han logrado importantes desarrollos en diversos sectores de la economía que los han llevado a ser protagonistas de la historia económica del país.

Según Paredes y Sánchez (1994: 11), al analizar la evolución de los grupos económicos en el tiempo, se pueden distinguir entre:

- Grupos tradicionales: son aquellos que ya existían a comienzos de los años 60. Entre los grupos tradicionales están, en primer lugar, los once grupos precursores identificados por Lagos (1962). Más adelante se incluyen los grupos económicos que existían a principios de los 60 y que siguen estando presentes hoy en día como Luksic, Matte y Angelini; en la actualidad grupos totalmente consolidados y de gran tamaño dentro de nuestra economía.
- Grupos que tuvieron su origen en la segunda mitad de los 60 y que se consolidan en los 70. Entre ellos se encuentran el Grupo Cruzat-Larraín, el Grupo BHC (Banco Hipotecario de Chile) y el Grupo Claro. Los dos primeros llegaron a ser los principales grupos en Chile hacia fines de los años 70, para posteriormente prácticamente desaparecer hacia mediados de los 80 principalmente por causa de la crisis financiera del año 1982.
- Grupos nuevos: son aquellos que tienen su origen desde los años 80 hasta la fecha. Entre los grupos nuevos se encuentran: Sigdo Koppers, Grupo Carozzi, Grupo Abumohor, Grupo Enersis, Grupo Errázuriz, Grupo CAP, Grupo Boher, Grupo Solari y Grupo Paulmann, entre otros.

La evolución de los grupos económicos confirma que, aun cuando hay un cierto número de grupos que tienden a mantenerse en el tiempo, hay significativa movilidad en cuanto a la aparición y desaparición de ellos y una ausencia de barreras a la entrada y salida a ser grupo en Chile. Así, siguiendo a Paredes y Sánchez (1994:11-13), hay un número importante de grupos que aparecen o adquieren relevancia en la segunda mitad de los 80. Del mismo modo, los grupos que fueron importantes en los 70 han desaparecido o disminuido fuertemente su importancia en la actualidad. Por último, puede plantearse que los grupos económicos en Chile han sido vulnerables a los vaivenes de la economía y de la política y no todopoderosos como a veces se piensa (Sapelli, 2002: 90).

2.8. - SELECCIÓN DE GRUPOS ECONÓMICOS

Hoy en día existen numerosos grupos económicos en el país. La Superintendencia de Valores y Seguros distingue 115 Grupos Empresariales a diciembre de 2005, entre los más destacados en la actualidad están: Grupo Angelini, Grupo Matte, Grupo Luksic, Grupo Claro, Grupo Paulmann, Grupo Said, Grupo Solari, Grupo Hurtado- Fernández y Grupo Saieh.

A partir de los grupos económicos mencionados, se seleccionan cuatro de ellos con la finalidad de analizar su estrategia corporativa y el aporte de ésta a la creación de valor del grupo. Los grupos económicos elegidos son: Grupo Paulmann, Grupo Solari, Grupo Angelini y Grupo Claro. Los dos primeros, por estar conformados por empresas concentradas en un mismo sector industrial, y los dos últimos, por ser grupos que se consideran lo suficientemente diversificados.

De esta manera, será posible realizar un análisis comparativo, de las estrategias de concentración y de diversificación utilizadas por los grupos económicos seleccionados, medido por medio del valor económico aportado por cada grupo.

2.8.1. - El Grupo Paulmann

El grupo encabezado por el empresario Horst Paulmann Kemna, quien se inició en el negocio de los supermercados a fines de la década de los '50, actualmente esta conformado por numerosas empresas estructuradas bajo el *holding* Cencosud S.A. siendo uno de los principales operadores del sector retail.

Cencosud S.A. es una sociedad con giro de inversiones y supermercados, constituida el 10 de noviembre de 1978. El emisor presenta inversiones en diversas empresas, tanto en Chile como en Argentina, con actividades en áreas de negocios de: Supermercados, Mejoramiento del hogar, Centros Comerciales e Inmobiliario, Tiendas por Departamento, Retail Financiero y otros.

2.8.1.1. - Supermercados

El negocio de supermercados e hipermercados es hoy en Chile y Argentina sumamente dinámico y competitivo. En este escenario, la División Supermercados de Cencosud ha desarrollado exitosamente sus marcas Jumbo, Santa Isabel y Disco.

Cencosud fue la empresa pionera en el formato de hipermercados en Chile, con la apertura del primer Hipermercado Jumbo en 1976. A diciembre de 2005, la compañía posee un total de 15 locales Jumbo en Chile. Durante los últimos tres años, Cencosud adquirió Santa Isabel, Las Brisas y Montecarlo, importantes cadenas de supermercados en Chile, lo que le permitió consolidarse como el segundo operador nacional en términos de ventas. Lo anterior le permitió extender sus operaciones hacia un formato más pequeño, complementando su negocio y ampliando su cobertura geográfica. Santa Isabel, marca que actualmente agrupa toda la línea de supermercados de formato menor, cuenta con 106 locales.

En Argentina, la compañía abrió el primer Hipermercado Jumbo en 1982 y actualmente opera con 13 locales. A partir de noviembre de 2004, está consolidando las operaciones de Supermercados Disco, cadena que cuenta con 234 locales a diciembre de 2005.

2.8.1.2. – Mejoramiento del Hogar

En 1993 el Homecenter Easy comienza sus operaciones en Argentina y un año después, en 1994, abre su primer local en Chile. En ambos casos, la división es especialista en la venta asistida de artículos de construcción, equipamiento y remodelación del hogar y jardín.

A partir del año 2002, Cencosud desarrolló una fuerte expansión de su negocio de homecenters en Chile, abriendo 5 nuevos locales Easy y adquiriendo Proterra S.A., compañía dedicada a la venta de productos agrícolas y para el mejoramiento del hogar. Además, es el mayor operador de homecenters en Argentina. Actualmente, cuenta con 18 tiendas en Chile, y 26 locales en Argentina.

2.8.1.3. - Centros Comerciales e Inmobiliario

Cencosud es uno de los mayores dueños y administradores de centros comerciales en Sudamérica. La compañía es propietaria de 7 malls en Chile y 12 malls en Argentina. Cada centro comercial cuenta con un Hipermercado Jumbo y/o un Homecenter Easy, junto con otra tienda ancla en busca de atraer clientes y, de esta forma, complementar sus operaciones.

Esta división cuenta con un área de Desarrollo, que se encarga de la factibilidad de los proyectos y de la compra de los terrenos; otra área Comercial o de shopping, que se encarga de la operación de los malls abiertos y una tercera área, llamada de Proyectos, que se encarga del desarrollo desde la entrega del terreno, la gestión, construcción y entrega a los clientes internos/externos, así como también de la habilitación de las tiendas y su mantención.

2.8.1.4. - Tiendas por Departamento

A partir de marzo de 2005, Cencosud entró en el negocio de tiendas por departamento a través de la adquisición de Empresas Almacenes Paris S.A. Esta adquisición significó incorporar más de 100 años de experiencia en el sector retail y más de 20 en el negocio financiero de seguros y tarjetas de crédito, además de una marca prestigiosa y reconocida.

De este modo, se creó la División Tiendas por Departamento, cuya ocupación fundamental son las tiendas Paris, el canal Internet y mayorista, las filiales Nordik S.A. y Umbrale S.A. La multitienda Almacenes Paris cuenta a diciembre de 2005 con 22 puntos de venta.

2.8.1.5. - Retail Financiero

Con la compra de Empresas Paris por parte de Cencosud, no sólo se incorporó a la compañía la tradicional y prestigiosa marca de la tienda por departamentos, sino que también una serie de negocios complementarios: seguros, viajes, banco y tarjeta de crédito, a los cuales también era necesario otorgarles una administración eficiente. Para esto se creó la División de Retail Financiero, la cual está compuesta por cinco áreas: Seguros Paris, Viajes Paris, Banco Paris, Tarjetas (Paris y Jumbo Más) y Desarrollo de Clientes.

2.8.1.6. - Aventura Center

Aventura Center es la división de entretenimiento familiar de Cencosud. Desde 1993 ha complementado el desarrollo de los centros comerciales. Si bien, no genera ingresos de relevancia en relación con los otros negocios, sirve de ancla para las otras tiendas del centro comercial.

En el cuadro 2.8 se puede observar los locales de Cencosud, clasificados de acuerdo a los negocios ubicados en Chile y en Argentina, a diciembre de 2005.

Cuadro 2.8. - Locales Cencosud a diciembre de 2005

Chile	Locales	Argentina	Locales
Jumbo	15	Jumbo	13
Santa Isabel	106	Disco	234
Paris	22	Easy	26
Easy	18	Centros Comerciales	12
Centros Comerciales	7		
Total	168	Total	285

Fuente: Memoria Anual Cencosud (2005: 15)

2.8.2. - El Grupo Solari

El grupo encabezado por el empresario Reinaldo Solari Magnasco, actualmente esta conformado por numerosas empresas estructuradas bajo el *holding* S.A.C.I. Falabella, una de las compañías más grandes de Chile del Sector Retail, la tienda por departamentos más importante de Sudamérica y con presencia en Argentina, Perú y Colombia.

S.A.C.I. Falabella constituida el 19 de marzo de 1937 participa en seis áreas de negocios: Tiendas por departamento, Mejoramiento del hogar, Supermercados, Retail financiero, Banco Falabella y Centros comerciales e inmobiliaria.

2.8.2.1. - Tiendas por Departamento

S.A.C.I. Falabella es la cadena de tiendas por departamento con mayor número de locales, y con la mayor cobertura y diversificación geográfica. Actualmente posee 35 tiendas por departamento en Chile, que operan bajo la marca “Falabella”. En Perú, la compañía participa en el negocio de tiendas por departamento a través de Saga Falabella, la que posee 10 locales y en Argentina posee 6 locales.

La compañía administra directamente las áreas, comercial, financiera y operativa relacionadas a las tiendas y es propietaria de la mayor parte de los bienes inmuebles donde éstas se ubican.

2.8.2.2. - Mejoramiento del Hogar

A partir de julio de 2003, Sodimac S.A. y S.A.C.I. Falabella suscribieron un acuerdo para la incorporación de Sodimac como filial de S.A.C.I. Falabella, sumándose así a los locales HomeStore que ya poseía en este formato. A diciembre de 2005, la compañía posee 54 locales en Chile, 9 locales en Colombia y 2 en Perú.

2.8.2.3. - Supermercados

En el año 2004 la compañía adquirió el 88% de Supermercados San Francisco, dando el primer paso en el negocio de los supermercados en Chile. Actualmente, Supermercados San Francisco posee 11 locales, los que se encuentran en gran parte en la zona suroeste de la Región Metropolitana (El Monte, Talagante, San Bernardo, Buin y Peñaflor). Además, en Perú participa en el negocio de hipermercados, a través de las tiendas Tottus, de las cuales posee 3 locales.

2.8.2.4. - Retail financiero

- **Tarjeta de crédito CMR:** Con más de 3 millones de tarjetas activas, CMR Falabella es la principal emisora de tarjetas de crédito en Chile, además de poseer una importante presencia en Perú y Argentina. La estrategia de alianzas con los líderes de cada segmento ha expandido el uso de la tarjeta en una variedad de empresas, entre las cuales destacan Copec, Farmacias Ahumada, Sodimac, Mc Donald's, telefonía móvil, Integramédica, Blockbuster, Sky TV y autopistas.
- **Corredora de Seguros Falabella:** Los servicios que abarca este segmento son seguros de vida, salud, hipotecarios, automotrices y otros, con la posibilidad de pagar con la tarjeta CMR.
- **Viajes Falabella:** Actualmente es la agencia con mayor cobertura de Chile, con oficinas en casi todas las tiendas Falabella, tanto de Chile como de Perú y Argentina.

2.8.2.5. - Banco Falabella

El banco está enfocado al negocio de la banca de personas, tanto clientes de Falabella como a nuevos clientes. La fácil accesibilidad, la combinación de los distintos canales de servicio, como oficinas, internet y call center, ha constituido una sólida y permanente base de crecimiento. En este proceso, el nivel de cobertura alcanzado por el banco se transformó en un aspecto relevante, logrando estar presente en la mayoría de las ciudades donde operan las tiendas Falabella y Sodimac, con un total de 57 oficinas a diciembre de 2005.

2.8.2.6. - Centros Comerciales e Inmobiliaria

S.A.C.I. Falabella participa en el negocio de los centros comerciales a través de inversiones de un 45% de la propiedad de Mall Plaza Vespucio y de un 50% de los Malls Plaza Oeste, Plaza El Trébol, Plaza La Serena, Plaza Tobalaba, Plaza Los Angeles y Plaza Norte. En cada centro comercial, la compañía participa con tiendas “anclas”.

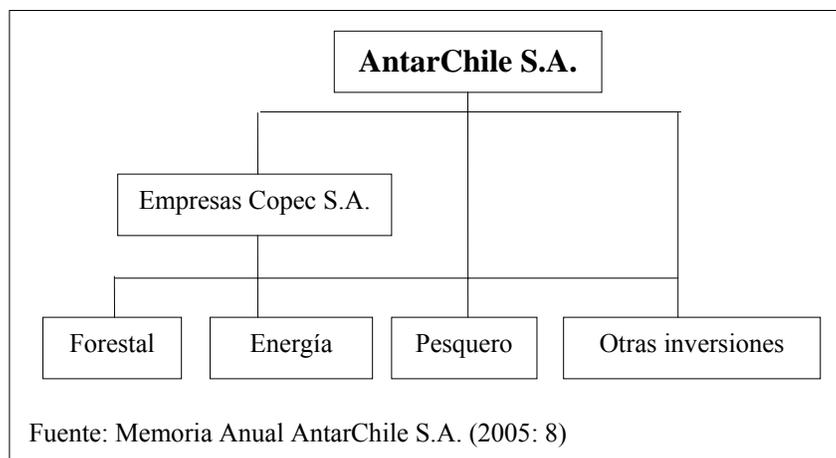
2.8.3. - El Grupo Angelini

Encabezado por el empresario ítalo-chileno Anacleto Angelini Fabbri, es uno de los grupos más importantes del país. El nacimiento del grupo lo podemos encontrar en Pinturas Tajamar, creada en 1948, y en el complejo pesquero más importante de la zona norte de Chile: las pesqueras Indo y Eperva, creadas entre 1953 y 1956. A partir de ellas comenzó su crecimiento.

Este grupo económico tiene inversiones en los sectores más diversos de la economía nacional, estructuradas bajo el *holding* AntarChile S.A.

AntarChile S.A. es una sociedad de inversiones constituida por escritura pública el 12 de junio de 1989, como resultado de la división de Empresa Pesquera Eperva, bajo el nombre de Inversiones Epemar S.A. Posteriormente, en 1994 se determinó el cambio de razón social de Inversiones Epemar por AntarChile. La compañía desarrolla sus inversiones y operaciones productivas por medio de sus filiales y coligadas en diversos sectores, entre los cuales destacan el forestal, energético y pesquero, entre otros, tal como se puede observar en el cuadro 2.9. El principal activo de la compañía corresponde a Empresas Copec S.A., de la cual posee un 60,71% de la propiedad, siendo la filial que le genera casi la totalidad de sus utilidades.

Cuadro 2.9. - Principales sectores industriales en los que opera el Grupo Angelini



2.8.3.1. - Empresas Copec S.A.

Desde su creación en 1934, Empresas Copec se dedicaba a la distribución de combustibles líquidos, giro que fue traspasado en octubre de 2003 a una nueva filial. En 1986 el Grupo Angelini toma el control de Empresas Copec y le imprime una exitosa y sólida trayectoria de crecimiento y diversificación de negocios.

Hoy, las actividades de Empresas Copec se agrupan en dos grandes áreas de especialización: energía y recursos naturales. En energía está presente en la distribución de combustibles líquidos, gas licuado y gas natural, sectores fuertemente vinculados al crecimiento y desarrollo del país. En recursos naturales participa en la industria forestal, pesquera y minería, donde Chile cuenta con claras ventajas comparativas.

2.8.3.2. - Sector Forestal

AntarChile S.A. se encuentra presente en este sector a través de la participación que Empresa Copec S.A. posee en Arauco (Celulosa Arauco y Constitución S.A. y filiales). De esta manera, AntarChile S.A. tiene la propiedad del 99,98% de Arauco.

Arauco es una empresa líder en producción en el mercado local y con importante reconocimiento a nivel internacional. Se debe resaltar que por el clima de Chile y la calidad de sus suelos, además de los avances genéticos logrados por Arauco, la empresa logra actualmente en menor tiempo que en otras regiones del mundo una mayor densidad de madera por hectárea de bosque plantado, lo que le permite ser uno de los productores de celulosa de menores costos en el mundo.

2.8.3.3. - Sector Energético

En el sector energético, como se ha señalado, la Compañía está presente mediante la distribución de combustibles líquidos, gas licuado y gas natural, negocios fuertemente vinculados al crecimiento y desarrollo del país.

- Combustibles Líquidos

Compañía de Petróleos de Chile Copec S.A, filial bajo la cual se administra este sector, ha sido actor principal en la distribución de combustibles líquidos en Chile. La empresa participa en este negocio con 617 estaciones de servicio, ubicadas a lo largo del país, y cerca de 3.000 clientes industriales a los que distribuye todo tipo de combustibles derivados del petróleo y una amplia gama de lubricantes marca Mobil. Para esto, la Compañía posee 12 plantas de almacenamiento distribuidas en todo Chile.

- Gas Licuado

AntarChile S.A. se encuentra presente en el rubro de distribución de gas licuado por medio de la participación que Empresas COPEC S.A. mantiene en Abastible.

Para desarrollar sus actividades, Abastible dispone de 7 plantas de almacenamiento y llenado de cilindros, 19 oficinas de venta, un parque de cilindros de aproximadamente 5,6 millones de unidades y una red de 1.490 distribuidores. Su cobertura territorial abarca desde la III hasta la XI regiones.

- **Gas Natural**

AntarChile S.A. participa en el negocio de gas natural a través de la participación que Empresas COPEC S.A. (39,83% de participación directa) mantiene en Metrogas, empresa que distribuye gas natural y gas de ciudad a nivel residencial, comercial e industrial en las regiones V, VI y Metropolitana.

2.8.3.4. - Sector Pesquero

En el sector pesquero, AntarChile S.A. participa por medio de Pesquera Iquique - Guanaye S.A. (Igemar) y Empresa Pesquera Eperva S.A., importantes productoras de harina y aceite de pescado, productos congelados y conservas a nivel mundial.

Actualmente Igemar es una sociedad de inversiones, sin actividades operacionales pesqueras. En 1999 esta Compañía racionalizó sus actividades fusionando sus activos con otras empresas del sector, con el fin de enfrentar el exceso de capacidad productiva que se generó ante la baja de las capturas. Luego de estas fusiones, las principales inversiones de Igemar están constituidas por el 99,9% de South Pacific Korp S.A. (SPK) en la zona centro sur y el 30,64% de Corpesca S.A. que opera en la zona norte.

Los activos de SPK están conformados por 15 embarcaciones, 3 plantas industriales para producción de harinas y aceites de pescado, una planta de conservas y una de congelados.

Con respecto a Corpesca S.A., ésta se constituyó con la fusión de la Empresa Pesquera Eperva S.A., Pesquera Iquique-Guanaye S.A. y Sociedad Pesquera Coloso S.A. Los principales activos de esta Compañía son una flota integrada por 83 barcos pesqueros, con una capacidad de bodega superior a los 31 mil metros cúbicos y plantas elaboradoras de harina y aceite de pescado en las ciudades de Arica, Iquique, Tocopilla y Mejillones.

Además, AntarChile S.A. también mantiene una participación en Astilleros Arica S.A., esta Compañía se constituyó en 1981 y su objeto es la construcción y reparación de embarcaciones pesqueras y su actividad industrial la desarrolla en los astilleros que posee en los puertos de Arica y Mejillones.

2.8.3.5. - Otras Inversiones

Otras inversiones importantes que mantiene AntarChile, son Servicios Corporativos SERCOR S.A, compañía que otorga servicios de asesoría en estudios económicos, evaluación de proyectos, gestión de negocios, planificación estratégica, entre otros, y Sigma S.A, relacionada a la entrega de servicios informáticos.

2.8.4. - El Grupo Claro

El grupo encabezado por el empresario chileno Ricardo Claro Valdés controla un número importante de empresas, estructuradas bajo el *holding* Quemchi S.A., que están presentes en diversos sectores de la economía, entre los cuales se destacan transporte, industria y comunicaciones. Las principales empresas que integran el grupo económico son: Compañía Sudamericana de Vapores S.A., Compañía Electrometalúrgica S.A. y Claro y Cia.

2.8.4.1. - Sector Transporte

El grupo se encuentra presente en este sector a través de la participación que posee en la Cía. Sudamericana de Vapores S.A. (CSAV).

La CSAV es una de las compañías navieras más antiguas del mundo, fue fundada en 1872 y actualmente es la más grande de Latinoamérica. En el comienzo, sus actividades consistían exclusivamente en servicios de cabotaje. Hoy en día la compañía ofrece servicios de transportes de carga general, carga a granel, fresca y productos congelados y vehículos, usando naves propias y arrendadas, estableciendo vínculos permanentes entre la costa Atlántica y del Pacífico de Sudamérica, y el resto del mundo.

Entre las filiales de la CSAV se encuentran las empresas Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM) y Terminal de Contenedores de Santiago S.A. (COSAN).

