



**UNIVERSIDAD DE LA FRONTERA  
FACULTAD DE INGENIERÍA, CIENCIAS Y ADMINISTRACIÓN  
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRACIÓN Y ECONOMÍA.**

**“RENDIMIENTO DE OFERTAS PÚBLICAS INICIALES (IPO) DE ACCIONES EN  
CHILE ENTRE LOS AÑOS 2008-2011”.**

---

**TRABAJO PARA OPTAR AL TÍTULO  
DE INGENIERO COMERCIAL**

---

**Profesor Guía: Guillermo Godoy**

**CARLOS ISAÍAS LAGOS MARINAO**

**2012**

**“RENDIMIENTO DE OFERTAS PÚBLICAS INICIALES (IPO) DE ACCIONES EN  
CHILE ENTRE LOS AÑOS 2008-2011”.**

**CARLOS ISAÍAS LAGOS MARINAO**

**COMISIÓN EXAMINADORA**

**GUILLERMO GODOY IBAÑEZ.**

**Profesor Guía**

**MARCELO GARRIDO S.**

**ROBERTO REVECO S.**

**Presidente**

**Evaluador**

**Nota Trabajo Escrito :  
Nota Examen :  
Nota Final :**

## **RESUMEN.**

Este estudio presenta una medición y análisis en el corto plazo del rendimiento de las Ofertas Públicas Iniciales (IPO) de Acciones en Chile en el periodo 2008-2011 siguiendo la metodología propuesta por Aggarwal, Leal y Hernández<sup>1</sup> (1993) en la década del ochenta. Para esto se considera el precio de cierre del primer día con respecto a la IPO que la firma ofreció al mercado. Existe evidencia de la existencia de subvaloración del título como es lo ocurrido con estudios similares realizados a nivel internacional y los motivos de la subvaloración serán analizados en los apartados siguientes.

Para nuestro estudio se consideran a 9 empresas que realizaron IPOs en el periodo de análisis en La Bolsa de Comercio de Santiago midiendo su rendimiento mediante el cálculo del retorno anormal ajustado por el mercado.

*Palabras Clave: IPO, Ofertas Públicas Iniciales, Emisión de Acciones, Subvaloración.*

---

<sup>1</sup>Aggarwal, et al (1993) “*The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America*” Financial Management 22(1).

## ÍNDICE DE CONTENIDOS.

### CONTENIDO

<b>Índice de Tablas.....</b>	<b>7</b>
<b>Índice de Ilustraciones.....</b>	<b>8</b>
<b>Introducción .....</b>	<b>9</b>
1. Descripción del Problema.....	9
<b>Justificación del Trabajo .....</b>	<b>11</b>
1. Objetivo General.....	12
2. Objetivos Específicos.....	12
<b>Capítulo 1. Marco Conceptual y Teórico. ....</b>	<b>14</b>
Procedimiento Básico para una Nueva Emisión en el caso de Estados Unidos.....	16
Características de las IPOs.....	22
Apertura de Empresas en Chile.....	27
<b>Capítulo 2. Normativa de las Ofertas Públicas Iniciales (IPOs) de Acciones. ....</b>	<b>332</b>
Las Transacciones sobre Valores de Oferta Pública.....	36
Mercado Secundario.....	37
De las Bolsas de Valores.....	38
De las Actividades Prohibidas.....	40
De la Información en la Obtención de Control.....	40
De la Responsabilidad.....	40
De las Sanciones.....	41
De la Clasificación de Riesgo.....	43
De Los Grupos Empresariales, De Los Controladores Y De Las Personas Relacionadas.....	44
De La Emisión De Títulos De Deuda A Largo Plazo.....	45
De La Emisión De Títulos De Deuda A Corto Plazo.....	47
De las Sociedades Securitizadoras y de la Emisión de Títulos de Deuda de Securitización.....	48
De la responsabilidad de las sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia.....	50
De la información privilegiada.....	51
De las Garantías.....	52
Disposiciones Varias.....	52
De La Oferta Pública De Valores Extranjeros En El País.....	53
De la Oferta Pública de Adquisición de Acciones.....	53
De La Oferta Pública de Acciones o Valores Convertibles en el Extranjero.....	57
De las Administradoras Generales de Fondos.....	58
De Las Empresas De Auditoría Externa.....	59