2.8.4.2. - Sector Industria

En este sector, el grupo participa por medio de la Compañía Electrometalúrgica S.A. (ELECTOMETAL). Esta compañía produce y vende repuestos de acero fundido para la minería, la construcción y la industria. En la actualidad es una de las principales productoras y comercializadoras de esta clase de productos en los mercados mundiales.

Entre las filiales de ELECMETAL se encuentran las empresas ME Global Inc, Fundación Talleres S.A. y Cristalerías de Chile S.A., siendo esta última la que concentra la administración de otros negocios.

Cristalerías de Chile inicia sus operaciones en 1904 bajo el nombre de Fábrica Nacional de Vidrios, y actualmente, se dedica al desarrollo, producción y comercialización de envases de vidrio en Chile. En 1975 ELECMETAL asume el control de la propiedad y administración de la Compañía, desde ese momento, se inicia un importante proceso de modernización tecnológica y comercial.

Entre las filiales de Cristalerías de Chile se encuentra Envases CMF S.A. En la actualidad, es una de las más importantes empresas que fabrican y comercializan envases plásticos.

2.8.4.3. - Sector Vinícola

En el sector vinícola, está presente mediante la participación que posee Cristalerías de Chile en Viña Santa Rita S.A.

Viña Santa Rita fue fundada en 1880 y se dedica a la producción de vinos de diversas cepas. En la actualidad es el segundo productor y tercer exportador de vino embotellado del país. Cuenta con cinco unidades operativas en Chile, y una en Argentina, comercializando sus productos a través de sus marcas Casa Real, medalla Real, 120, entre otras.

2.8.4.4. - Sector Comunicación

En el sector comunicación, el grupo se encuentra presente mediante la participación que posee Cristalerías de Chile S.A. en Comunicación, Información, Entretención y Cultura S.A. (CIECSA) y en VTR Globalcom S.A. (VTR).

CIECSA es propietaria de Ediciones Financieras S.A. (Diario Financiero), Editorial Zig-Zag S.A., Ediciones Chiloé S.A., Ediciones e Impresos S.A. (Revista Capital) y Red Televisiva Megavisión S.A. (MEGA).

En cuanto a VTR Globalcom S.A. (VTR), es uno de los principales proveedores de telecomunicaciones en Chile, ofreciendo servicios de Televisión por Cable, Telefonía Local y larga distancia, Internet Banda Ancha, además de servicios de Monitoreo y Seguridad.

2.8.4.5. - Otras Inversiones

Claro y Cia., es uno de los principales bufetes de abogados de Chile y es de propiedad del Grupo Claro, brinda asesoría legal a empresas que lideran la actividad bancaria, financiera y de asesoría de inversión; así como a importantes empresarios e inversionistas nacionales y extranjeros, personas y familias en los distintos ámbitos de su interés, en especial en la administración y estructuración de sus negocios y planificación hereditaria.

CAPÍTULO 3

METODOLOGÍA SEGUIDA EN LA VALORACIÓN DE GRUPOS ECONÓMICOS

Al valorar una empresa en su conjunto se puede hacer de acuerdo a una variedad de métodos susceptibles de utilizar, por lo que la elección del método dependerá de los objetivos que se persiguen con la valoración. Sin embargo, cualquiera que sea el motivo de la valoración, en definitiva lo que se busca valorar es la capacidad de la dirección para incrementar la riqueza de la empresa (Medina, 2006: 45).

Existe una amplia variedad de métodos de valorización de empresas que se presentan en diversos textos y publicaciones, entre las que se pueden citar: Rojo (1992), Caballer (1994), Principios de valoración de empresa de AECA (1996), Adserà y Viñolas (1997), Fernández (1999, 2000), Pisón (2001), Medina (2006).

De la variedad de métodos posibles de utilizar, siguiendo a Medina (2006: 53-54), los más adecuados para la estimación del valor económico de una empresa son aquellos que cumplen con los tres elementos determinantes del valor, como son la rentabilidad económica esperada, el tiempo en que ésta se pueda mantener y el riesgo inherente a esta rentabilidad económica esperada. En este contexto, el método de flujo efectivo de libre disposición (FEL) y el método del valor económico añadido (VEA) son los únicos que cumplen las tres condiciones determinantes del valor.

El método VEA ha tenido una gran divulgación en la literatura y en diversas publicaciones del ámbito económico, pero no ha ocurrido lo mismo con el método FEL, por lo que este trabajo se centró en la utilización de este último método, para así resaltar su relevancia y utilidad para la empresa y la comunidad económica en general.

Asimismo, el FEL no se aparta del principio de dualidad, el cual implica que el cálculo de la generación de este FEL tenga su contrapartida en la formulación de su distribución. Por tanto, si bien con ambos métodos se puede establecer el valor creado por la organización, la gran diferencia entre ellos radica en que el FEL, además de estimar el valor económico creado, muestra el valor distribuido del mismo, lo cual lo hace mucho más consistente a la hora de utilizarlo para la valoración de una empresa.

De esta manera, la metodología seguida para determinar el valor económico de los grupos económicos seleccionados, fue mediante la utilización del método de flujo efectivo de libre disposición, FEL.

En la búsqueda de alcanzar este objetivo se utilizó como base la información emanada de los Estados Financieros consolidados, publicados por la Superintendencia de Valores y Seguros, correspondientes a la empresa matriz de cada grupo económico. Sin embargo, para el Grupo Claro se consideró los Estados Financieros consolidados de la Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV). En el cuadro 3.1 se pueden observar las empresas objeto de estudio que representan a los grupos económicos valorados.

Cuadro 3.1. - Empresas objeto de estudio

Grupo Económico	Empresa
Grupo Paulmann	Cencosud S.A.
Grupo Solari	S.A.C.I. Falabella
Grupo Angelini	AntarChile S.A.
Grupo Claro	CSAV S.A

El periodo analizado abarcó retrospectivamente diez años. No obstante, Cencosud S.A. se inscribió en el registro de valores con fecha de 21 de agosto de 2001. Por tanto, para esta empresa se analizó solo 5 años. En el cuadro 3.2 se indican los periodos que se incluyeron para cada una de las empresas.

Cuadro 3.2. - Periodos incluidos en el análisis

Empresa	Desde	Hasta
Cencosud S.A.	31.12.01	31.12.05
S.A.C.I. Falabella	31.12.96	31.12.05
AntarChile S.A.	31.12.96	31.12.05
Compañía Sudamericana de Vapores	31.12.96	31.12.05

3.1. - APLICACIÓN DEL MÉTODO DE FLUJO EFECTIVO DE LIBRE DISPOSICIÓN (FEL)

Para demostrar la creación (destrucción) de valor generado por los grupos económicos, a continuación se expone la metodología utilizada en la obtención de este valor mediante el método FEL, para lo cual se utilizó los estados financieros consolidados publicados por la empresa AntarChile S.A.

El procedimiento a seguir es el indicado por Medina (2006: 62-94), para su consecución se debe considerar, en primer lugar, el ajuste extracontable de las cifras expuestas en los estados financieros para, en segundo término, proceder a determinar el valor económico creado por la empresa.

3.1.1. - Ajustes Extracontables

De acuerdo a la normativa contable que regula la presentación de los Estados Financieros, éstos contienen determinados ajustes contables, por lo que antes de entrar al análisis de la creación de valor, corresponde eliminar extracontablemente aquellos ajustes que han provocado una alteración ficticia, los cuales no han implicado movimiento de fondos, tanto en el Balance General como en el Estado de Resultado de cada ejercicio.

Considerando los Estados Financieros de AntarChile S.A. (Anexo N° 1) y la nota explicativa sobre corrección monetaria (Anexo N° 2) se procede a ajustar dichos estados para eliminar todas aquellas partidas que no representen un flujo real, como son la corrección monetaria y ajustes a las inversiones, tal como se muestra en el cuadro 3.3.

En el cuadro 3.4 se puede observar el procedimiento seguido en dicha reversión, en donde, a partir del saldo del balance se llega al saldo ajustado de cada una de las partidas.

Cuadro 3.3. – Reversión de ajustes efectuados por la empresa

RESULTADO FINAL	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Resultado final antes de reversión	29.032.619	16.022.333	34.572.827	107.277.437	197.770.565	175.641.115	215.056.242	283.471.938	241.574.866
Corrección monetaria neta	1.066.926	-846.593	-2.816.821	20.746.571	111.245.077	-8.393.815	-38.134.731	-22.840.444	-1.329.393
(-) Corrección monetaria ctas. Resultado	-3.780	-21.243	-6.967	4.884.545	8.296.506	5.222.859	-1.606.809	7.029.301	5.385.434
(-) Utilidad empresas relacionadas	34.718.085	24.882.562	47.274.872	14.790.293	13.068.921	24.577.418	37.281.230	47.380.762	23.811.689
Pérdida empresas relacionadas	0	6.813.797	5.520.302	4.150.597	2.880.743	136.233	34.609	198.704	43.311
Amortización menor valor	589.354	614.696	0	4.693.514	3.245.081	10.074.422	4.476.417	4.314.222	5.858.520
(-) Amortización mayor valor	329.523	343.693	0	34.689.308	40.790.970	25.727.152	14.563.534	13.891.005	5.395.600
Resultado final después de reversión	-4.354.929	-2.600.779	-9.991.597	82.503.973	252.985.069	121.930.526	131.194.582	196.843.352	211.554.541

Cuadro 3.4. – Reversión de ajustes efectuados por la empresa

AJUSTE AL ACTIVO CIRCULANTE	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Activo circulante operacional	4.398.983	4.588.389	5.598.092	955.385.192	719.704.109	778.914.024	748.155.917	844.950.663	873.072.008
(-) Corrección monetaria del año	0	97.396	89.216	0	28.520.336	33.642.329	48.331.618	21.910.970	15.178.731
(-) Corrección monetaria años anteriores		0	97.396	186.612	186.612	28.706.948	62.349.277	110.680.895	132.591.865
(= Activo circulante ajustado)	4.398.983	4.490.993	5.411.480	955.198.580	690.997.161	716.564.747	637.475.022	712.358.798	725.301.412
AJUSTE AL ACTIVO FIJO Y DEPRECIACIÓN ACUMULADA									
Activo fijo neto	2.511.956	2.579.962	2.499.196	2.762.562.978	2.801.289.103	3.114.549.433	2.949.388.249	3.206.894.345	3.391.938.208
(+) Depreciación acumulada	2.304.365	2.559.544	2.796.761	1.149.598.651	1.253.272.349	1.452.959.213	1.174.230.603	1.265.206.607	1.300.041.518
(= Activo fijo bruto)	4.816.321	5.139.506	5.295.957	3.912.161.629	4.054.561.452	4.567.508.646	4.123.618.852	4.472.100.952	4.691.979.726
(-) Corrección monetaria del año	0	108.774	66.851	121.747.105	67.161.208	49.776.716	3.498.407	10.901.264	19.978.864
(-) Corrección monetaria años anteriores		0	108.774	175.625	121.922.730	189.083.938	238.860.654	242.359.061	253.260.325
(= Activo fijo bruto ajustado (1))	4.816.321	5.030.732	5.120.332	3.790.238.899	3.865.477.514	4.328.647.992	3.881.259.791	4.218.840.627	4.418.740.537
Depreciación acumulada	2.304.365	2.559.544	2.796.761	1.149.598.651	1.253.272.349	1.452.959.213	1.174.230.603	1.265.206.607	1.300.041.518
(-) Corrección monetaria del año									
(-) Corrección monetaria años anteriores									
(= Depreciación acumulada ajustada (2))	2.304.365	2.559.544	2.796.761	1.149.598.651	1.253.272.349	1.452.959.213	1.174.230.603	1.265.206.607	1.300.041.518
Activo fijo neto ajustado (1)-(2)	2.511.956	2.471.188	2.323.571	2.640.640.248	2.612.205.165	2.875.688.779	2.707.029.188	2.953.634.020	3.118.699.019
AJUSTE A OTROS ACTIVOS									
Otros activos	618.853.265	675.572.278	750.524.612	231.504.215	271.766.425	307.348.794	353.976.817	374.250.509	316.569.475
(+) Pérdida inversión empresas relacionadas	0	6.813.797	5.520.302	4.150.597	2.880.743	136.233	34.609	198.704	43.311
(+) Ajuste acumulado Pérdida inver. Emp. Relac.		0	6.813.797	12.334.099	16.484.696	19.365.439	19.501.672	19.536.281	19.734.985
(+) Amortización menor valor de inversiones	589.354	614.696	0	4.693.514	3.245.081	10.074.422	4.476.417	4.314.222	5.858.520
(+) Ajuste acumulado Amort. Menor valor		589.354	1.204.050	1.204.050	5.897.564	9.142.645	19.217.067	23.693.484	28.007.706
(-) Utilidad inversión empresas relacionadas	34.718.085	24.882.562	47.274.872	14.790.293	13.068.921	24.577.418	37.281.230	47.380.762	23.811.689
(-) Ajuste acumulado Utilidad inver. Emp. Relac.		34.718.085	59.600.647	106.875.519	121.665.812	134.734.733	159.312.151	196.593.381	243.974.143
(-) Amortización mayor valor de inversiones	329.523	343.693	0	34.689.308	40.790.970	25.727.152	14.563.534	13.891.005	5.395.600
(-) Ajuste acumulado Amort. Mayor valor		329.523	673.216	673.216	35.362.524	76.153.494	101.880.646	116.444.180	130.335.185
(-) Corrección monetaria del año	32.352.252	27.417.875	20.420.892	18.353.038	24.866.942	17.286.155	28.834.483	66.539.707	88.460.885
(-) Corrección monetaria años anteriores		32.352.252	59.770.127	80.191.019	98.544.057	123.410.999	140.697.154	169.531.637	236.071.344
(= Otros activos ajustados)	552.042.759	563.546.135	576.323.007	-1.685.918	-34.024.717	-55.822.418	-85.362.616	-188.387.472	-357.834.849
AJUSTE A OBLIGACIONES CON BANCOS CP									
Deuda financiera de corto plazo	0	0	109.239.033	320.201.798	92.183.508	172.003.885	53.049.945	194.019.645	106.604.513
(-) Corrección monetaria del año	0	0	0	0	57.223.359	16.207.816	-9.095.347	-4.374.865	1.446.491
(-) Corrección monetaria años anteriores		0	0	0	0	57.223.359	73.431.175	64.335.828	59.960.963
(= Deuda financiera de corto plazo ajustada)	0	0	109.239.033	320.201.798	34.960.149	98.572.710	-11.285.883	134.058.682	45.197.059
AJUSTE A OTROS PASIVOS CIRCULANTES									
Otros pasivos circulantes	1.612.904	787.557	2.549.454	234.212.909	173.787.950	220.551.855	205.827.337	271.698.133	329.553.975
(-) Corrección monetaria del año	0	0	82.893	58.804.334	1.282.472	-6.426.810	19.228.765	784.194	2.457.700
(-) Corrección monetaria años anteriores		0	0	82.893	58.887.227	60.169.699	53.742.889	72.971.654	73.755.848
(= Otros pasivos circulantes ajustados)	1.612.904	787.557	2.466.561	175.325.682	113.618.251	166.808.966	132.855.683	197.942.285	253.340.427
AJUSTE A PASIVO DE LARGO PLAZO									
Pasivos de largo plazo	0	0	0	1.293.188.492	1.375.995.482	1.205.271.683	1.290.514.718	1.106.271.791	1.279.736.958
(-) Corrección monetaria del año	0	0	0	0	97.776.371	2.289.520	1.451.254	2.401.038	4.833.457
(-) Corrección monetaria años anteriores		0	0	0	0	97.776.371	100.065.891	101.517.145	103.918.183
(= Pasivos de largo plazo ajustados)	0	0	0	1.293.188.492	1.278.219.111	1.105.205.792	1.188.997.573	1.002.353.608	1.170.985.318
AJUSTE A INTERÉS MINORITARIO									
Interés minoritario	87.651.538	94.427.614	104.359.399	1.061.686.689	1.056.784.253	1.179.271.384	1.144.317.699	1.235.816.182	1.216.530.931
(-) Corrección monetaria del año	4.673.583	3.745.524	2.444.369	51.429.426	28.803.641	30.351.826	14.710.155	28.885.163	43.428.693
(-) Corrección monetaria años anteriores		4.673.583	8.419.107	10.863.476	62.292.902	91.096.543	121.448.369	136.158.524	165.043.687
(= Interés minoritario ajustado)	82.977.955	86.008.507	93.495.923	999.393.787	965.687.710	1.057.823.015	1.008.159.175	1.070.772.495	1.008.058.551
AJUSTE A CAPITAL									
Capital	237.510.458	267.714.705	300.413.487	781.030.765	882.819.143	1.014.492.143	832.000.994	749.875.080	654.439.968
(-) Corrección monetaria del año	28.749.375	23.053.171	15.239.843	45.728.409	38.411.214	44.666.174	17.841.759	41.786.666	64.737.312
(-) Corrección monetaria años anteriores		28.749.375	51.802.546	67.042.389	112.770.798	151.182.012	195.848.186	213.689.945	255.476.611
(= Capital ajustado)	208.761.083	215.912.159	233.371.098	668.259.967	731.637.131	818.643.957	618.311.049	494.398.469	334.226.045

Además de lo anterior, se debe determinar el monto de los dividendos distribuidos, a partir de la comparación de las utilidades retenidas reales entre el año anterior y el año actual, tal como se muestra en el cuadro 3.5. De esta manera, es posible obtener la utilidad retenida ajustada para cada año (Cuadro 3.6).

Cuadro 3.5. – Determinación de los dividendos distribuidos

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Utilidad retenida a comienzo de año	267.934.976	302.789.359	321.354.553	351.477.639	462.824.918	624.321.968	736.938.766	892.879.965	1.123.535.838
(+) Utilidad del ejercicio sin ajustar	29.032.619	16.022.333	34.572.827	107.277.437	197.770.565	175.641.115	215.056.242	283.471.938	241.574.866
(-) Utilidad retenida al finalizar el año	302.789.359	321.354.553	351.477.639	462.824.918	624.321.968	736.938.766	892.879.965	1.123.535.838	1.308.203.127
(=) Dividendos distribuidos	-5.821.764	-2.542.861	4.449.741	-4.069.842	36.273.515	63.024.317	59.115.043	52.816.065	56.907.577

Cuadro 3.6. – Utilidad retenida ajustada al finalizar cada año

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Utilidad retenida a comienzo de año	267.934.976	269.401.811	269.343.893	254.902.555	341.476.370	558.187.924	617.094.133	689.173.672	833.200.959
(+) Utilidad del ejercicio ajustada	-4.354.929	-2.600.779	-9.991.597	82.503.973	252.985.069	121.930.526	131.194.582	196.843.352	211.554.581
(-) Dividendos distribuidos	-5.821.764	-2.542.861	4.449.741	-4.069.842	36.273.515	63.024.317	59.115.043	52.816.065	56.907.577
(=) Utilidad ret. al final. el año ajust.	269.401.811	269.343.893	254.902.555	341.476.370	558.187.924	617.094.133	689.173.672	833.200.959	987.847.963

Una vez efectuados los ajustes extracontables se procede a reordenar los respectivos saldos para así obtener el nuevo Balance General y Estado de Resultado debidamente ajustado para cada año y que se exponen en el cuadro 3.7.

Cuadro 3.7. Balance y Estado de Resultado ajustado

BALANCE AJUSTADO	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Activo circulante operacional	3.948.497	4.398.983	4.490.993	5.411.480	955.198.580	690.997.161	716.564.747	637.475.022	712.358.798	725.301.412
Inversiones financieras temporales	5.765.893	3.800.055	1.543.800	109.417.112	197.025.602	463.820.183	380.360.591	421.409.390	321.823.146	378.854.951
Activo fijo bruto	4.445.522	4.816.321	5.030.732	5.120.332	3.790.238.899	3.865.477.514	4.328.647.992	3.881.259.791	4.218.840.627	4.418.740.537
(-) Depreciación acumulada	2.004.520	2.304.365	2.559.544	2.796.761	1.149.598.651	1.253.272.349	1.452.959.213	1.174.230.603	1.265.206.607	1.300.041.518
Activo fijo neto	2.441.002	2.511.956	2.471.188	2.323.571	2.640.640.248	2.612.205.165	2.875.688.779	2.707.029.188	2.953.634.020	3.118.699.019
Otros activos	525.027.457	552.042.759	563.546.135	576.323.007	-1.685.918	-34.024.717	-55.822.418	-85.362.616	-188.387.472	-357.834.849
TOTAL ACTIVO	537.182.849	562.753.753	572.052.116	693.475.170	3.791.178.512	3.732.997.792	3.916.791.699	3.680.550.984	3.799.428.492	3.865.020.533
Deuda financiera de corto plazo	0	0	0	109.239.033	320.201.798	34.960.149	98.572.710	-11.285.883	134.058.682	45.197.059
Pasivo exigible operación	958.977	1.612.904	787.557	2.466.561	175.325.682	113.618.251	166.808.966	132.855.683	197.942.285	253.340.427
Deuda financiera largo plazo	0	0	0	0	1.293.188.492	1.278.219.111	1.105.205.792	1.188.997.573	1.002.353.608	1.170.985.318
Impuestos diferidos netos	0	0	0	0	-6.667.584	50.687.516	52.643.126	54.339.715	66.701.994	65.365.170
Interés minoritario	74.788.729	82.977.955	86.008.507	93.495.923	999.393.787	965.687.710	1.057.823.015	1.008.159.175	1.070.772.495	1.008.058.551
Capital social	193.500.167	208.761.083	215.912.159	233.371.098	668.259.967	731.637.131	818.643.957	618.311.049	494.398.469	334.226.045
(+) Reservas	267.934.976	269.401.811	269.343.893	254.902.555	341.476.370	558.187.924	617.094.133	689.173.672	833.200.959	987.847.963
Patrimonio	461.435.143	478.162.894	485.256.052	488.273.653	1.009.736.337	1.289.825.055	1.435.738.090	1.307.484.721	1.327.599.428	1.322.074.008
TOTAL PASIVO	537.182.849	562.753.753	572.052.116	693.475.170	3.791.178.512	3.732.997.792	3.916.791.699	3.680.550.984	3.799.428.492	3.865.020.533

ESTADO DE RESULTADO AJUSTADO	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Ventas	2.970.570	3.842.010	2.674.735	1.516.076	2.067.545.876	2.336.623.586	2.437.116.525	2.667.540.117	3.181.035.706	3.763.637.492
(-) Costo de ventas	1.849.627	2.513.104	1.669.714	848.937	1.525.391.258	1.808.319.468	1.800.452.738	1.999.250.091	2.297.907.131	2.933.587.527
(-) Gastos generales	1.434.140	1.652.118	2.588.484	3.041.949	-933.533.241	158.148.094	83.130.534	572.069.314	267.626.511	349.127.163
(-) Dep. del activo fijo	275.575	299.845	255.179	237.217	1.146.801.890	103.673.698	199.686.864	-278.728.610	90.976.004	34.834.911
(=) BAIT OPERATIVO	-588.772	-623.057	-1.838.642	-2.612.027	328.885.969	266.482.326	353.846.389	374.949.322	524.526.060	446.087.891
(+) Ingresos financieros	977.971	519.939	326.538	511.789	14.282.563	21.834.728	19.217.750	16.873.670	17.049.487	22.195.903
(+) Otros ingresos/egresos	-11.036	41.296	104.367	104.064	-4.439.968	238.837.570	-11.578.338	-7.626.696	-3.817.583	54.674.680
(-) Gastos financieros	0	797	1.726	3.437.764	111.203.251	102.937.226	92.118.735	61.049.153	76.153.786	83.476.953
(=) BAT	378.163	-62.619	-1.409.463	-5.433.938	227.525.313	424.217.398	269.367.066	323.147.143	461.604.178	439.481.521
(-) Impto. Deveng. sobre beneficios	151.394	98.297	77.481	-447.030	36.817.579	19.860.644	34.444.671	56.497.283	90.798.424	96.513.432
(-) Interés minoritario	3.685.221	4.194.013	1.113.835	5.004.689	108.203.761	151.371.685	112.991.869	135.455.278	173.962.402	131.413.508
(=) Resultado final	-3.458.452	-4.354.929	-2.600.779	-9.991.597	82.503.973	252.985.069	121.930.526	131.194.582	196.843.352	211.554.581

3.1.2. - Determinación del valor económico creado por la empresa

Para obtener el valor económico creado (destruido) por AntarChile S.A., se obtuvo en primer lugar, el costo promedio ponderado de capital, para luego determinar el flujo efectivo de libre disposición.

3.1.2.1. – Determinación del costo promedio ponderado de capital (CPPC)

El costo promedio ponderado de capital, CPPC, es la asignación de riesgo rendimiento que aporta cada uno de los conceptos que integran la financiación en la empresa. Esta asignación se considera ponderada por el nivel de participación que tienen, dentro del total, los ítems de financiación (Medina, 2006: 63). Para un análisis mas detallado del CPPC se puede consultar, entre otros, a Copeland, Koller y Murrin (1990), Bueno (1996), Adserà y Viñolas (1997), Stewart (2000), Pisón (2001), Medina (2006).

Para determinar el CPPC, en primer lugar, se deben identificar las fuentes de financiamiento que se utilizan en la empresa y luego, se debe aplicar la fórmula general utilizada para calcular el CPPC después de impuestos, que no es otra cosa que la ponderación de cada fuente de financiamiento dentro del total de la estructura de capital:

$$\text{CPPC} = [(D / (D + FP)) * (Kd * (1 - T))] + [(FP / (D + FP)) * Ke]$$

Siendo:

CPPC = Costo promedio ponderado de capital

D = Deuda

FP = Fondos propios

Kd = Costo de la deuda

Ke = Costo de los fondos propios

T = Tasa de impuesto a la renta

▪ **Deuda (D) y Fondos propios (FP)**

Para la deuda, se consideró la deuda financiera de corto y de largo plazo, por tanto los pasivos que no devengan intereses, tales como los proveedores y las cuentas por pagar quedan excluidos de las fuentes de financiamiento utilizadas para el cálculo del CPPC, tal como se puede observar en el cuadro 3.8.

Para los fondos propios, se incluyó el patrimonio y el interés minoritario (Cuadro 3.8).

Cuadro 3.8. - Determinación de la deuda y de los fondos propios

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Deuda	0	0	0	109.239.033	1.613.390.290	1.313.179.260	1.203.778.502	1.177.711.690	1.136.412.290	1.216.182.377
Fondos Propios	536.223.872	561.140.849	571.264.559	581.769.576	2.009.130.124	2.255.512.765	2.493.561.105	2.315.643.896	2.398.371.923	2.330.132.559

▪ **Costo de la deuda (Kd)**

En cuanto al costo de la deuda, éste se obtuvo para cada año, tal como se muestra en el cuadro 3.9, a partir de la siguiente formula:

$$Kd = \frac{\text{Gastos Financieros}}{\text{Deuda}}$$

Cuadro 3.9. – Determinación del costo de la deuda

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Costo de la deuda	0,00%	0,00%	0,00%	3,15%	6,89%	7,84%	7,65%	5,18%	6,70%	6,86%

▪ **Costo de los fondos propios (Ke)**

En lo que respecta al costo de los fondos propios, se utilizó la formula asociada al modelo de valoración de activos de capital (Capital Asset Pricing Model, CAPM):

$$Ke = Rf + \beta * \text{Premiun}$$

Siendo:

Rf = Tasa exigida libre de riesgo

β = Coeficiente de riesgo

Premiun = Prima o premio por riesgo

La tasa libre de riesgo (Rf) es la rentabilidad de un valor o cartera de valores que no tiene riesgo de impago y no esta correlacionado con la evolución de la economía.

La prima por riesgo de mercado también es conocida con el nombre de precio del riesgo, ya que entrega la diferencia entre la rentabilidad histórica del mercado y la tasa libre de riesgo a largo plazo imperante en dicho mercado.

Para efectos del cálculo del costo de los fondos propios se utilizó una tasa libre de riesgo de un 4,5 % y una prima por riesgo de un 6%.

En lo que respecta al cálculo del coeficiente de riesgo (β), se debió proceder a determinar la covarianza del rendimiento de los títulos de la empresa con respecto a la rentabilidad del mercado. Para determinar la rentabilidad de la empresa se consideró el precio de cierre de las acciones de AntarChile S.A. (Anexo N° 3) y para determinar la rentabilidad del mercado se tomó el índice de precios selectivos de acciones (IPSA) (Anexo N° 3). Luego se dividió dicha covarianza por la varianza del mercado, tal como se muestra en la siguiente fórmula:

$$\beta_i = (\sigma_{Ri, Rm}) / (\sigma^2 Rm)$$

Siendo:

β_i = Coeficiente de riesgo (beta)

$\sigma_{Ri, Rm}$ = Covarianza de los títulos de la empresa en el mercado

$\sigma^2 Rm$ = Varianza del mercado

De esta manera, se determinó la beta y, por tanto, el costo de los fondos propios para cada año, tal como se puede observar en el cuadro 3.10.

Cuadro 3.10. - Determinación del costo de los fondos propios

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Covarianza Antarch. -merc.	0,000981	0,006133	0,007659	0,009397	0,008653	0,006757	0,005501	0,005229	0,004440	0,003988
Varianza del mercado	0,001504	0,004717	0,012197	0,012549	0,009851	0,008021	0,006765	0,006241	0,005396	0,004846
Beta	0,652040	1,300214	0,627968	0,748849	0,878429	0,842420	0,813123	0,837818	0,822936	0,822921
COSTO DE FONDOS PROPIOS										
Ke = rf + B*(rm-rf)	8,41%	12,30%	8,27%	8,99%	9,77%	9,55%	9,38%	9,53%	9,44%	9,44%

▪ **Tasa de impuesto a la renta**

Para calcular el CPPC se consideró la tasa de impuesto a la renta vigente en cada año. De esta forma, se utilizó una tasa del 15% desde el año 1996 al 2001, 16% para el año 2002, 16,5% para el año 2003 y 17% para los años 2004 y 2005.

Con los antecedentes obtenidos del costo de la deuda y costo de los fondos propios se obtuvo el costo promedio ponderado de capital que es de un 8,62%, como promedio para todo el periodo, tal como se muestra en el cuadro 3.11.

Cuadro 3.11. – Determinación del costo promedio ponderado de capital

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Deuda	0	0	0	109.239.033	1.613.390.290	1.313.179.260	1.203.778.502	1.177.711.690	1.136.412.290	1.216.182.377
F. Propios	536.223.872	561.140.849	571.264.559	581.769.576	2.009.130.124	2.255.512.765	2.493.561.105	2.315.643.896	2.398.371.923	2.330.132.559
Deuda + F.Propios	536.223.872	561.140.849	571.264.559	691.008.609	3.622.520.414	3.568.692.025	3.697.339.607	3.493.355.586	3.534.784.213	3.546.314.936
D / (D + FP)	0,00%	0,00%	0,00%	15,81%	44,54%	36,80%	32,56%	33,71%	32,15%	34,29%
FP / (D + FP)	100,00%	100,00%	100,00%	84,19%	55,46%	63,20%	67,44%	66,29%	67,85%	65,71%
CPPC	8,41%	12,30%	8,27%	7,99%	8,03%	8,49%	8,42%	7,77%	8,19%	8,15%
CPPC Promedio	8,62%									

3.1.2.2. – Determinación del flujo efectivo de libre disposición (FEL)

Para la preparación del FEL se parte de la base que la empresa tiene una vida indefinida y continua, por lo que en este contexto aparecen dos escenarios, el escenario coyuntural y el escenario estructural. El escenario coyuntural corresponde al periodo de tiempo, ya sea pasado o futuro, sobre el cual la empresa es capaz de recabar información útil que le permita generar los flujos de cada período, por lo cual se debe preparar un FEL por cada uno de los años de este escenario coyuntural. En este sentido, mientras más largo sea este escenario coyuntural, producto de la información que se posea, mayor podría ser el grado de acierto en la valoración de la empresa (Medina, 2006: 72).

Para obtener el FEL desde el año 1997 a 2005, se determinó previamente el movimiento de las siguientes partidas:

▪ Impuesto efectivo

Se estableció el impuesto a la renta sobre el BAIT ajustado, que considera el impuesto a los beneficios sobre los ingresos financieros y los gastos financieros, teniendo en cuenta una tasa de impuesto a la renta del 15% desde el año 1996 al 2001, 16% para el año 2002, 16,5% para el 2003 y 17% para los años 2004 y 2005 (Cuadro 3.12).

Cuadro 3.12. – Impuesto efectivo sobre la operación

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Impuesto devengado	151.394	98.297	77.481	-447.030	36.817.579	19.860.644	34.444.671	56.497.283	90.798.424	96.513.432
(-) Impuesto sobre ingresos financieros	146.696	77.991	48.981	76.768	2.142.384	3.275.209	3.074.840	2.784.156	2.898.413	3.773.304
(-) Impuesto sobre otros ingresos	-1.655	6.194	15.655	15.610	-665.995	35.825.636	-1.852.534	-1.258.405	-648.989	9.294.696
(+) Impuesto compensado por gastos financieros	0	120	259	515.665	16.680.488	15.440.584	14.738.998	10.073.110	12.946.144	14.191.082
(=) Impuesto devengado sobre BAIT ajustado	6.353	14.232	13.104	-23.743	52.021.678	-3.799.617	47.961.363	65.044.642	101.495.144	97.636.514
(+/-) Variación en impuestos diferidos (netos)		0	0	0	-6.667.584	57.355.100	1.955.610	1.696.589	12.362.279	-1.336.824
(=) Impuesto liquidado sobre BAIT ajustado	6.353	14.232	13.104	-23.743	58.689.262	-61.154.717	46.005.753	63.348.053	89.132.865	98.973.338

▪ Variación en capital de trabajo neto operacional

El capital de trabajo neto operacional se obtuvo por diferencia entre el activo circulante operacional y el pasivo circulante operacional, tal como se muestra en el cuadro 3.13.

Cuadro 3.13. – Variación en Capital de trabajo neto operacional

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Activo circulante operacional	3.948.497	4.398.983	4.490.993	5.411.480	955.198.580	690.997.161	716.564.747	637.475.022	712.358.798	725.301.412
(-) Pasivo exigible de la operación	958.977	1.612.904	787.557	2.466.561	175.325.682	113.618.251	166.808.966	132.855.683	197.942.285	253.340.427
(=) Capital de trabajo neto operacional	2.989.520	2.786.079	3.703.436	2.944.919	779.872.898	577.378.910	549.755.781	504.619.339	514.416.513	471.960.985
Variación		-203.441	917.357	-758.517	776.927.979	-202.493.988	-27.623.129	-45.136.442	9.797.174	-42.455.528

▪ **Variación en partidas de activo y en partidas de pasivo**

Asimismo fue fundamental obtener las variaciones, ya sea incrementos o decrementos, en las partidas del activo y del pasivo, tal como se muestra en el cuadro 3.14 y 3.15 respectivamente.

Cuadro 3.14. – Variación en partidas de activo

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
INVERSIONES FINANCIERAS TEMP.										
Saldo ajustado	5.765.893	3.800.055	1.543.800	109.417.112	197.025.602	463.820.183	380.360.591	421.409.390	321.823.146	378.854.951
Variación		-1.965.838	-2.256.255	107.873.312	87.608.490	266.794.581	-83.459.592	41.048.799	-99.586.244	57.031.805
ACTIVO FLJO										
Saldo ajustado (bruto)	4.445.522	4.816.321	5.030.732	5.120.332	3.790.238.899	3.865.477.514	4.328.647.992	3.881.259.791	4.218.840.627	4.418.740.537
Variación		370.799	214.411	89.600	3.785.118.567	75.238.615	463.170.478	-447.388.201	337.580.836	199.899.910
OTROS ACTIVOS										
Saldo ajustado	525.027.457	552.042.759	563.546.135	576.323.007	-1.685.918	-34.024.717	-55.822.418	-85.362.616	-188.387.472	-357.834.849
Variación		27.015.302	11.503.376	12.776.872	-578.008.925	-32.338.799	-21.797.701	-29.540.198	-103.024.856	-169.447.377

Cuadro 3.15. – Variación en partidas de pasivo

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
DEUDA FINANCIERA										
Saldo ajustado	0	0	0	109.239.033	1.613.390.290	1.313.179.260	1.203.778.502	1.177.711.690	1.136.412.290	1.216.182.377
Variación		0	0	-109.239.033	-1.504.151.257	300.211.030	109.400.758	26.066.812	41.299.400	-79.770.087
INTERÉS MINORITARIO										
Saldo ajustado	74.788.729	82.977.955	86.008.507	93.495.923	999.393.787	965.687.710	1.057.823.015	1.008.159.175	1.070.772.495	1.008.058.551
Variación		-8.189.226	-3.030.552	-7.487.416	-905.897.864	33.706.077	-92.135.305	49.663.840	-62.613.320	62.713.944
CAPITAL										
Saldo ajustado	193.500.167	208.761.083	215.912.159	233.371.098	668.259.967	731.637.131	818.643.957	618.311.049	494.398.469	334.226.045
Variación		-15.260.916	-7.151.076	-17.458.939	-434.888.869	-63.377.164	-87.006.826	200.332.908	123.912.580	160.172.424
DISTRIBUCIÓN DE RESULTADO										
Reserva inicial	267.934.976	302.789.359	321.354.553	351.477.639	462.824.918	624.321.968	736.938.766	892.879.965	1.123.535.838	
(+) Resultado del ejercicio		29.032.619	16.022.333	34.572.827	107.277.437	197.770.565	175.641.115	215.056.242	283.471.938	241.574.866
(-) Reserva final		302.789.359	321.354.553	351.477.639	462.824.918	624.321.968	736.938.766	892.879.965	1.123.535.838	1.308.203.127
Resultado distribuido		-5.821.764	-2.542.861	4.449.741	-4.069.842	36.273.515	63.024.317	59.115.043	52.816.065	56.907.577

Con los antecedentes obtenidos y expuestos en los cuadros anteriores fue posible determinar el FEL para cada uno de los años, el cual se muestra en el cuadro 3.16.

Como se puede observar en el cuadro 3.16, el FEL no se aparta del principio de dualidad, lo que implica que el cálculo de la generación de este FEL tenga su contrapartida en la formulación de su distribución y que responde a la siguiente identidad:

$$\text{FEL generado} = \text{FEL distribuido}$$

Cuadro 3.16. – Flujo efectivo de libre disposición

FEL GENERADO

	1.997	1.998	1.999	2.000	2.001	2002	2003	2004	2005
FEL de la operación									
BAIT	-623.057	-1.838.642	-2.612.027	328.885.969	266.482.326	353.846.389	374.949.322	524.526.060	446.087.891
(-) Impuestos devengados sobre BAIT	14.232	13.104	-23.743	52.021.678	-3.799.617	47.961.363	65.044.642	101.495.144	97.636.514
(+/-) Variación en impuestos diferidos	0	0	0	-6.667.584	57.355.100	1.955.610	1.696.589	12.362.279	-1.336.824
(=) BONMIA	-637.289	-1.851.746	-2.588.284	270.196.707	327.637.043	307.840.636	311.601.269	435.393.195	347.114.553
(+) Depreciación del ejercicio	299.845	255.179	237.217	1.146.801.890	103.673.698	199.686.864	-278.728.610	90.976.004	34.834.911
(=) Flujo de efectivo bruto	-337.444	-1.596.567	-2.351.067	1.416.998.597	431.310.741	507.527.500	32.872.659	526.369.199	381.949.464
(-) CNIB	27.182.660	12.635.144	12.107.955	3.984.037.621	-159.594.172	413.749.648	-522.064.841	244.353.154	-12.002.995
Variación de CTN operacional	-203.441	917.357	-758.517	776.927.979	-202.493.988	-27.623.129	-45.136.442	9.797.174	-42.455.528
Variación de activo fijo bruto	370.799	214.411	89.600	3.785.118.567	75.238.615	463.170.478	-447.388.201	337.580.836	199.899.910
Variación neta en otros activos	27.015.302	11.503.376	12.776.872	-578.008.925	-32.338.799	-21.797.701	-29.540.198	-103.024.856	-169.447.377
(=) Fel operativo generado	-27.520.104	-14.231.711	-14.459.022	-2.567.039.024	590.904.913	93.777.852	554.937.500	282.016.045	393.952.459
FEL por IFT									
Ingresos financieros	519.939	326.538	511.789	14.282.563	21.834.728	19.217.750	16.873.670	17.049.487	22.195.903
(-) Impuestos sobre ingresos financieros	77.991	48.981	76.768	2.142.384	3.275.209	3.074.840	2.784.156	2.898.413	3.773.304
(=) Ingresos financieros netos	441.948	277.557	435.021	12.140.179	18.559.519	16.142.910	14.089.514	14.151.074	18.422.599
(-) Variación IFT	-1.965.838	-2.256.255	107.873.312	87.608.490	266.794.581	-83.459.592	41.048.799	-99.586.244	57.031.805
(=) Fel por IFT generado	2.407.786	2.533.812	-107.438.291	-75.468.311	-248.235.062	99.602.502	-26.959.285	113.737.318	-38.609.206
FEL resultado no operacional									
Otros ingresos/egresos	41.296	104.367	104.064	-4.439.968	238.837.570	-11.578.338	-7.626.696	-3.817.583	54.674.680
(-) Impuesto sobre otros ingresos /egresos	6.194	15.655	15.610	-665.995	35.825.636	-1.852.534	-1.258.405	-648.989	9.294.696
(=) FEL no operativo generado	35.102	88.712	88.454	-3.773.973	203.011.934	-9.725.804	-6.368.291	-3.168.594	45.379.984
FEL GENERADO	-25.077.216	-11.609.187	-121.808.859	-2.646.281.308	545.681.785	183.654.550	521.609.924	392.584.769	400.723.237

FEL DISTRIBUIDO

	1.997	1.998	1.999	2.000	2.001	2002	2003	2004	2005
Variación en partidas de financiación									
(+/-) Reducciones (aumentos) de deuda	0	0	-109.239.033	-1.504.151.257	300.211.030	109.400.758	26.066.812	41.299.400	-79.770.087
(+/-) Reducciones (aumentos) de interés m	-8.189.226	-3.030.552	-7.487.416	-905.897.864	33.706.077	-92.135.305	49.663.840	-62.613.320	62.713.944
(+/-) Reducciones (aumentos) de capital	-15.260.916	-7.151.076	-17.458.939	-434.888.869	-63.377.164	-87.006.826	200.332.908	123.912.580	160.172.424
(=) Pagos (cobros) Variación balance	-23.450.142	-10.181.628	-134.185.388	-2.844.937.990	270.539.943	-69.741.373	276.063.560	102.598.660	143.116.281
Financiación que afecta el resultado									
Gastos financieros	677	1.467	2.922.099	94.522.763	87.496.642	77.379.737	50.976.043	63.207.642	69.285.871
(+) Dividendos	-5.821.764	-2.542.861	4.449.741	-4.069.842	36.273.515	63.024.317	59.115.043	52.816.065	56.907.577
(+) interés minoritario	4.194.013	1.113.835	5.004.689	108.203.761	151.371.685	112.991.869	135.455.278	173.962.402	131.413.508
(=) Pagos (cobros) por resultados financi	-1.627.074	-1.427.559	12.376.529	198.656.682	275.141.842	253.395.923	245.546.364	289.986.109	257.606.956
FEL DISTRIBUIDO	-25.077.216	-11.609.187	-121.808.859	-2.646.281.308	545.681.785	183.654.550	521.609.924	392.584.769	400.723.237

En lo que respecta al escenario estructural, éste corresponde al periodo de tiempo sobre el cual no existe información o los datos son muy inciertos, por lo que este tiempo posterior al coyuntural, que es indefinido, también debe ser considerado dentro del proceso de valoración de la empresa para determinar si crea o no valor. La valoración de este escenario estructural implica determinar el valor de continuidad (VC), el cual se obtiene utilizando la siguiente fórmula (Medina 2006: 76):

$$VC = BONMIA_{n+1} / CPPC$$

Siendo:

VC = Valor de continuidad

$BONMIA_{n+1}$ = Beneficio operativo neto menos impuestos ajustados del periodo inmediatamente siguiente al último del periodo coyuntural.