<b>Capítulo 3. Análisis de Las Empresas en Chile que han realizado Ofertas Públicas Iniciales de Acciones (IPO) entre el periodo 2008-2011.</b>	<b>60</b>
<b>3.1. Azul Azul</b>	<b>62</b>
La Industria del Fútbol en Chile	64
Estados Financieros	64
<b>3.2. Enjoy</b>	<b>65</b>
Antecedentes Generales	66
Directorio	66
Características de la Oferta	67
Modelo de Negocio	67
Plan de Inversiones	68
<b>3.3. Cruzados</b>	<b>70</b>
Historia de Club Deportivo Universidad Católica	70
<b>3.4. Hites</b>	<b>73</b>
Historia de la Compañía	73
Modelo de Negocios	74
Plan de Negocios	75
<b>3.5. Camanchaca</b>	<b>75</b>
Antecedentes de la Compañía	76
Información en la Emisión de Acciones	76
<b>3.6. CFR Pharmaceuticals</b>	<b>78</b>
<b>3.7. AquaChile</b>	<b>81</b>
<b>3.8. Australis Seafoods S.A.</b>	<b>84</b>
<b>3.9. Cruz Blanca</b>	<b>86</b>
<b>Capítulo 4. Elección y Aplicación del Modelo de Estudio en las IPOs entre el periodo 2008-2011 en Chile</b>	<b>90</b>
1. Descripción Modelo	91
2. Aplicación del Modelo de Estudio	94
<b>Capítulo 5. Resultados y Conclusiones</b>	<b>98</b>
Resultados tomando como Índice de Mercado el IGPA	99
Resultados tomando como Índice de Mercado el IPSA	101
Resultados en Estudios Anteriores	103
Conclusiones	104
<b>Bibliografía</b>	<b>107</b>
<b>Anexos</b>	<b>110</b>
Anexo A:	110
Ilustración A.1: Ejemplo de un Anuncio de Venta de Valores en Estados Unidos	110
Anexo B.1: Análisis Foda de Azul Azul	111
Anexo B.2: Organigrama de la Estructura Administrativa de la Sociedad Azul Azul	111
Anexo B.3: Estados Financieros de Azul Azul	112

Anexo B.4: Estructura Accionaria.....	113
Anexo C.1: Organigrama Organizacional.....	113
Anexo C.2: Estructura Accionaria.....	114
Anexo C.3: Fortalezas y Oportunidades de Enjoy.....	114
Anexo C.4: Factores de Riesgo. ....	114
Anexo C.5.1: Balance Consolidado.....	115
Anexo C.5.2: Estado de Resultados.....	115
Anexo C.5.3: Razones Financieras.....	115
Anexo D.1: Organigrama de la Fundación.....	116
Anexo D.2: Organigrama de La Administración.....	116
Anexo D.4: Antecedentes Financieros.....	117
Anexo E.1: Estructura Organizacional de Hites.....	118
Anexo E.2: Antecedentes Financieros. ....	119
Anexo F.1: Estructura Compañía Pesquera Camanchaca S.A.....	119
Anexo F.2: Balance General, Estado de Resultado y Razones Financieras. ....	120