CPPC = Costo promedio ponderado de capital

Para el cálculo del valor de continuidad se consideró una tasa de crecimiento de un 5% en el BONMIA del último año del periodo coyuntural.

Una vez obtenido el FEL para cada uno de los periodos del escenario coyuntural, la tasa de CPPC y el VC, fue posible obtener el valor presente (VP FEL) de cada uno de estos “n” periodos, a partir de la siguiente fórmula:

$$VPFEL = \left[\sum_{n=1}^n \left[FEL_n / (1 + CPPC)^n \right] \right] + \left[VC / (1 + CPPC)^n \right]$$

Siendo:

VP FEL = Valor presente del flujo efectivo de libre disposición

CPPC = Costo promedio ponderado de capital

VC = Valor de continuidad

Por último, para obtener el VP FEL de cada año, se consideró un periodo coyuntural con la misma cantidad de años para cada cálculo. De esta manera, el periodo coyuntural considerado fue de 3 años, tal como es expuesto en el cuadro 3.17.

Cuadro 3.17. – Periodo coyuntural incluido para el cálculo del VP FEL

V. Presente FEL	Periodo Coyuntural
1997	1997-1999
1998	1998-2000
1999	1999-2001
2000	2000-2002
2001	2001-2003
2002	2002-2004
2003	2003-2005

En el cuadro 3.18 se puede observar el cálculo del valor de continuidad y, por tanto, el valor presente del FEL de cada año.

Cuadro 3.18. – Determinación del valor económico

Periodo	1997	1998	1999	V. C
FEL Generado	-25.077.216	-11.609.187	-121.808.859	-28.510.126
Factor de Descuento al 8,62%	0,920602	0,847508	0,780218	0,718271
Valores Descontados	-23.086.140	-9.838.884	-95.037.480	-20.477.983
Perpetuidad de 1\$ al 8,62% (1)	11.594809			
BONMIA 1999 incrementado en 5%	-2.458.870			
Valor de Continuidad (1) x (2)	-28.510.126			
Valor Presente FEL 1997	-148.440.488			

Periodo	1998	1999	2000	V. C
FEL Generado	-11.609.187	-121.808.859	-2.646.281.308	3.289.523.162
Factor de Descuento al 8,62%	0,920602	0,847508	0,780218	0,718271
Valores Descontados	-10.687.443	-103.234.035	-2.064.676.660	2.362.767.567
Perpetuidad de 1\$ al 8,62% (1)	11.594809			
BONMIA 2000 incrementado en 5%	283.706.542			
Valor de Continuidad (1) x (2)	3.289.523.162			
Valor Presente FEL 1998	184.169.429			

Periodo	1999	2000	2001	V. C
FEL Generado	-121.808.859	-2.646.281.308	545.681.785	3.988.833.371
Factor de Descuento al 8,62%	0,920602	0,847508	0,780218	0,718271
Valores Descontados	-112.137.505	-2.242.745.713	425.750.823	2.865.061.486
Perpetuidad de 1\$ al 8,62% (1)	11,594809			
BONMIA 2001 incrementado en 5%	344.018.895			
Valor de Continuidad (1) x (2)	3.988.833.371			
Valor Presente FEL 1999	935.929.091			

Periodo	2000	2001	2002	V. C
FEL Generado	-2.646.281.308	545.681.785	183.654.550	3.747.821.035
Factor de Descuento al 8,62%	0,920602	0,847508	0,780218	0,718271
Valores Descontados	-2.436.172.420	462.469.912	143.290.610	2.691.949.427
Perpetuidad de 1\$ al 8,62% (1)	11,594809			
BONMIA 2002 incrementado en 5%	323.232.668			
Valor de Continuidad (1) x (2)	3.747.821.035			
Valor Presente FEL 2000	861.537.529			

Periodo	2001	2002	2003	V. C
FEL Generado	545.681.785	183.654.550	521.609.924	3.793.605.048
Factor de Descuento al 8,62%	0,920602	0,847508	0,780218	0,718271
Valores Descontados	502.355.857	155.648.779	406.969.521	2.724.834.734
Perpetuidad de 1\$ al 8,62% (1)	11,594809			
BONMIA 2003 incrementado en 5%	327.181.332			
Valor de Continuidad (1) x (2)	3.793.605.048			
Valor Presente FEL 2001	3.789.808.891			

Periodo	2002	2003	2004	V. C
FEL Generado	183.654.550	521.609.924	392.584.769	5.300.715.968
Factor de Descuento al 8,62%	0,920602	0,847508	0,780218	0,718271
Valores Descontados	169.072.785	442.068.807	306.301.755	3.807.348.103
Perpetuidad de 1\$ al 8,62% (1)	11,594809			
BONMIA 2004 incrementado en 5%	457.162.855			
Valor de Continuidad (1) x (2)	5.300.715.968			
Valor Presente FEL 2002	4.724.791.450			

Periodo	2003	2004	2005	V. C
FEL Generado	521.609.924	392.584.769	400.723.237	4.225.963.279
Factor de Descuento al 8,62%	0,920602	0,847508	0,780218	0,718271
Valores Descontados	480.195.249	332.718.901	312.651.536	3.035.384.912
Perpetuidad de 1\$ al 8,62% (1)	11,594809			
BONMIA 2005 incrementado en 5%	364.470.281			
Valor de Continuidad (1) x (2)	4.225.963.279			
Valor Presente FEL 2003	4.160.950.597			

CAPÍTULO 4

VALOR ECONÓMICO APORTADO POR ESTRATEGIAS DE CONCENTRACIÓN Y DIVERSIFICACIÓN

En la actualidad, la creación de valor económico por parte de la empresa es un tema de gran relevancia. Esta creación de valor económico implica un cambio en la orientación de las empresas, poniendo énfasis en aquellas estrategias tendientes a incrementar dicho valor (Medina, 2006:5).

Siguiendo a Medina (2006: 5-6), la capacidad de una empresa para potenciar su valor económico está directamente relacionada con los negocios que desarrolla la compañía, por lo que, en la medida que estos negocios sean exitosos, se estará en condiciones de establecer una estrategia tendiente a la creación de valor económico.

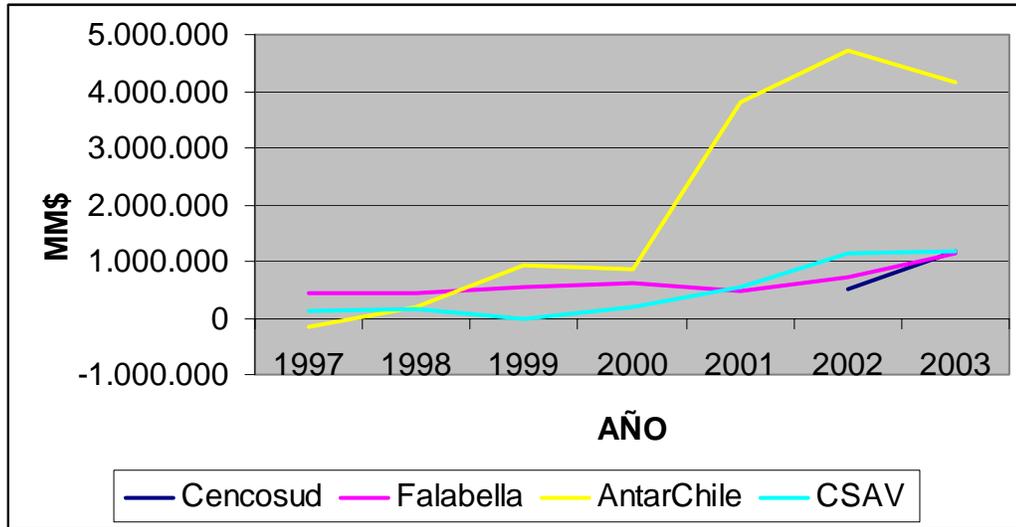
En concreto, el valor económico de una compañía va a estar dado por la capacidad que ésta tenga para desarrollar planes estratégicos que incrementen su valor económico, pero más aún, en la capacidad para saber mantener y/o aumentar estratégicamente este valor económico.

El valor económico de cada una de las empresas objeto de estudio, se obtuvo de acuerdo a la metodología planteada en el capítulo anterior y se expone en el cuadro 4.1.

Cuadro 4.1. – Valor económico de las empresas estudiadas

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Cencosud						521.954.641	1.175.518.622
Falabella	428.074.878	431.842.091	548.352.738	622.892.604	488.547.255	721.703.349	1.145.719.459
AntarChile	-148.440.488	184.169.429	935.929.091	861.537.529	3.789.808.891	4.724.791.450	4.160.950.597
CSAV	123.486.552	155.008.410	-23.563.434	206.392.030	538.669.826	1.143.665.379	1.191.384.665

Grafico N° 1: Variabilidad en el valor económico de las empresas estudiadas



En el gráfico anterior, se puede observar la variabilidad que presenta el valor económico de cada empresa. En algunas compañías las variaciones en su valor son más destacables que en otras, por tanto, es fundamental realizar un análisis para cada una.

4.1. - ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DE CENCOSUD

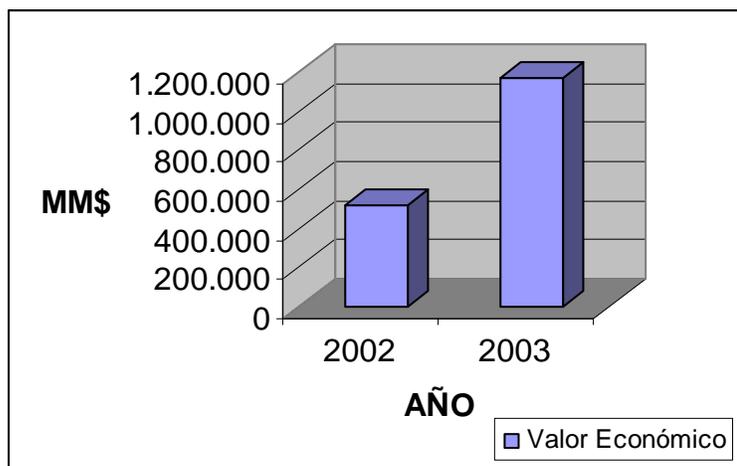
Cuadro 4.2. – Valor económico de Cencosud

AÑO	VALOR ECONÓMICO	VARIACIÓN ANUAL
2002	521.954.641	
2003	1.175.518.622	653.563.981

Como se ha mencionado en el capítulo anterior, Cencosud S.A. se inscribió en el registro de valores con fecha de 21 de agosto de 2001. Por tanto, para esta empresa solo fue posible obtener el valor económico para los años 2002 y 2003, los que se muestran en el cuadro 4.2.

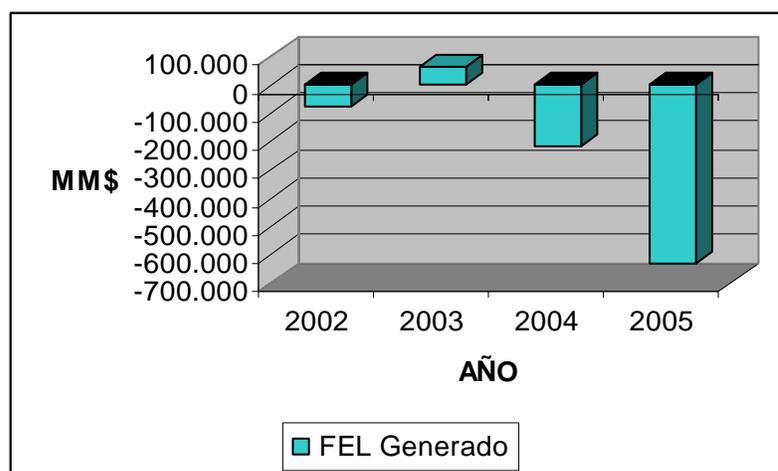
En el gráfico N° 2, se puede observar la variación que presentó el valor económico de Cencosud durante el periodo analizado. En el año 2002, el valor económico fue de M\$ 521.954.641 y en el 2003 fue de M\$ 1.175.518.622, por tanto, en este periodo se produjo una creación de valor de M\$ 653.563.981.

Gráfico N° 2: Valor económico de Cencosud



En cuanto a la composición del flujo efectivo de libre disposición generado, éste presentó una gran variabilidad en el periodo analizado, tal como se muestra en el gráfico N° 3. Partiendo el año 2002 con un FEL negativo de M\$ 75.083.575, el cual aumentó al año siguiente a M\$ 64.721.111, luego comenzó a disminuir hasta llegar al año 2005 con un FEL negativo de M\$ 629.646.056 (ver Anexo N° 4).

Gráfico N° 3: Flujo efectivo de libre disposición de Cencosud



Esta variabilidad en el flujo efectivo de libre disposición y el hecho de que éste hubiere generado flujos negativos en tres de los cuatro años investigados denota una situación preocupante, por lo que es muy útil analizar con mayor detalle esta situación.

El FEL generado, para un periodo, algebraicamente puede ser representado de la siguiente forma:

$$\text{FEL Generado} = (\text{BONMIA} + \text{A}) - \text{CNIB} = \text{BONMIA} - (\text{CNIB} - \text{A})$$

Siendo:

FEL Generado = Flujo efectivo de libre disponibilidad generado

BONMIA = Beneficio operativo neto menos impuestos ajustados

A = Amortización (Depreciación)

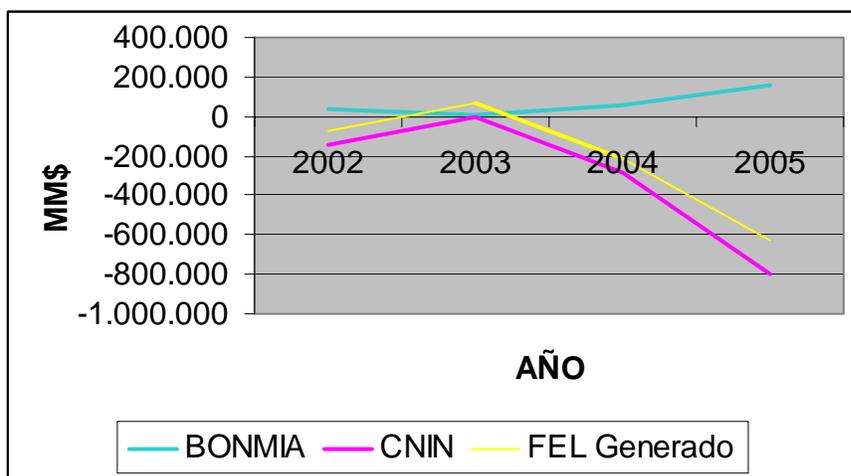
CNIB = Cifra de nueva inversión bruta

Siendo por definición, la inversión neta del periodo (CNIN) igual a (CNIB – A), entonces, el FEL generado sería igual a (BONMIA – CNIN).

$$\text{FEL Generado} = \text{BONMIA} - \text{CNIN}$$

Por tanto, una vez analizado el FEL generado se deben examinar las principales variables que lo integran, las cuales se pueden observar en el gráfico N° 4.

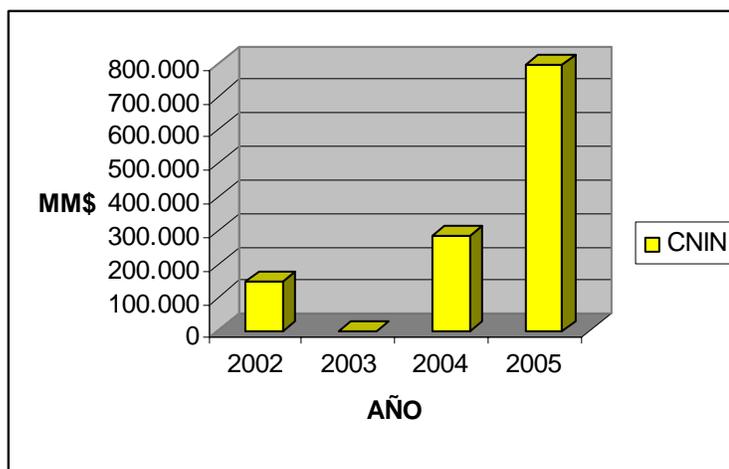
Gráfico N° 4: Variabilidad en el FEL y las variables que lo integran



En el gráfico anterior, se puede visualizar el prácticamente nulo aporte del BONMIA y la fuerte incidencia de la nueva inversión en la generación del flujo efectivo de libre disponibilidad.

Al centrarse en el volumen de nueva inversión neta (CNIN), es importante indicar que la inversión de Cencosud presenta fuertes variaciones. Tal como se muestra en el gráfico N° 5, la inversión llegó prácticamente a cero en el año 2003, luego comenzó a aumentar a partir del año siguiente, siendo el año 2005 el de los mayores volúmenes de inversión.

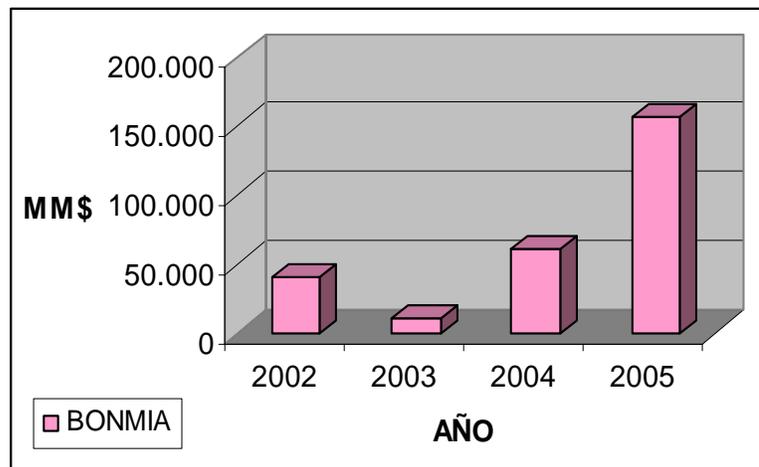
Gráfico N° 5: Volumen de nueva inversión neta de Cencosud



Un detalle significativo es que el mayor monto de inversiones se realizó en los dos últimos años, lo cual explica el gran deterioro del FEL generado en 2004 y 2005, como se expone en el gráfico N° 4.

Ahora, al analizar el BONMIA, es importante indicar que la composición de éste es muy variable en todos los años analizados, siendo el momento más crítico el año 2003 con un BONMIA de M\$ 10.941.608, para ir recuperándose a partir del año siguiente y llegando a ser en 2005 de M\$ 155.671.414, tal como se exhibe en el gráfico N° 6.

Gráfico N° 6: Variabilidad en el BONMIA de Cencosud



4.2. – ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DE FALABELLA

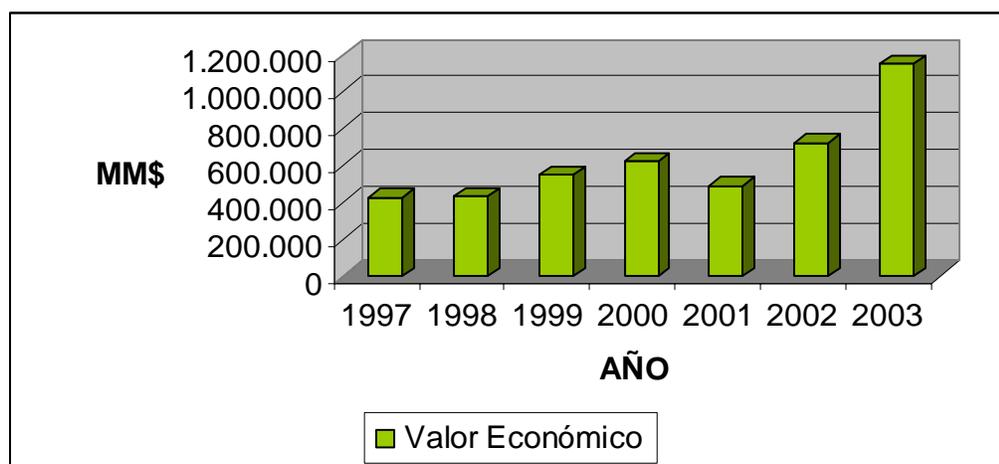
Cuadro 4.3. – Valor económico de Falabella

AÑO	VALOR ECONÓMICO	VARIACIÓN ANUAL	VARIACIÓN TOTAL
1997	428.074.878		
1998	431.842.091	3.767.213	3.767.213
1999	548.352.738	116.510.648	120.277.861
2000	622.892.604	74.539.865	194.817.726
2001	488.547.255	-134.345.349	60.472.377
2002	721.703.349	233.156.095	293.628.471
2003	1.145.719.459	424.016.110	717.644.581

En el cuadro 4.3, se expone el valor económico de Falabella obtenido en cada año, la creación o destrucción de valor obtenida anualmente y la creación de valor económico de cada año respecto al año base (1997).

En el gráfico N° 7, se puede observar de mejor manera la variabilidad de dicho valor, que es menos pronunciada que la de otras empresas estudiadas, las cuales presentan fuertes variaciones en su valor económico.

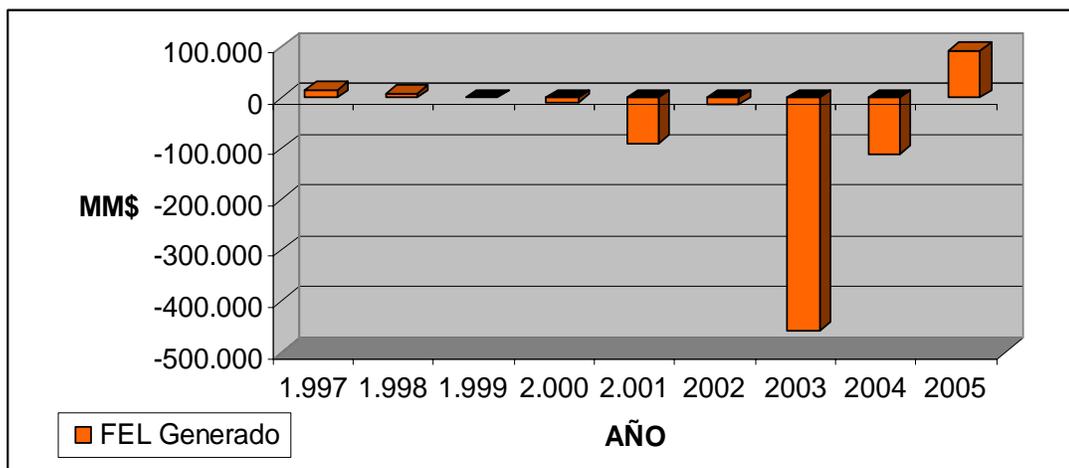
Gráfico N° 7: Valor económico de Falabella



Falabella presenta un incremento en su valor económico hasta el año 2000, llegando a una creación de valor de M\$ 194.817.726 en este periodo. El momento más crítico es el año 2001, donde se destruyó dicho valor en M\$ 134.345.349. Luego comenzó a recuperarse, llegando a ser el año 2003 donde se obtuvo la mayor creación de valor económico, por la suma de M\$ 424.016.110. Se puede decir que, en los años investigados, la empresa creó valor económico por M\$ 717.644.581.

En lo que respecta al flujo efectivo de libre disposición, éste presenta una gran variabilidad en el periodo analizado. Partiendo el año 1997 con un FEL positivo de M\$ 17.102.038, el cual comenzó a disminuir llegando en el 2003 a un FEL negativo de M\$ 457.941.837, siendo éste el momento más crítico, tal como se puede observar en el gráfico N° 8. A partir del año siguiente, se puede observar una recuperación llegando al 2005 a un FEL positivo de M\$ 93.965.447 (ver Anexo N° 5).

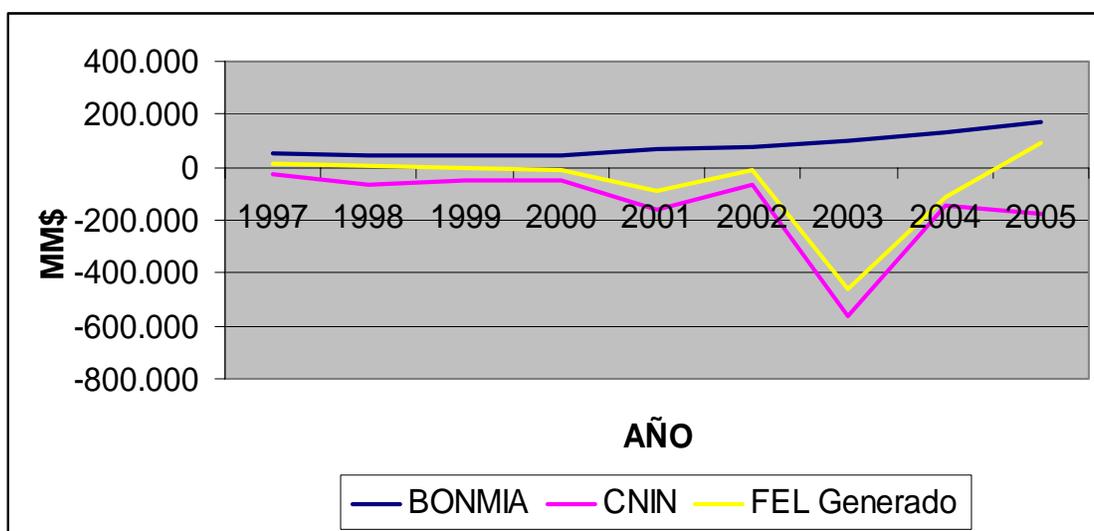
Gráfico N° 8: Flujo efectivo de libre disposición de Falabella



En el gráfico anterior, es posible visualizar la generación de flujos negativos en seis de los nueve años investigados, este hecho revela una situación preocupante, por lo que es fundamental examinar las principales variables que integran el FEL generado.

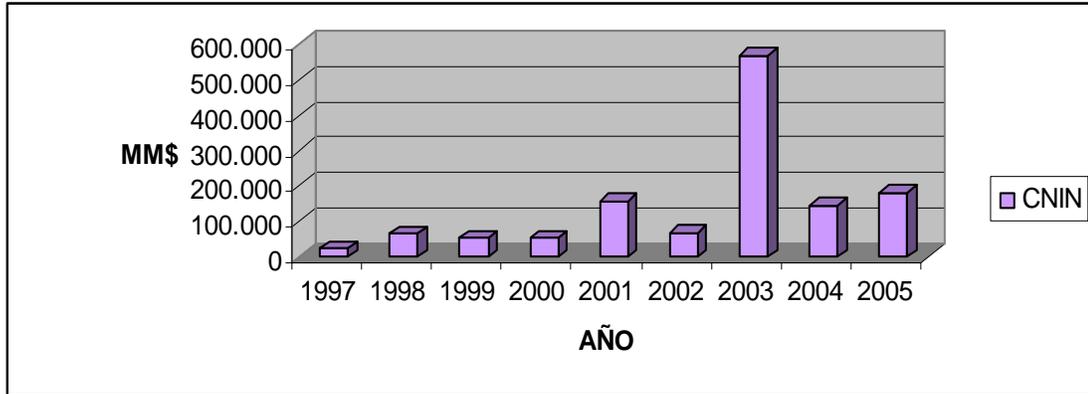
Como se ha mencionado, los principales componentes del FEL generado son la cifra de nueva inversión neta (CNIN) y el BONMIA. En el gráfico N° 9, se muestra las variaciones que presentan dichos componentes y el efecto de éstas en la generación de los flujos. Es evidente el prácticamente nulo aporte del BONMIA a la generación del flujo efectivo y la fuerte incidencia de la nueva inversión.

Gráfico N° 9: Variabilidad en el FEL y las variables que lo integran



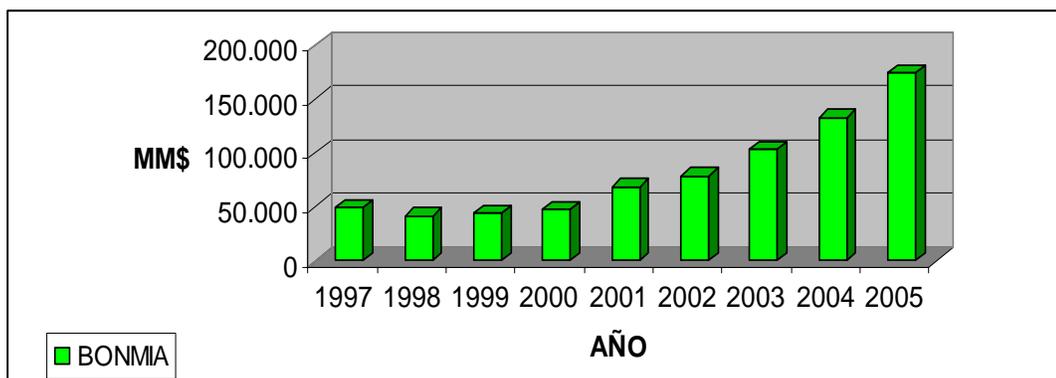
En cuanto a la nueva inversión neta, se puede decir que Falabella presenta una gran variabilidad en su inversión. Siendo el año 2003 el de los mayores volúmenes de inversión, la cual fue de M\$ 565.667.921, tal como se muestra en gráfico N° 10. Es imprescindible indicar que cuando se produjo esta inversión, este hecho implicó serias complicaciones en la generación del flujo de ese año, como se puede observar en el gráfico N° 9.

Gráfico N° 10: Volumen de nueva inversión neta de Falabella



El segundo componente importante del FEL generado es el BONMIA. En el año 1997, la empresa obtuvo un BONMIA de M\$ 49.534.391, el cual presenta una leve disminución, llegando a M\$ 41.386.247 en el año 1998, para ir incrementándose sostenidamente a partir del año siguiente, llegando a un BONMIA de M\$ 174.497.759 en el 2005, tal como se puede observar en el gráfico N° 11.

Gráfico N° 11: Variabilidad en el BONMIA de Falabella



4.3. – ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DE ANTARCHILE

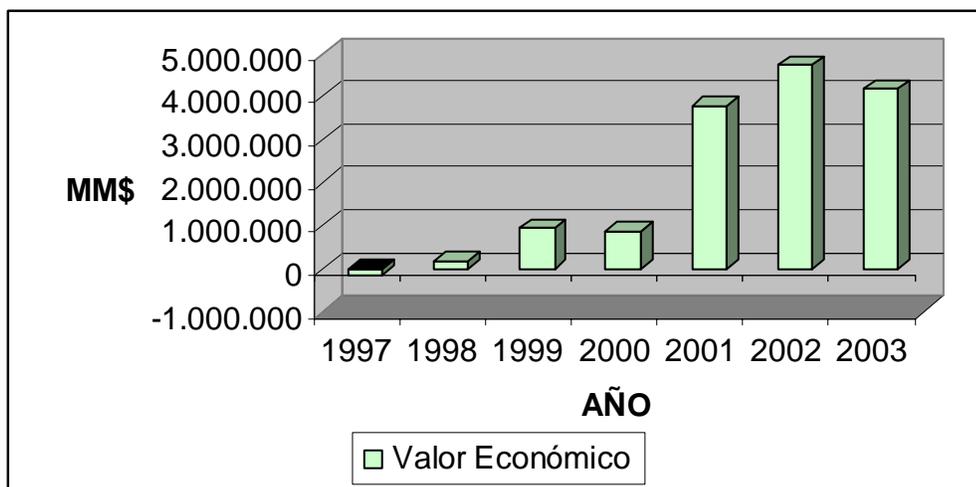
Cuadro 4.4. – Valor económico de AntarChile

AÑO	VALOR ECONÓMICO	VARIACIÓN ANUAL	VARIACIÓN TOTAL
1997	-148.440.488		
1998	184.169.429	332.609.917	332.609.917
1999	935.929.091	751.759.662	1.084.369.579
2000	861.537.529	-74.391.562	1.009.978.017
2001	3.789.808.891	2.928.271.362	3.938.249.379
2002	4.724.791.450	934.982.560	4.873.231.938
2003	4.160.950.597	-563.840.853	4.309.391.085

En el cuadro 4.4, se expone el valor económico de AntarChile obtenido en cada año, la creación o destrucción de valor obtenida anualmente y la creación de valor económico de cada año respecto al año base (1997).

En el gráfico N° 12, se puede distinguir de manera más clara la variabilidad en el valor económico de AntarChile, que es más pronunciada que la de otras empresas estudiadas que presentan variaciones más suaves.

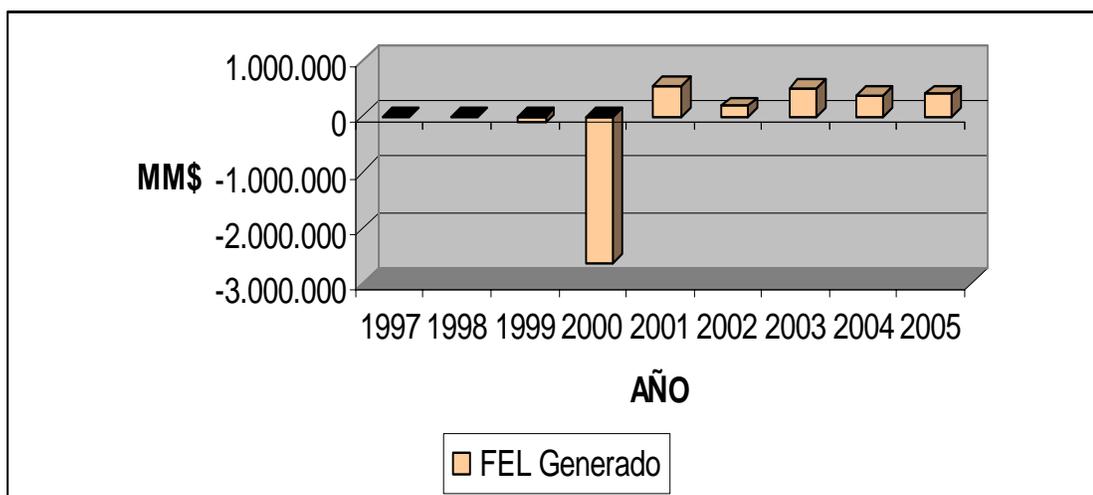
Gráfico N° 12: Valor económico de AntarChile



Tal como se puede observar en la gráfica anterior, el valor económico de AntarChile presentó una gran variabilidad. Partiendo con un valor económico negativo de M\$ 148.440.488 y comenzó a aumentar hasta llegar en el año 1999 con una creación de valor de M\$ 1.084.369.579. Al año siguiente, la empresa destruyó valor por la suma de M\$ 74.391.562 y comenzó nuevamente a incrementar dicho valor, siendo el año 2001 uno de sus mejores años, ya que obtuvo una creación de valor de M\$ 2.928.271.362 respecto al año anterior. En el 2003, se destruyó valor por M\$ 563.840.853. Durante los años investigados, se obtuvo una creación de valor económico de M\$ 4.309.391.085.

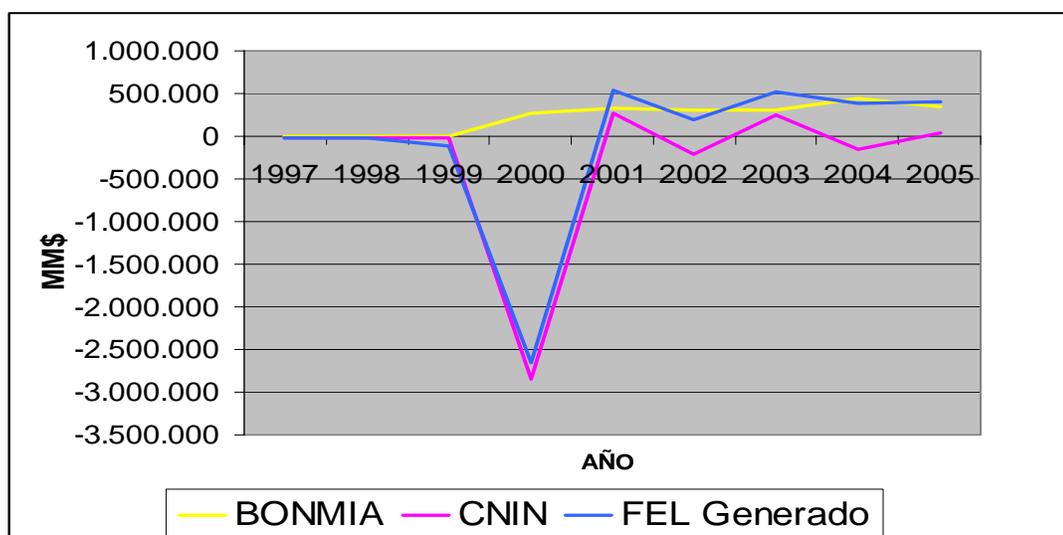
El flujo efectivo de libre disposición presenta considerables variaciones en el periodo analizado, tal como se puede observar en el gráfico N° 13. Partiendo el año 1997 con un FEL negativo de M\$ 25.077.216, el cual en 1998 presentó un leve incremento con respecto al año anterior. Sin embargo, al año siguiente comenzó a disminuir sostenidamente, llegando en el año 2000 a un FEL negativo de M\$ 2.646.281.308, siendo éste el momento más crítico. A partir del 2001, comienza su recuperación y desde ese momento se pueden observar aumentos y disminuciones del FEL generado, sin llegar a flujos negativos.

Gráfico N° 13: Flujo efectivo de libre disposición de AntarChile



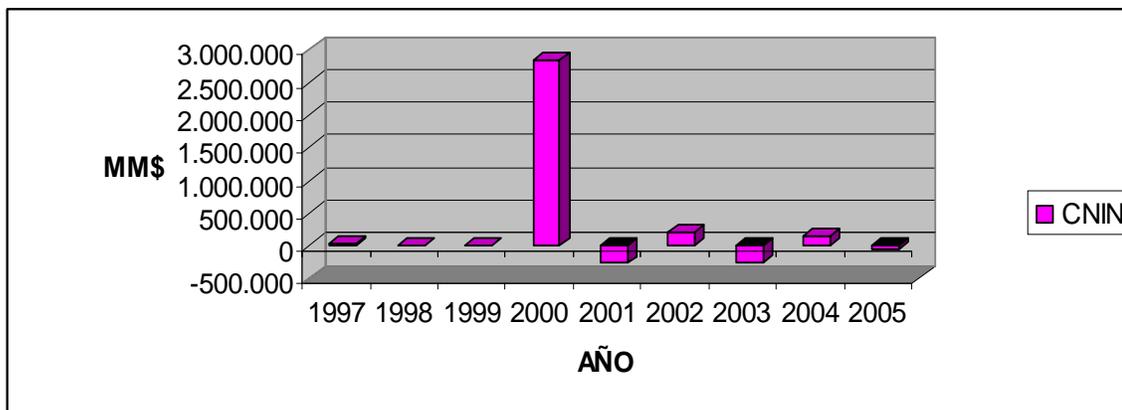
Una vez analizada la variabilidad que presentó el flujo efectivo de libre disposición, se deben analizar los principales componentes que lo integran. En el gráfico N° 14, se muestra las variaciones que presentan dichos componentes y el efecto de éstas en la generación de los flujos. Nuevamente es indudable el prácticamente nulo aporte del BONMIA a la generación del flujo efectivo y la fuerte incidencia de la nueva inversión en el FEL generado.

Gráfico N° 14: Variabilidad en el FEL y las variables que lo integran



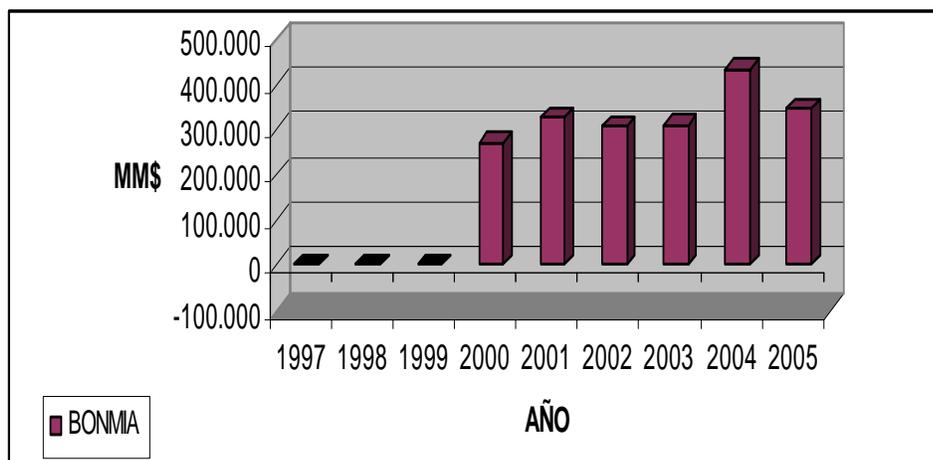
En cuanto a la nueva inversión neta, se puede decir que AntarChile presenta una gran variabilidad en su inversión. Siendo innegablemente el año 2000 el de los mayores volúmenes de inversión, la cual fue de M\$ 2.837.235.731, tal como se muestra en gráfico N° 15. Es imprescindible indicar que cuando se produjo esta inversión, este hecho implicó serias complicaciones en la generación del flujo de ese año, como se puede observar en el gráfico N° 14.

Gráfico N° 15: Volumen de nueva inversión neta de AntarChile



Como se ha mencionado, el otro componente importante del FEL generado es el BONMIA. En el año 1997, la empresa obtuvo un BONMIA negativo de M\$ 637.289, el cual disminuye hasta llegar en 1999 a un BONMIA negativo de M\$ 2.588.284. A partir del año siguiente, comienza a aumentar y desde ese momento se pueden observar cifras positivas y leves disminuciones, llegando a un BONMIA de M\$ 347.114.553 en el 2005, tal como se muestra en el gráfico N° 16.

Gráfico N° 16: Variabilidad en el BONMIA de AntarChile



4.4. – ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS DE LA CÍA. SUDAMERICANA DE VAPORES

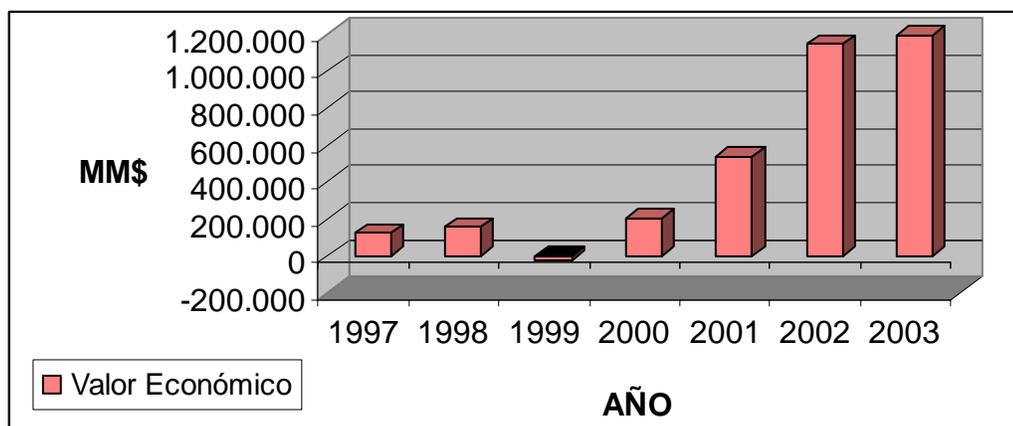
Cuadro 4.5. – Valor económico de CSAV

AÑO	VALOR ECONÓMICO	VARIACIÓN ANUAL	VARIACIÓN TOTAL
1997	123.486.552		
1998	155.008.410	31.521.857	31.521.857
1999	-23.563.434	-178.571.843	-147.049.986
2000	206.392.030	229.955.463	82.905.477
2001	538.669.826	332.277.796	415.183.274
2002	1.143.665.379	604.995.553	1.020.178.827
2003	1.191.384.665	47.719.286	1.067.898.113

En el cuadro 4.5, se expone el valor económico de la Cía. Sudamericana de Vapores obtenido en cada año, la creación o destrucción de valor obtenida anualmente y la creación o destrucción de valor económico de cada año respecto al año base (1997).

En el gráfico N° 17, se puede distinguir de manera más clara la variabilidad en el valor económico de la CSAV.

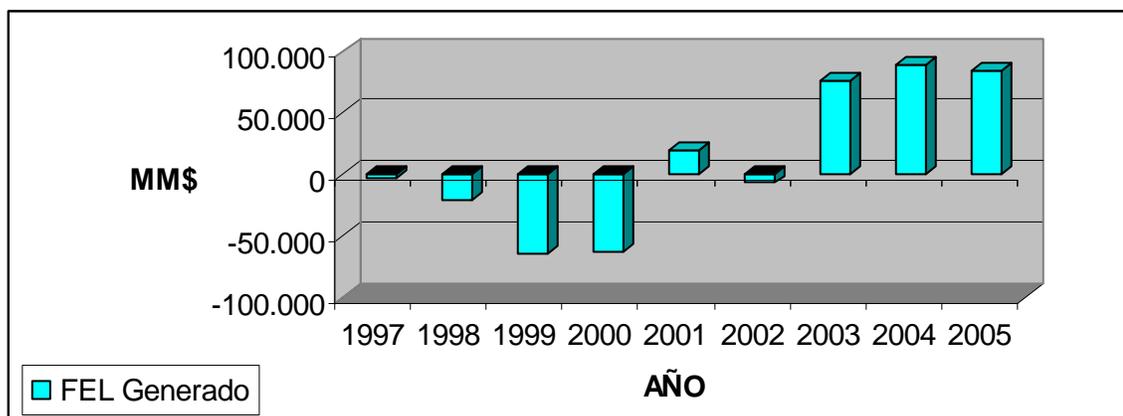
Gráfico N° 17: Valor económico de la CSAV



La CSAV empezó con un valor económico de M\$ 123.486.552 y éste comenzó a aumentar hasta llegar en el año 2003 a un valor económico de M\$ 1.191.384.665. La única destrucción de valor se puede observar en el año 1999 por la suma de M\$ 178.571.843 al compararlo con el valor del año anterior. En concreto, durante los años investigados, la compañía creó valor económico por la suma de M\$ 1.067.898.113.

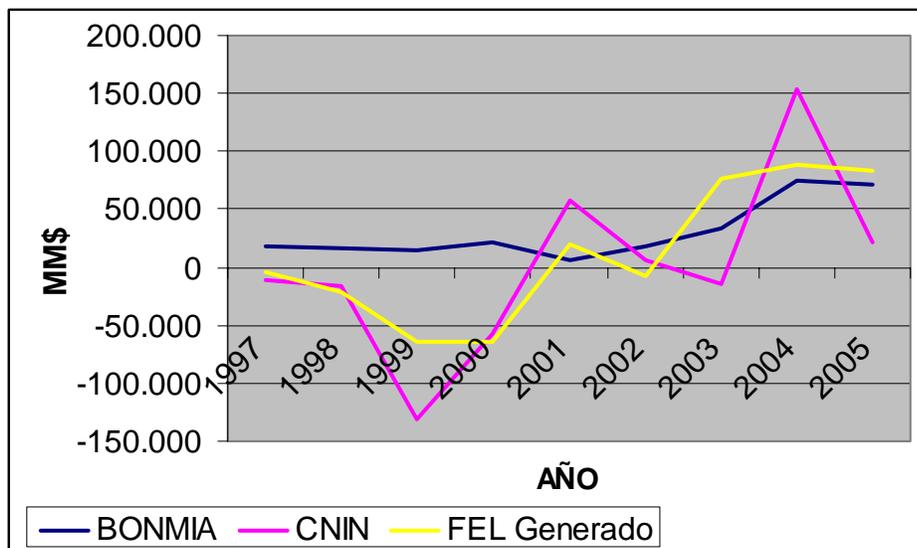
En lo que respecta al flujo efectivo de libre disposición, éste presenta considerables variaciones en el periodo analizado, tal como se puede observar en el gráfico N° 18. Partiendo el año 1997 con un FEL negativo de M\$ 3.854.133, el cual presentó grandes disminuciones hasta llegar en 1999 a un FEL negativo de M\$ 65.052.160, siendo éste y el del año siguiente los flujos más críticos de los analizados. Los mayores flujos se pueden observar en los últimos tres años, llegando a ser en el 2005 un FEL positivo de M\$ 84.025.533 (ver Anexo N° 6).

Gráfico N° 18: Flujo efectivo de libre disposición de la CSAV



Una vez analizada la variabilidad que presentó el flujo efectivo de libre disposición de la empresa, se deben analizar los principales componentes que lo integran. En el gráfico N° 19, se muestra las variaciones que presentan dichos componentes y el efecto de éstas en la generación de los flujos.

Gráfico N° 19: Variabilidad en el FEL y las variables que lo integran



En las empresas analizadas con anterioridad, era indudable el prácticamente nulo aporte del BONMIA en la generación del flujo efectivo y la fuerte incidencia de la nueva inversión en el FEL generado. Sin embargo, en esta empresa se puede observar que la incidencia de la nueva inversión neta en los flujos generados, no es tan pronunciada como en los casos anteriores. Además, se puede observar el aporte del BONMIA al FEL generado de los últimos periodos.

En cuanto a la nueva inversión neta, se puede decir que la compañía presenta una gran variabilidad en su inversión. Siendo el año 1999 el de los mayores volúmenes de inversión, la cual fue de M\$ 131.903.217, tal como se muestra en gráfico N° 20.

Al centrarse en el BONMIA, se puede decir que éste comenzó en el año 1997 con un valor de M\$ 18.583.483, el cual presentó leves disminuciones e incrementos hasta el año 2002. A partir del año siguiente, se pueden observar los mayores valores del BONMIA, siendo los dos últimos años los más sobresalientes, los cuales fueron de M\$ 74.916.040 en el año 2004 y M\$ 72.082.240 en el 2005, tal como se expone en el gráfico N° 21.

Gráfico N° 20: Volumen de nueva inversión neta de la CSAV

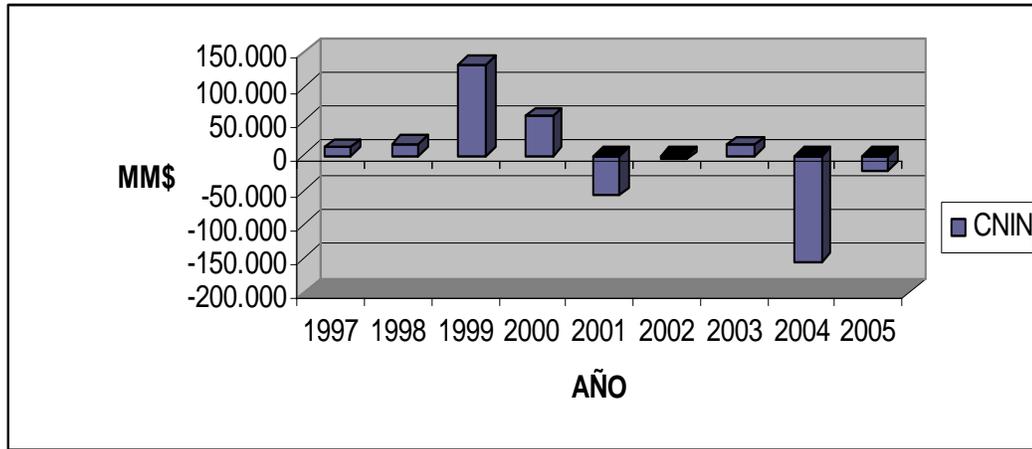
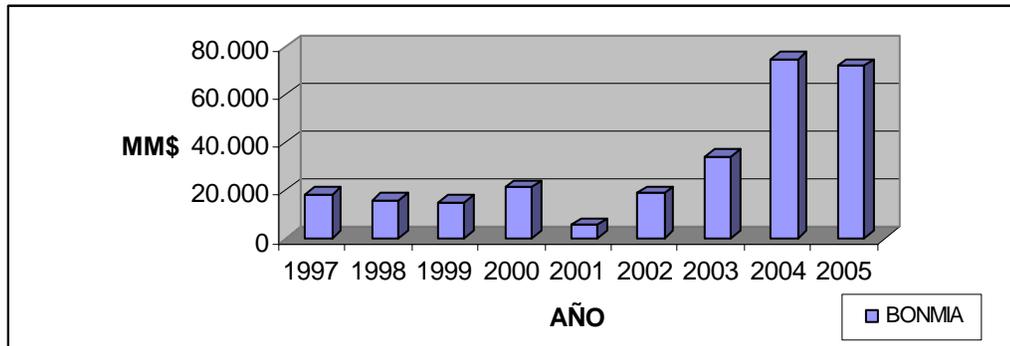


Gráfico N° 21: Variabilidad en el BONMIA de la CSAV



4.5. - ANÁLISIS DEL VALOR ECONÓMICO DE GRUPOS ECONÓMICOS CONCENTRADOS

En este apartado se contrasta la creación de valor económico obtenida por parte del Grupo Paulmann y el Grupo Solari, representados por las empresas Cencosud y Falabella, respectivamente. El objetivo de esta comparación es conocer cual empresa desarrolló los planes estratégicos necesarios para incrementar su valor económico.

La estrategia de crecimiento seguida por estas dos grandes empresas es la de una fuerte concentración en negocios del mismo sector “retail”, pero de diferentes rubros, con lo cual se busca satisfacer la más amplia gama de productos al consumidor final. Esta estrategia de concentración se lleva a cabo a través de compras de empresas de retail, fusiones de empresas de retail, alianzas estratégicas, etc.

En sus 115 años de historia, el sector del retail en Chile ha vivido en los tres últimos periodos su mejor momento. A nivel de resultados, hoy este sector factura cerca de US\$ 20 mil millones anuales y con perspectivas de seguir creciendo debido a los planes de expansión de las principales cadenas supermercadistas, tiendas por departamento y centros comerciales, entre otros.

Nadie imaginó que lo que nació como pequeños emprendimientos familiares, hoy sean los dueños de las cadenas de retail más importantes de l país.

A continuación, se expone la creación de valor económico obtenida por cada empresa, durante los años investigados. En el cuadro 4.6, se puede observar que Cencosud creó valor económico por M\$ 653.563.981 y en el cuadro 4.7, se expone que Falabella creó valor económico por M\$ 717.644.581, durante los años investigados.

Cuadro 4.6. – Creación de valor económico de Cencosud

AÑO	VALOR ECONÓMICO	VARIACIÓN TOTAL	
		M\$	%
2002	521.954.641		
2003	1.175.518.622	653.563.981	125,21%

Cuadro 4.7. – Creación de valor económico de Falabella

AÑO	VALOR ECONÓMICO	VARIACIÓN TOTAL	
		M\$	%
1997	428.074.878		
1998	431.842.091	3.767.213	0,88%
1999	548.352.738	120.277.861	28,10%
2000	622.892.604	194.817.726	45,51%
2001	488.547.255	60.472.377	14,13%
2002	721.703.349	293.628.471	68,59%
2003	1.145.719.459	717.644.581	167,64%

Sin embargo, no sería correcto comparar estos valores absolutos, por lo cual, la creación de valor de cada empresa se calculó en porcentaje del valor económico inicial de cada una. De esta manera, para Cencosud se obtuvo una creación de valor de 125,21% respecto al valor económico inicial, comparada con una creación de valor de 167,64% obtenida para Falabella. Por tanto, se puede decir que la mayor creación de valor fue la generada por Falabella, la cual supera en un 42,43% a la de Cencosud.

4.6. - ANÁLISIS DEL VALOR ECONÓMICO DE GRUPOS ECONÓMICOS DIVERSIFICADOS

Ahora, se compara la creación de valor económico obtenida por el Grupo Angelini con la obtenida por el Grupo Claro, representados por las empresas AntarChile y Cía. Sudamericana de Vapores respectivamente, con la finalidad de identificar cual de ellas creó mayor valor económico, durante los años investigados.

Estos grandes grupos económicos tienen en común que los dos están presentes en los sectores más diversos de la economía. El Grupo Angelini esta presente en el sector forestal, energético y pesquero, entre otros. El grupo Claro, por su parte, destaca en el sector transporte de carga, industria, comunicación y vinícola.

A continuación, se expone la creación de valor económico obtenida por cada empresa, durante los años investigados. En el cuadro 4.8, se puede observar que AntarChile creó valor económico por M\$ 4.309.391.085 y en el cuadro 4.9, se expone que la Cía. Sudamericana de Vapores creó valor económico por la suma de M\$ 1.067.898.113, durante los años investigados.

Cuadro 4.8. – Creación de valor económico de AntarChile

AÑO	VALOR ECONOMICO	VARIACIÓN TOTAL	
		M\$	%
1997	-148.440.488		
1998	184.169.429	332.609.917	224,07%
1999	935.929.091	1.084.369.579	730,51%
2000	861.537.529	1.009.978.017	680,39%
2001	3.789.808.891	3.938.249.379	2653,08%
2002	4.724.791.450	4.873.231.938	3282,95%
2003	4.160.950.597	4.309.391.085	2903,11%

Cuadro 4.9. – Creación de valor económico de CSAV

AÑO	VALOR ECONÓMICO	VARIACIÓN TOTAL	
		M\$	%
1997	123.486.552		
1998	155.008.410	31.521.857	25,53%
1999	-23.563.434	-147.049.986	-119,08%
2000	206.392.030	82.905.477	67,14%
2001	538.669.826	415.183.274	336,22%
2002	1.143.665.379	1.020.178.827	826,15%
2003	1.191.384.665	1.067.898.113	864,79%

Sin embargo, no sería correcto comparar estos valores absolutos, por lo cual, la creación de valor de cada empresa se calculó en porcentaje del valor económico inicial de cada una. De esta manera, para AntarChile se obtuvo una creación de valor de 2.903,11% respecto al valor económico inicial, comparada con una creación de valor de 864,79% obtenida para la CSAV. Por tanto, se puede decir que indudablemente la mayor creación de valor fue la generada por AntarChile, la cual supera en un 2.038,32% a la de la CSAV.

4.7. – ANÁLISIS DEL VALOR ECONÓMICO APORTADO POR LA ESTRATEGIA DE CONCENTRACIÓN Y DE DIVERSIFICACIÓN

En los últimos años ha existido un amplio debate en relación a cuál es la mejor estrategia de crecimiento para una empresa, la concentración o la diversificación.

La estrategia de crecimiento juega un rol fundamental en la búsqueda de la generación del valor. En este sentido, el valor económico de una compañía esta dado por la capacidad de ésta de desarrollar planes estratégicos para incrementar su valor económico.

Por tanto, es imprescindible contrastar la creación de valor aportada por los grupos económicos que se encuentran concentrados en el sector retail con la de los grupos económicos presentes en diversos sectores de la economía, para identificar cuál es la estrategia que aporta mayor valor económico.

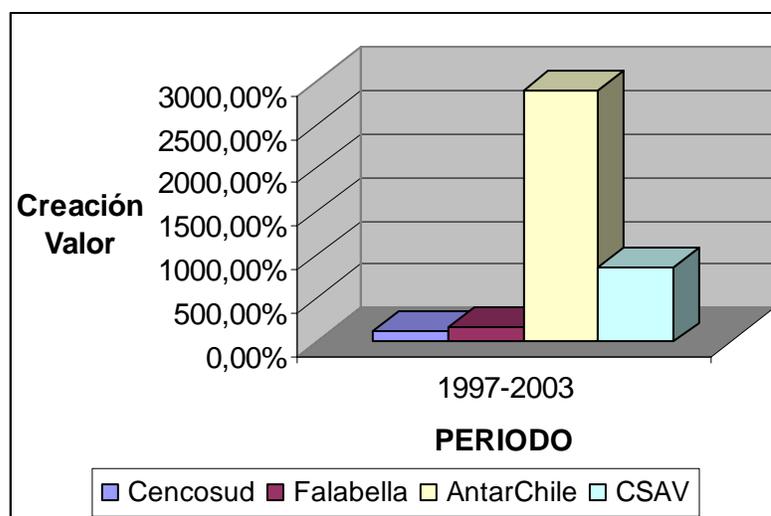
En el cuadro 4.10, se expone la creación de valor obtenida por cada empresa, en representación del respectivo grupo económico, durante los años investigados. Como se ha mencionado, sería incorrecto comparar los valores absolutos, por lo cual, se utilizó la creación de valor en forma porcentual, para realizar un análisis razonable. Cencosud creo valor en un 125,21%, Falabella en un 167,64%, AntarChile en un 2.903,11% y la Cía. Sudamericana de Vapores en un 864,79%.

Cuadro 4.10. – Creación de valor económico obtenida por cada empresa

EMPRESA	PERIODO	CREACIÓN DE VALOR ECONÓMICO
CENCOSUD	2002-2003	125,21%
FALABELLA	1997-2003	167,64%
ANTARCHILE	1997-2003	2903,11%
CSAV	1997-2003	864,79%

Al observar el gráfico N° 22, es evidente la variabilidad que existe en la generación del valor económico por parte de las empresas estudiadas. El resultado de esta investigación arrojó que los grupos económicos diversificados superan ampliamente a los grupos concentrados en un sector industrial. Por tanto, se puede decir que la estrategia que aporta una mayor creación de valor es la estrategia de diversificación.

Gráfico N° 22: Variabilidad en la creación de valor de las empresas



CONCLUSIONES

La primera conclusión que se puede derivar de la investigación realizada, es que la estrategia de una empresa no siempre es el producto de una planeación racional, ya que a menudo es la respuesta emergente a circunstancias no previstas. En este sentido, la estrategia es más de lo que una organización intenta o planea hacer, también es lo que realmente se lleva a cabo. Por tanto, se puede decir que la estrategia realizada está constituida por cualquier estrategia deliberada (planificada), en realidad llevada a cabo, y cualquier estrategia emergente (no planeada).

En la práctica, muchas empresas tienen sistemas formales de planificación y consideran que éstos contribuyen positivamente al desarrollo de la estrategia. Sin embargo, no todas las empresas adoptan estos sistemas racionales, pero incluso cuando los tienen sería un error suponer que las estrategias provienen únicamente de los sistemas de planificación, debido a que generalmente las estrategias deliberadas (planeadas) no terminan realizándose, o sólo una parte de ellas termina materializándose.

Por otro lado, las estrategias se deben formular en los distintos niveles estratégicos de la organización. La mayoría de los autores proponen tres niveles de estrategias, los cuales son: estrategia corporativa, estrategia de negocios y estrategia funcional. Sin embargo, se considera un cuarto nivel, planteado por Cabanelas, que corresponde a la estrategia institucional.

Al centrarse en la estrategia corporativa, se puede expresar que ésta se refiere a la organización en su conjunto, específicamente a la definición del campo de actividad de la empresa. En este nivel, la empresa define los distintos negocios en los que desea participar, los cuales pueden pertenecer a un mismo sector industrial o a diversos sectores industriales. De acuerdo a este conocimiento, se puede decir que las estrategias básicas de crecimiento a nivel corporativo son: la estrategia de concentración, que se da cuando los negocios se focalizan en un sector industrial y, la estrategia de diversificación, que se presenta cuando los negocios se encuentran en diversos sectores industriales.

Asimismo, se define al sector industrial como el conjunto de una serie de procesos o actividades consecutivas, pero separables, necesarias para la fabricación y comercialización de un producto o servicio. Entre estas actividades se distinguen a los extractores de materia prima, los transformadores de fase (transformación intermedia), los creadores de producto y los comercializadores. Es absolutamente importante para la organización decidir a que segmento o segmentos de un sector industrial en particular se dedicarán.

Es de gran relevancia indicar que, el concepto de sector industrial se definió en sentido amplio. De este modo, las definiciones más amplias del sector industrial abarcan todas las interrelaciones entre los segmentos y las definiciones más estrechas del sector industrial se refieren a la segmentación del sector. Es fundamental explicar esta diferencia porque, si una empresa esta conformada por negocios que se dedican a diversos segmentos de un sector industrial, en sentido amplio se considera una empresa concentrada y, en sentido estrecho esta misma empresa se considera diversificada, porque cada uno de estos segmentos son sectores industriales distintos.

En relación con la coherencia entre la estrategia y la estructura organizativa, se puede indicar que la estrategia y la estructura son acordes la una con la otra en todo momento. Asimismo, se puede confirmar la conclusión obtenida por Chandler, la cual apunta que “la estructura sigue a la estrategia”. La estrategia se va ajustando a los cambios permanentes del entorno y cuando ésta cambia, la estructura tiene que ser modificada para ayudar y apoyar este cambio.

También mediante la investigación, se observó que los grupos económicos que adoptan una estrategia de concentración presentan una estructura incomparable a la de los grupos que persiguen una estrategia de diversificación. De este modo, se identificaron tres formas de estructuras jurídicas para los grupos económicos, las que se denominaron como: estructura plana, estructura piramidal y estructura mixta. La primera de ellas se asocia más con los grupos económicos que se encuentran concentrados en un sector industrial, la segunda con los grupos diversificados y la última es una estructura intermedia de las dos anteriores.

Es importante indicar, que fue imposible hallar material bibliográfico que se refiera a estos tipos de estructuras. Debido a este motivo, a la escasez de tiempo y la dedicación al contenido principal, no se alcanzó a profundizar en este tema. Sin embargo, se dio el primer paso para continuar con estudios sobre un interesante y fructífero tema de investigación.

A partir del análisis realizado sobre los grupos económicos, así como también, de la entrevista realizada al gerente de estudios de Empresas Copec, se llegó a la conclusión que todos los grupos económicos analizados tienen una forma organizativa en común, la cual es de *holding* financiero.

Por definición, un *holding* es una empresa cuyos activos son participaciones de otras empresas, dicho en otras palabras, es una empresa de inversiones que tiene acciones en muchos negocios independientes. No suelen tener actividades de producción de bienes o servicios propios, ni intervenir en las actividades de las participadas, por ende, no participa en la formulación e implantación de sus estrategias. De esta manera, cada unidad de negocio o empresa que lo conforma utilizará su estrategia competitiva de la mejor forma posible para explotar al máximo su potencial.

Según la entrevista efectuada al gerente de estudios de la empresa más importante del grupo Angelini (Empresas Copec), se puede sintetizar lo que se expone a continuación.

De acuerdo al papel de la sede central, en este caso AntarChile, el gerente manifestó que la participación de la sede central en las decisiones estratégicas es relativamente baja. Las unidades de negocio son las que definen sus propias estrategias y planes con total autonomía y responsabilidad. No obstante lo anterior, aclaró que cuando estas decisiones estratégicas afectan a todo el grupo, es decir, a nivel corporativo, la sede central actúa apoyando a las unidades de negocio a tomar estas decisiones.

Con relación al control de la sede central, indicó que la sede central fija a las unidades de negocio objetivos financieros a corto plazo y éstas tienen libertad de actuación mientras los alcancen. El seguimiento de los resultados financieros se hace de manera estrecha y frecuente.

De acuerdo al tamaño de la sede central, respondió que el tamaño de AntarChile es muy reducido, ya que al evitar intervenir activamente en los distintos negocios, no necesita departamentos centralizados y agregó que solo trabajan alrededor de 10 personas en esta empresa.

Por tanto, de acuerdo al análisis efectuado y a los resultados de la entrevista que se exponen antes, se puede decir que el modelo de relación entre la sede central y las empresas que integran los grupos económicos analizados es el de **control financiero**.

En concreto, respecto al objetivo principal de la presente memoria, se puede resaltar la importancia que tiene en el momento actual la gestión del valor económico y la necesidad que tienen las empresas de conocer cuanto es el valor económico aportado por la organización en el desarrollo de sus negocios.

Si bien existe una amplia variedad de métodos susceptibles de utilizar para la valoración de las empresas, de todos ellos los que más se destacan en la actualidad son los métodos del valor económico añadido y de flujo efectivo de libre disposición. Estos métodos pueden ser utilizados tanto de forma retrospectiva como proyectiva para estimar el valor económico de la empresa. En el primer caso se utiliza la información contable histórica, aspecto que constituyó la base de esta memoria. Sin embargo, en el segundo caso se proyecta la información económica, financiera y patrimonial de la compañía.

Finalmente, se puede decir que los resultados de la presente investigación arrojaron que los grupos económicos concentrados en el sector retail generaron menor valor económico que los grupos económicos diversificados. Por tanto, se concluye que la estrategia de crecimiento que aportó mayor valor económico, entre las dos estudiadas, es la estrategia de diversificación.

De acuerdo a los resultados, se propone probar la conclusión obtenida examinando un número mayor de grupos económicos, que se identifiquen con las estrategias de concentración y de diversificación, así como también que el periodo analizado sea mayor a diez años.

BIBLIOGRAFÍA

AGUILAR Y CONTRERAS (2004): “Rol estratégico de filiales de multinacionales en Chile”.

ANDREWS (1977): “El concepto de estrategia de la empresa”, Editorial Eunsa, Pamplona.

ANSOFF, I. Y EDWARD, J. (1997): “La dirección estratégica en la práctica empresarial”, Editorial Addison Wesley, México.

ANTARCHILE: Memorias diversos años.

BERRY (1975): “Estrategias de diversificación, análisis y medición”.

BOLSA DE SANTIAGO: Precio de acciones de las empresas analizadas.

BOLSA DE VALPARAISO. Precio de Acciones de las empresas analizadas.

BUENO (1987): “Dirección estratégica de la empresa, métodos, técnicas y casos”, Editorial Pirámide, Madrid.

CABANELAS, J. (1997): “Dirección de empresas, bases en un entorno abierto y dinámico”, Editorial Pirámide, Madrid.

CENCOSUD: Memorias diversos años.

COPELAND, T. KOLLER, T. Y MURRIN, J. (2004): “Valoración, medición y gestión del valor”, Editorial Deusto, Bilbao.

DAVID, F. (1997): “Conceptos de administración estratégica”, Editorial Prentice Hall, México.

ENTREVISTA: Jorge Ferrando Yáñez, Gerente de Estudios de Empresas Copec, Santiago.

FALABELLA: Memoria diversos años.

FAZIO, H. (2005): “El poder de los grupos económicos”, Ediciones Chile LOM, Santiago.

- FUENTES, L. (1997): "Grandes grupos económicos en Chile y los modelos de propiedad en otros países", Ediciones Dolmen, Santiago.
- GALAN, J. Y SÁNCHEZ, M. (2004): "Coherencia entre el cambio estratégico y organizativo, nuevas formas de organización", Departamento de Administración y Economía de la Empresa, Universidad de Salamanca.
- HAX, A. Y MAJLUF, N. (1997): "Estrategia para el liderazgo competitivo, de la visión a los resultados", Editorial Dolmen, Buenos Aires.
- HILL, C. Y JONES, G. (1996): "Administración estratégica, un enfoque integrado", Editorial Mc Graw Hill, Bogotá.
- HUERTA, P. (2004): "Factores determinantes de la estrategia de diversificación relacionada, una aplicación a las empresas industriales españolas", Universidad Complutense de Madrid, Madrid.
- JARILLO, J. (1992): "Dirección estratégica", Editorial Mc Graw Hill, Madrid.
- JOHNSON, G. Y SCHOLLES, K. (2001): "Dirección estratégica", Editorial Prentice Hall, Madrid.
- LEY N° 18045: "Ley de Mercados de Valores".
- MEDINA, A. (2006): "Gestión del valor económico en la empresa", Facultad de Ciencias Empresariales, UBB Chillán.
- MINTZBERG (1995): "Estructuración de las organizaciones". Editorial Ariel, Barcelona.
- NAVAS, J. Y GUERRAS, L. (2002): "La dirección estratégica de la empresa, teoría y aplicaciones", Editorial Civitas, Madrid.
- PORTER, M. (2001): "Ventaja competitiva, creación y sostenimiento de un desempeño superior", Editorial CECSA, México.
- SANFUENTES, A. (1984): "Los grupos económicos, control y política", Colección de Estudios Cieplan N° 15.
- SANJURJO Y REINOSO (2003): "Guía de valoración de empresas". Editorial Prentice Hall.
- STEWART, G. (2000): "En busca del valor", Editorial Gestión 2000, Barcelona.
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS: Estados financieros de empresas analizadas, diversos años, Santiago.

TARZIJA, J. Y PAREDES, R. (2001): "Organización industrial para la estrategia empresarial", Editorial Pearson Education, Buenos Aires.

THOMPSON, A. Y STRICKLAND, A. (1994): "Dirección y administración estratégica, conceptos, casos y lecturas", Editorial Addison Wesley, Wilmington

THOMPSON, A. Y STRICKLAND, A. (2001): "Administración estratégica: conceptos y casos", Editorial Mc Graw Hill, México.

VIÑOLAS, P. Y ADSERA, X. (1997): "Principios de valoración de empresas", Ediciones Deusto, Barcelona.

ANEXOS

Anexo N° 1: Balance General y Estado de Resultados de AntarChile

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total Activos Circulantes	9.714.390	8.199.038	6.132.189	115.015.204	1.159.137.493	1.189.208.765	1.180.633.161	1.174.285.973	1.171.034.625	1.254.610.756
Disponible	19.259	49.617	54.319	166.530	32.214.688	11.491.206	13.943.296	17.247.827	18.012.350	19.526.829
Depósitos a plazo	5.765.893	3.800.055	1.543.800	109.417.112	54.397.642	49.462.431	65.102.150	49.419.124	89.268.651	188.827.730
Valores negociables (neto)	0	0	0	0	142.627.960	414.357.752	315.258.441	371.990.266	232.554.495	190.027.221
Deudores por venta (neto)	69.034	14.921	32.154	1.353	177.525.310	202.747.970	220.985.822	216.103.082	309.918.934	291.078.530
Documentos por cobrar (neto)	167.262	67.965	57.115	37.139	44.942.401	44.060.539	37.779.677	38.636.887	40.843.530	27.002.784
Deudores varios (neto)	62.825	56.158	41.243	62.627	251.446.326	22.160.107	23.657.670	26.701.677	25.055.391	39.023.848
Documentos y cuentas por cobrar emp. relacionadas	1.845.557	3.078.853	2.677.709	1.996.605	5.852.819	11.472.239	6.279.952	11.421.210	15.884.257	19.074.906
Existencias (neto)	1.038.631	838.373	1.124.730	1.638.567	314.624.831	306.091.635	341.710.849	308.889.461	339.707.872	364.065.685
Impuestos por recuperar	9.991	0	60.227	534.838	12.964.813	32.263.139	25.274.786	45.934.668	29.666.472	48.257.083
Gastos pagados por anticipado	18.838	10.960	9.620	12.551	15.631.250	17.435.771	16.467.513	18.289.702	21.956.986	27.511.317
Impuestos diferidos	0	0	0	0	6.726.699	5.684.473	21.358.546	4.720.666	4.260.816	2.683.797
Otros activos circulantes	717.100	282.136	531.272	1.147.882	100.182.754	71.981.503	92.814.459	64.931.403	43.904.871	37.531.026
Contratos de leasing (neto)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Activos para leasing (neto)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Activos Fijos	2.441.002	2.511.956	2.579.962	2.499.196	2.762.562.978	2.801.289.103	3.114.549.433	2.949.388.249	3.206.894.345	3.391.938.208
Terrenos	27.374	29.099	30.350	31.139	282.292.179	304.132.042	328.035.756	290.465.777	297.448.948	320.011.193
Construcción y obras de infraestructura	1.946.048	2.070.520	2.182.204	2.246.117	1.206.772.986	1.109.804.476	1.230.826.528	1.018.696.476	1.232.221.415	1.259.209.788
Maquinarias y equipos	2.296.931	2.522.380	2.724.237	2.809.686	931.736.561	1.057.131.270	1.178.937.381	979.782.495	1.206.775.046	1.267.809.032
Otros activos fijos	175.169	194.322	202.715	209.015	1.445.456.607	1.536.793.221	1.778.717.696	1.792.590.472	1.678.772.738	1.782.432.418
Mayor valor por ret. técnica del activo fijo	0	0	0	0	45.903.296	46.700.443	50.991.285	42.083.632	56.882.805	62.517.295
Depreciación (menos)	-2.004.520	-2.304.365	-2.559.544	-2.796.761	-1.149.598.651	-1.253.272.349	-1.452.959.213	-1.174.230.603	-1.265.206.607	-1.300.041.518
Total Otros Activos	525.027.457	618.853.265	675.572.278	750.524.612	231.504.215	271.766.425	307.348.794	353.976.817	374.250.509	316.569.475
Inversiones en empresas relacionadas	523.396.122	616.852.931	673.462.511	749.110.533	234.161.319	238.047.675	269.861.414	291.964.513	305.168.073	260.646.106
Inversiones en otras sociedades	0	0	0	0	279.674	148.644	145.993	106.121	155.475	165.548
Menor valor de inversiones	1.108.851	589.354	0	0	23.398.720	23.293.347	16.913.666	19.272.094	20.575.793	34.282.794
Mayor valor de inversiones (menos)	-619.988	-329.523	0	0	-99.664.103	-62.370.469	-39.243.465	-23.404.570	-9.771.721	-45.444.750
Deudores a largo plazo	12.771	14.130	8.329	10.290	12.645.638	11.746.279	9.933.653	15.282.999	17.269.771	15.020.933
Documentos y cuentas por cobrar emp. relacionadas largo plazo	1.029.922	1.630.510	1.999.245	1.301.785	9.867.674	3.610.984	2.218.572	1.596.375	1.423.377	371.406
Impuestos diferidos a largo plazo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intangibles	0	0	0	0	1.659.788	2.449.645	2.630.825	3.778.827	6.626.273	16.019.386
Amortización (menos)	0	0	0	0	-546.163	-342.538	-170.340	-201.518	-257.477	-408.900
Otros	99.779	95.863	102.193	102.024	49.701.468	55.182.858	45.058.476	45.581.976	33.060.945	35.916.952
Contratos de leasing largo plazo (neto)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Activos	537.182.849	629.564.259	684.284.429	868.039.012	4.153.204.686	4.262.264.293	4.602.531.388	4.477.651.039	4.752.179.479	4.963.118.439

VALORACIÓN DE LOS GRUPOS ECONÓMICOS

132

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Total Pasivos Circulantes	958.977	1.612.904	787.557	111.788.487	554.473.822	265.971.458	392.555.740	258.877.282	465.717.778	436.158.488
Obligaciones con bancos e instituciones financieras a corto plazo	0	0	0	109.239.033	100.800.513	39.598.747	48.581.970	27.546.423	36.127.936	42.745.353
Obligaciones con bancos e instituciones financieras l. plazo - porción c. plazo	0	0	0	0	199.567.329	27.371.080	41.105.306	1.839.516	32.903.418	45.011.994
Obligaciones con el público (pagarés)	0	0	0	0	0	0	0	0	7.700.000	0
Obligaciones con el público - porción corto plazo (bonos)	0	0	0	0	18.544.210	24.119.902	81.743.437	23.137.503	116.835.517	18.228.240
Obligaciones largo plazo con vencimiento dentro un año	0	0	0	0	1.289.746	1.093.779	573.172	526.503	452.774	618.926
Dividendos por pagar	57.663	62.123	60.511	63.614	1.557.740	3.647.436	3.052.648	2.543.427	2.769.752	2.448.159
Cuentas por pagar	129.805	100.922	47.560	1.323.199	170.005.611	128.614.394	157.998.455	155.272.719	197.104.754	236.744.664
Documentos por pagar	0	0	0	0	1.374.258	71.551	90.407	1.122.106	1.465.182	2.787.234
Acreedores varios	7.843	4.531	4.646	4.643	13.360.860	8.817.801	9.081.896	3.524.938	4.419.815	6.213.886
Documentos y cuentas por pagar emp. relacionadas	195.198	235.131	238.960	225.417	896.062	1.593.178	5.699.975	5.286.779	1.049.124	2.460.664
Provisiones	414.051	485.791	329.300	650.465	27.443.070	24.066.654	22.181.409	26.838.624	32.241.668	41.483.369
Retenciones	145.687	598.908	73.905	282.116	4.766.714	4.993.218	5.504.671	5.827.160	7.180.759	11.092.632
Impuesto a la renta	0	44.361	0	0	11.163.935	81.227	13.295.593	20.491	21.775.622	20.940.197
Ingresos percibidos por adelantado	0	0	0	0	1.487.368	1.593.263	1.622.054	2.998.905	1.162.616	3.596.846
Impuestos diferidos	0	0	0	0	59.115	0	0	0	0	0
Otros pasivos circulantes	8.730	81.137	32.675	0	2.157.291	309.228	2.024.747	2.392.188	2.528.841	1.786.324
Total Pasivos a Largo Plazo	0	0	0	0	1.293.188.492	1.432.367.471	1.279.273.355	1.349.575.999	1.177.234.601	1.347.785.925
Obligaciones con bancos e instituciones financieras	0	0	0	0	495.604.761	396.963.065	237.994.862	281.521.645	322.709.131	329.975.355
Obligaciones con el público largo plazo (bonos)	0	0	0	0	679.338.034	937.646.994	932.255.795	966.983.500	732.182.550	880.256.060
Documentos por pagar largo plazo	0	0	0	0	16.882	783	2.075	8.995	0	171.969
Acreedores varios largo plazo	0	0	0	0	24.184.067	7.900.163	2.357.379	3.384.696	6.518.978	3.152.564
Documentos y cuentas por pagar emp. relacionadas largo plazo	0	0	0	0	118.986	86.157	47.979	10.123	3.514.904	3.514.904
Provisiones largo plazo	0	0	0	0	10.983.973	10.409.641	12.236.399	14.863.148	17.387.038	21.394.054
Impuestos diferidos a largo plazo	0	0	0	0	0	56.371.989	74.001.672	59.060.381	70.962.810	68.048.967
Otros pasivos a largo plazo	0	0	0	0	82.941.789	22.988.679	20.377.194	23.742.611	23.959.190	41.272.052
Interes Minoritario	74.788.729	87.651.538	94.427.614	104.359.399	1.061.686.689	1.056.784.253	1.179.271.384	1.144.317.699	1.235.816.182	1.216.530.931
Total Patrimonio	461.435.143	540.299.817	589.069.258	651.891.126	1.243.855.683	1.507.141.111	1.751.430.909	1.724.880.959	1.873.410.918	1.962.643.095
Capital pagado	55.325.634	58.811.149	61.340.028	62.934.869	494.720.665	533.130.093	587.794.999	593.672.949	608.514.773	630.421.305
Reserva revalorización capital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sobreprecio en venta de accs. propias	256.637	272.805	284.536	291.934	305.654	315.129	324.583	327.829	336.025	348.122
Otras reservas	137.917.896	178.426.504	206.090.141	237.186.684	286.004.446	349.373.921	426.372.561	238.000.216	141.024.282	23.670.541
Utilidades retenidas	267.934.976	302.789.359	321.354.553	351.477.639	462.824.918	624.321.968	736.938.766	892.879.965	1.123.535.838	1.308.203.127
Reservas futuros dividendos	116.836.773	132.786.541	146.773.852	153.748.239	170.555.133	205.840.888	273.041.677	331.626.259	412.655.255	525.590.411
Utilidades acumuladas	128.312.171	144.846.797	159.284.957	166.552.175	184.992.348	220.710.515	288.255.974	346.197.464	427.408.645	541.037.850
Pérdidas acumuladas (menos)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad (pérdida) del ejercicio	25.979.453	29.032.619	16.022.333	34.572.827	107.277.437	197.770.565	175.641.115	215.056.242	283.471.938	241.574.866
Dividendos provisorios (menos)	-3.193.421	-3.876.598	-726.589	-3.395.602	0	0	0	0	0	0
Déficit acumulado período de desarrollo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Pasivos	537.182.849	629.564.259	684.284.429	868.039.012	4.153.204.686	4.262.264.293	4.602.531.388	4.477.651.039	4.752.179.479	4.963.118.439

VALORACIÓN DE LOS GRUPOS ECONÓMICOS

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Resultado De Explotacion	-588.772	-626.837	-1.859.885	-2.618.994	333.770.514	274.778.832	359.069.248	373.342.513	531.555.361	451.473.325
Margen De Explotacion	1.120.943	1.325.126	983.778	660.172	547.039.163	536.600.624	641.886.646	666.683.217	890.157.876	835.435.399
Ingresos de explotación	2.970.570	3.838.230	2.653.492	1.509.109	2.072.430.421	2.344.920.092	2.442.339.384	2.665.933.308	3.188.065.007	3.769.022.926
Costos de explotación (menos)	-1.849.627	-2.513.104	-1.669.714	-848.937	-1.525.391.258	-1.808.319.468	-1.800.452.738	-1.999.250.091	-2.297.907.131	-2.933.587.527
Gastos de adm. y ventas (menos)	-1.709.715	-1.951.963	-2.843.663	-3.279.166	-213.268.649	-261.821.792	-282.817.398	-293.340.704	-358.602.515	-383.962.074
Resultado Fuera De Explotacion	30.094.846	33.622.243	18.729.841	41.749.480	-116.161.045	53.433.092	-61.718.745	19.102.756	2.786.398	12.632.881
Ingresos financieros	977.971	519.939	326.538	511.789	14.282.563	21.834.728	19.217.750	16.873.670	17.049.487	22.195.903
Utilidad inversiones emp. relacionadas	30.762.272	34.718.085	24.882.562	47.274.872	14.790.293	13.068.921	24.577.418	37.281.230	47.380.762	23.811.689
Otros ingresos fuera de la explotación	86.499	97.155	158.566	149.267	66.386.287	256.231.770	8.533.618	8.773.680	7.510.520	82.718.487
Pérdida inversión emp. relacionadas (menos)	-113.885	0	-6.813.797	-5.520.302	-4.150.597	-2.880.743	-136.233	-34.609	-198.704	-43.311
Amortización menor valor de inversiones (menos)	-554.425	-589.354	-614.696	0	-4.693.514	-3.245.081	-10.074.422	-4.476.417	-4.314.222	-5.858.520
Gastos financieros (menos)	0	-797	-1.726	-3.437.764	-111.203.251	-102.937.226	-92.118.735	-61.049.153	-76.153.786	-83.476.953
Otros egresos fuera de la explotación (menos)	-97.535	-55.859	-54.199	-45.203	-70.826.255	-17.394.200	-20.111.956	-16.400.376	-11.328.103	-28.043.807
Corrección monetaria	-966.051	-1.066.926	846.593	2.816.821	-20.746.571	15.539.195	9.688.555	2.786.016	5.068.199	2.515.131
Diferencias de cambio	0	0	0	0	0	-126.784.272	-1.294.740	35.348.715	17.772.245	-1.185.738
Resultado Antes De Impuesto A La Renta E Itemes Extraordinarios	29.506.074	32.995.406	16.869.956	39.130.486	217.609.469	328.211.924	297.350.503	392.445.269	534.341.759	464.106.206
Impuesto A La Renta	-151.394	-98.297	-77.481	447.030	-36.817.579	-19.860.644	-34.444.671	-56.497.283	-90.798.424	-96.513.432
Itmes Extraordinarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad (Pérdida) Antes De Interes Minoritario	29.354.680	32.897.109	16.792.475	39.577.516	180.791.890	308.351.280	262.905.832	335.947.986	443.543.335	367.592.774
Interes Minoritario	-3.685.221	-4.194.013	-1.113.835	-5.004.689	-108.203.761	-151.371.685	-112.991.869	-135.455.278	-173.962.402	-131.413.508
Utilidad (Pérdida) Liquida	25.669.459	28.703.096	15.678.640	34.572.827	72.588.129	156.979.595	149.913.963	200.492.708	269.580.933	236.179.266
Amortización mayor valor de inversiones	309.994	329.523	343.693	0	34.689.308	40.790.970	25.727.152	14.563.534	13.891.005	5.395.600
Utilidad (Pérdida) Del Ejercicio	25.979.453	29.032.619	16.022.333	34.572.827	107.277.437	197.770.565	175.641.115	215.056.242	283.471.938	241.574.866

Anexo Nº 2: Corrección Monetaria de AntarChile

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Activo circulante		97.396	89.216		28.520.336	33.642.329	48.331.618	21.910.970	15.178.731
Activo fijo		108.774	66.851	121.747.105	67.161.208	49.776.716	3.498.407	10.901.264	19.978.864
Otros activos	32.352.252	27.417.875	20.420.892	18.353.038	24.866.942	17.286.155	28.834.483	66.539.707	88.460.885
(-) Obligac. con bancos c/p					57.223.359	16.207.816	-9.095.347	-4.374.865	1.446.491
(-) Otros pasivos circulantes			82.893	58.804.334	1.282.472	-6.426.810	19.228.765	784.194	2.457.700
(-) Pasivo de largo plazo					97.776.371	2.289.520	1.451.254	2.401.038	4.833.457
(-) Interés minoritario	4.673.583	3.745.524	2.444.369	51.429.426	28.803.641	30.351.826	14.710.155	28.885.163	43.428.693
(-) Capital	28.749.375	23.053.171	15.239.843	45.728.409	38.411.214	44.666.174	17.841.759	41.786.666	64.737.312
(-) Resultado operación	-3.780	-21.243	-6.967	4.884.545	8.296.506	5.222.859	-1.606.809	7.029.301	5.385.434
Saldo neto	-1.066.926	846.593	2.816.821	-20.746.571	-111.245.077	8.393.815	38.134.731	22.840.444	1.329.393

Anexo N° 3: Precio cierre de las acciones de AntarChile e IPSA

Fecha	P. Cierre AntarChile	IPSA	
1996	3	1.700,00	992,94
	4	1.671,37	983,63
	5	1.580,00	1.017,15
	8	1.650,00	1.000,51
	9	1.560,00	998,75
	12	1.368,33	913,81
1997	1	1.335,00	980,53
	3	1.335,00	1.031,26
	5	1.300,00	1.097,81
	7	1.605,00	1.202,59
	8	1.530,05	1.190,01
	12	1.132,25	1.013,72
1998	1	950,00	922,74
	5	1.300,00	949,76
	7	1.127,50	888,83
	8	1.120,00	792,64
	9	950,00	624,44
	11	950,00	807,69
1999	1	900,00	761,80
	4	1.216,33	966,84
	6	1.500,50	958,46
	7	1.502,00	1.047,09
	9	1.620,00	1.033,64
	10	1.700,00	961,79
	11	1.791,50	1.031,76
2000	1	2.374,50	1.169,07
	3	1.940,55	1.128,48
	4	2.180,31	1.106,79
	5	2.202,38	1.111,70
	6	2.192,50	1.109,85
	8	2.250,00	1.115,18
	10	1.940,00	1.054,16
	11	2.168,78	1.099,57
	12	1.955,00	1.085,86
2001	1	1.990,14	1.114,80
	2	1.818,00	1.104,87
	4	2.073,68	1.068,13
	5	2.162,95	1.157,90
	6	2.332,50	1.184,50
	7	2.415,29	1.171,24
	8	2.603,92	1.229,50
	9	2.503,80	1.155,90
	10	2.449,17	1.085,90
	11	2.578,59	1.191,54
	12	2.544,14	1.188,13

2002	1	2.527,85	1.157,07
	2	2.607,50	1.136,38
	3	2.640,40	1.182,85
	4	2.670,44	1.144,98
	5	2.811,87	1.130,70
	6	2.928,90	1.061,32
	7	2.853,00	986,98
	8	3.038,57	1.036,67
	9	2.890,00	979,91
	10	2.904,95	921,79
	11	3.121,80	959,12
	12	3.215,50	978,40
2003	1	3.456,91	1.009,09
	2	3.449,56	1.008,81
	3	3.588,34	1.015,93
	4	3.869,00	1.068,66
	5	4.347,53	1.201,42
	7	4.690,00	1.267,35
	8	5.665,00	1.358,77
	9	5.600,00	1.377,18
	10	6.056,15	1.530,04
	11	5.725,71	1.435,91
	12	5.753,35	1.464,23
2004	1	5.572,50	1.456,84
	2	6.101,25	1.470,30
	3	6.184,75	1.483,00
	4	6.105,15	1.465,95
	5	5.813,00	1.417,33
	6	5.992,50	1.448,75
	7	6.231,57	1.497,82
	8	6.198,83	1.565,80
	9	5.993,27	1.654,63
	10	5.883,34	1.723,44
	11	6.220,00	1.758,86
	12	6.360,63	1.799,94
2005	1	6.142,77	1.758,34
	2	6.141,67	1.836,62
	3	6.704,00	1.929,73
	4	6.335,20	1.975,66
	5	6.415,85	1.963,88
	6	6.345,00	2.037,79
	7	6.492,00	2.106,77
	8	6.600,00	2.133,72
	10	6.510,00	2.126,45
	11	6.225,00	2.041,67
	12	6.000,00	1.982,73

Anexo N° 4: Flujo Efectivo de Libre Disposición de Cencosud

	2002	2003	2004	2005
FEL de la operación				
BAIT	33.915.801	42.744.769	65.694.597	136.445.585
(-) Impuestos devengados sobre BAIT	11.163.961	-3.397.900	8.367.060	27.634.116
(+/-) Variación en impuestos diferidos	17.298.412	-35.201.061	3.721.525	46.859.945
(=) BONMIA	40.050.252	10.941.608	61.049.062	155.671.414
(+) Depreciación del ejercicio	41.614.789	5.789.598	39.032.136	71.574.236
(=) Flujo de efectivo bruto	81.665.041	16.731.206	100.081.198	227.245.650
(-) CNIB	188.657.738	6.741.337	325.447.354	865.829.251
Variación de CTN operacional	-50.157.004	-10.929.974	-14.901.819	176.041.489
Variación de activo fijo bruto	205.355.362	41.212.652	250.459.344	225.556.039
Variación neta en otros activos	33.459.380	-23.541.341	89.889.829	464.231.723
(=) Fel operativo generado	-106.992.697	9.989.869	-225.366.156	-638.583.601
FEL por IFT				
Ingresos financieros	4.232.072	2.046.558	3.886.111	3.556.489
(-) Impuestos sobre isos financ.	677.132	337.682	660.639	604.603
(=) Ingresos financieros netos	3.554.940	1.708.876	3.225.472	2.951.886
(-) Variación IFT	-38.120.773	-40.941.783	-4.745.398	307.953
(=) Fel por IFT generado	41.675.713	42.650.659	7.970.870	2.643.933
FEL resultado no operacional				
Otros ingresos/egresos	-11.626.894	14.467.764	-1.346.780	7.582.665
(-) Impuesto sobre otros isos /egresos	-1.860.303	2.387.181	-228.953	1.289.053
(=) FEL no operativo generado	-9.766.591	12.080.583	-1.117.827	6.293.612
FEL GENERADO	-75.083.575	64.721.111	-218.513.113	-629.646.056

	2002	2003	2004	2005
Variación en partidas de financiación				
(+/-) Reducciones (aumentos) de deuda	-72.983.366	-2.524.597	-81.778.857	-211.685.936
(+/-) Reducciones (aumentos) de int. Min.	-2.705.801	-2.497.736	146.644	-71.070.488
(+/-) Reducciones (aumentos) de capital	-8.654.921	59.326.646	-175.286.278	-372.439.835
(=) Pagos (cobros) Variación balance	-84.344.088	54.304.313	-256.918.491	-655.196.259
Financiación que afecta el resultado				
Gastos financieros	14.654.972	11.243.124	18.845.338	21.044.862
(+) Dividendos	-7.760.212	-3.090.593	19.175.890	3.045.963
(+) interés minoritario	2.365.753	2.264.267	384.150	1.459.378
(=) Pagos (cobros) por result. Financ.	9.260.513	10.416.798	38.405.378	25.550.203
FEL DISTRIBUIDO	-75.083.575	64.721.111	-218.513.113	-629.646.056

Anexo N° 5: Flujo Efectivo de Libre Disposición de Falabella

	1.997	1.998	1.999	2.000	2.001	2002	2003	2004	2005
FEL de la operación									
BAIT	58.707.869	49.601.308	54.201.964	59.589.421	74.836.887	97.726.636	116.721.088	159.170.113	210.205.678
(-) Impuestos devengados sobre BAIT	9.214.314	7.627.925	9.713.162	11.006.016	15.822.836	5.798.691	16.051.291	21.804.410	27.203.437
(+/-) Variación en impuestos diferidos	40.836	-587.136	-517	-1.306.737	9.692.040	-13.188.989	2.803.323	-4.320.291	-8.504.482
(=) BONMIA	49.534.391	41.386.247	44.488.285	47.276.668	68.706.091	78.738.956	103.473.120	133.045.412	174.497.759
(+) Depreciación del ejercicio	8.188.617	10.380.525	13.044.474	9.908.320	26.254.058	23.384.388	59.550.284	32.361.142	36.606.987
(=) Flujo de efectivo bruto	57.723.008	51.766.772	57.532.759	57.184.988	94.960.149	102.123.344	163.023.404	165.406.554	211.104.746
(-) CNIB	31.717.308	75.413.389	66.385.830	63.655.023	184.146.790	90.938.866	625.218.205	179.085.472	216.227.089
Variación de CTN operacional	4.364.552	2.788.147	6.215.244	50.928.133	62.438.484	43.128.108	169.102.839	54.473.070	110.716.020
Variación de activo fijo bruto	30.166.029	59.843.747	42.570.339	22.329.706	90.898.284	37.629.163	159.277.029	88.231.491	77.219.269
Variación neta en otros activos	-2.813.273	12.781.495	17.600.247	-9.602.816	30.810.022	10.181.595	296.838.337	36.380.911	28.291.800
(=) Fel operativo generado	26.005.700	-23.646.617	-8.853.071	-6.470.035	-89.186.641	11.184.478	-462.194.801	-13.678.918	-5.122.343
FEL por IFT									
Ingresos financieros	5.570.960	6.547.742	2.753.323	3.441.389	1.466.104	1.290.277	1.472.564	1.810.337	3.909.415
(-) Impuestos sobre ingresos financ.	835.644	982.161	412.998	516.208	219.916	206.444	242.973	307.757	664.601
(=) Ingresos financieros netos	4.735.316	5.565.581	2.340.325	2.925.181	1.246.188	1.083.833	1.229.591	1.502.580	3.244.814
(-) Variación IFT	17.592.950	-24.694.103	-4.717.939	7.374.376	887.905	11.716.365	2.589.286	96.110.802	-96.403.561
(=) Fel por IFT generado	-12.857.634	30.259.684	7.058.264	-4.449.195	358.283	-10.632.532	-1.359.695	-94.608.222	99.648.375
FEL resultado no operacional									
Otros ingresos/egresos	4.651.732	2.660.696	1.620.428	3.200.279	-55.130	-16.969.949	6.721.747	-2.973.287	-675.404
(-) Impuesto sobre otros isos /egresos	697.760	399.104	243.064	480.042	-8.270	-2.715.192	1.109.088	-505.459	-114.819
(=) FEL no operativo generado	3.953.972	2.261.592	1.377.364	2.720.237	-46.860	-14.254.757	5.612.659	-2.467.828	-560.585
FEL GENERADO	17.102.038	8.874.659	-417.443	-8.198.993	-88.875.218	-13.702.811	-457.941.837	-110.754.968	93.965.447

	1.997	1.998	1.999	2.000	2.001	2002	2003	2004	2005
Variación en partidas de financiación									
(+/-) Reducciones (aumentos) de deuda	-1.971.606	-15.259.236	-18.530.102	-35.508.420	-125.587.977	-45.251.965	-202.691.317	-172.776.122	1.385.097
(+/-) Reducciones (aumentos) de int. Min.	-4.281.308	338.608	-1.239.399	687.377	5.296.855	-1.557.870	562.745	-6.765.718	-1.731.108
(+/-) Reducciones (aumentos) de capital	8.176.653	7.180.476	2.018.224	9.110.986	7.136.871	9.490.648	-287.816.508	15.399.425	26.058.715
(=) Pagos (cobros) Variación balance	1.923.739	-7.740.152	-17.751.277	-25.710.057	-113.154.251	-37.319.187	-489.945.080	-164.142.415	25.712.704
Financiación que afecta el resultado									
Gastos financieros	5.030.486	5.785.877	7.122.965	8.130.630	9.608.270	9.996.971	12.569.078	17.064.336	25.761.922
(+) Dividendos	9.960.147	12.006.805	11.811.641	10.817.494	11.736.100	11.680.076	17.960.864	34.742.027	39.002.339
(+) interés minoritario	187.666	-1.177.871	-1.600.772	-1.437.060	2.934.663	1.939.329	1.473.301	1.581.084	3.488.482
(=) Pagos (cobros) por result. Financ.	15.178.299	16.614.811	17.333.834	17.511.064	24.279.033	23.616.376	32.003.243	53.387.447	68.252.743
FEL DISTRIBUIDO	17.102.038	8.874.659	-417.443	-8.198.993	-88.875.218	-13.702.811	-457.941.837	-110.754.968	93.965.447

Anexo N° 6: Flujo Efectivo de Libre Disposición de CSAV SA

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
FEL de la operación									
BAIT	19.245.307	16.405.854	17.430.292	22.521.499	12.429.878	24.766.894	39.495.420	80.942.841	84.579.317
(-) Impuestos devengados sobre BAIT	661.824	445.176	2.530.156	859.931	4.142.791	6.622.911	5.916.742	5.710.797	11.661.213
(+/-) Variación en impuestos diferidos	0	0	0	-412.453	-2.542.614	764.025	771.860	-316.004	-835.864
(=) BONMIA	18.583.483	15.960.678	14.900.137	21.249.115	5.744.473	18.908.008	34.350.538	74.916.040	72.082.240
(+) Depreciación del ejercicio	11.766.071	13.349.834	17.110.130	19.674.474	19.529.113	20.866.998	21.011.019	18.844.020	13.396.714
(=) Flujo de efectivo bruto	30.349.554	29.310.512	32.010.267	40.923.589	25.273.586	39.775.006	55.361.557	93.760.060	85.478.954
(-) CNIB	23.431.720	29.956.753	149.013.347	77.505.535	-37.833.601	15.089.093	35.903.881	-134.660.358	-7.559.643
Variación de CTN operacional	7.340.000	-12.791.619	49.031.450	-14.776.702	-39.528.829	-8.410.038	18.033.393	-21.802.153	-28.098.834
Variación de activo fijo bruto	13.997.685	25.777.703	62.262.302	3.056.957	28.471.427	34.865.483	-6.409.445	-7.511.293	13.310.144
Variación neta en otros activos	2.094.034	16.970.669	37.719.594	89.225.279	-26.776.199	-11.366.351	24.279.933	-105.346.911	7.229.047
(=) Fel operativo generado	6.917.834	-646.241	-117.003.080	-36.581.946	63.107.187	24.685.912	19.457.676	228.420.418	93.038.598
FEL por IFT									
Ingresos financieros	3.510.365	5.941.973	5.768.222	6.748.419	8.958.182	6.971.954	6.214.117	6.433.511	11.426.260
(-) Impuestos sobre ingresos financieros	526.555	891.296	865.233	1.012.263	1.343.727	1.115.513	1.025.329	1.093.697	1.942.464
(=) Ingresos financieros netos	2.983.810	5.050.677	4.902.989	5.736.156	7.614.455	5.856.441	5.188.788	5.339.814	9.483.796
(-) Variación IFT	17.413.400	32.333.199	-44.893.356	37.287.599	54.266.569	40.663.700	-53.350.508	166.356.643	20.983.365
(=) Fel por IFT generado	-14.429.590	-27.282.522	49.796.345	-31.551.443	-46.652.114	-34.807.259	58.539.296	-161.016.829	-11.499.569
FEL resultado no operacional									
Otros ingresos/egresos	4.303.086	7.574.149	2.534.795	5.496.714	4.159.881	3.354.472	-1.913.224	25.702.829	2.995.788
(-) Impuesto sobre otros isos /egresos	645.463	1.136.122	380.219	824.507	623.982	536.716	-315.682	4.369.481	509.284
(=) FEL no operativo generado	3.657.623	6.438.027	2.154.576	4.672.207	3.535.899	2.817.756	-1.597.542	21.333.348	2.486.504
FEL GENERADO	-3.854.133	-21.490.737	-65.052.160	-63.461.181	19.990.971	-7.303.590	76.399.429	88.736.937	84.025.533
Variación en partidas de financiación									
(+/-) Reducciones (aumentos) de deuda	-11.295.337	-25.080.845	-57.444.003	-66.763.397	18.740.939	-8.434.232	-10.927.344	28.276.596	1.451.197
(+/-) Reducciones (aumentos) de int. min.	-1.450.188	-907.208	-4.454.169	-8.119.608	4.593.183	-5.590.715	3.117.390	1.678.866	-3.128.053
(+/-) Reducciones (aumentos) de capital	-599.418	-2.396.868	-3.696.796	-2.726.906	-3.577.837	-1.692.853	7.002.387	3.028.907	4.237.996
(=) Pagos (cobros) Variación balance	-13.344.943	-28.384.921	-65.594.968	-77.609.911	19.756.285	-15.717.799	-807.567	32.984.369	2.561.140
Financiación que afecta el resultado									
Gastos financieros	3.032.713	5.075.573	7.460.815	13.668.961	13.135.087	16.480.976	14.241.524	14.055.064	15.032.976
(+) Dividendos	6.339.956	2.009.938	-6.879.311	-2.307.023	-15.986.426	-14.223.816	60.417.477	37.044.329	59.429.419
(+) interés minoritario	118.141	-191.326	-38.695	2.786.792	3.086.025	6.157.050	2.547.996	4.653.175	7.001.998
(=) Pagos (cobros) por result. Financ.	9.490.810	6.894.185	542.809	14.148.730	234.686	8.414.210	77.206.997	55.752.568	81.464.393
FEL DISTRIBUIDO	-3.854.133	-21.490.737	-65.052.160	-63.461.181	19.990.971	-7.303.590	76.399.429	88.736.937	84.025.533