## INDICE DE TABLAS

<b>Tabla 1.1:</b> Proceso para la Obtención de Capital.....	18
<b>Tabla 1.2:</b> Antecedentes Generales de Inversiones La Construcción (ILC).....	19
<b>Tabla 3.1:</b> Antecedentes Generales de la Emisión, Fuente: Prospecto Azul Octubre 2008. ....	63
<b>Tabla 3.2:</b> Fuente, Detalle del Directorio y Administración, Prospecto Azul Octubre 2008. ....	64
<b>Tabla 3.3:</b> Fuente, Antecedentes Generales, Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones. ....	66
<b>Tabla 3.4:</b> Fuente, Directorio Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones .....	66
<b>Tabla 3.5:</b> Fuente, Características de la Oferta de Acciones, Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones. .....	67
<b>Tabla 3.6:</b> Fuente, Antecedentes Generales, Prospecto Cruzados Primera Emisión de Acciones. ....	70
<b>Tabla 3.7:</b> Fuente, Ejecutivos de la Administración, Prospecto Hites Primera Emisión de Acciones. ....	73
<b>Tabla 3.8:</b> Fuente, Características de la Emisión, Prospecto Hites Primera Emisión de Acciones. ....	74
<b>Tabla 3.9:</b> Fuente, Antecedentes de La Compañía, Prospecto Camanchaca Primera Emisión de Acciones. ...	76
<b>Tabla 3.10:</b> Fuente, Prospecto Antecedentes de La Emisión, Camanchaca Primera Emisión de Acciones. ...	76
<b>Tabla 3.11:</b> Fuente, Directorio y Gerencia, Prospecto Camanchaca Primera Emisión de Acciones.....	77
<b>Tabla 3.12:</b> Características de la Oferta, Prospecto CFR Pharmaceuticals S.A. Primera Emisión de Acciones. .....	78
<b>Tabla 3.13:</b> Información Financiera CFR Pharmaceuticals S.A. ....	79
<b>Tabla 3.14:</b> Antecedentes Financieros de CFR Pharmaceuticals S.A. ....	80
<b>Tabla 3.15:</b> Fuente, Características de la Empresa, Prospecto AquaChile primera emisión de Acciones.....	81
<b>Tabla 3.16:</b> Fuente, Características de la Emisión, Prospecto AquaChile Primera Emisión de Acciones.....	82
<b>Tabla 3.17:</b> Fuente, Antecedentes Generales, Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones. .	84
<b>Tabla 3.18:</b> Fuente, Características de La Emisión, Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones .....	85
<b>Tabla 3.19:</b> Fuente, Características de la Emisión, Prospecto Cruz Blanca Primera Emisión de Acciones. ...	88
<b>Tabla 5.1:</b> Retorno Anormal Ajustado o Acumulado por el Mercado para los días 1, 5 y 21. ....	99
<b>Tabla 5.2:</b> Retorno Anormal Ajustado o Acumulado por el Mercado para los días 1, 5 y 21. ....	101
<b>Tabla K.1:</b> Determinación del Rendimiento de cada Título.....	128
<b>Tabla L.1:</b> Cálculo del Retorno del Índice de Mercado mediante IGPA para los Días 1, 5 y 21. ....	129
<b>Tabla LI.1:</b> Retorno Anormal Ajustado por el Mercado (MAAR) para cada IPO a partir del Índice IGPA .	130
<b>Tabla M.1:</b> Determinación del Retorno del Mercado a partir del Índice IPSA. ....	131
<b>Tabla N.1:</b> Retorno Anormal Ajustado por el Mercado (MAAR) para cada IPO a partir del índice IPSA...	132

## **ÍNDICE DE ILUSTRACIONES**

<b>Ilustración 1.1:</b> Presentación Corporativa de Inversiones La Construcción (ILC).....	20
<b>Ilustración 1.2:</b> Calendario Estimado de Inversiones La Construcción (ILC). ....	20
<b>Ilustración 3.1:</b> Número de IPOs y Montos Colocados en Millones de Dólares. ....	62
<b>Ilustración 3.2:</b> Modelo de Negocios Enjoy .....	67
<b>Ilustración 3.3:</b> Estructura de Propiedad Prospecto CFR Pharmaceuticals S.A. ....	79
<b>Ilustración 3.4:</b> Plantas CFR Pharmaceuticals S.A. en varios países. ....	79
<b>Ilustración 3.5:</b> Ingresos de CFR Pharmaceuticals S.A. por País.....	80
<b>Ilustración 3.6:</b> Ingresos por compañía de CFR Pharmaceuticals S.A. ....	80
<b>Ilustración 3.7:</b> Fuente, Estructura del Sistema de Salud en Chile, Prospecto Cruz Blanca Primera Emisión de Acciones. ....	88
<b>Ilustración 5.1:</b> (Fuente, Elaboración Propia del Retorno Anormal Ajustado por el Mercado para el Primer día de cada firma a partir de los Datos Obtenidos de la Página Oficial de la Bolsa de Comercio de Santiago utilizando el índice IGPA.) .....	101
<b>Ilustración 5.2:</b> (Fuente, Elaboración Propia del Retorno Anormal Ajustado por el Mercado para el Primer día de cada firma a partir de los Datos Obtenidos de la Página Oficial de la Bolsa de Comercio de Santiago utilizando el índice IPSA.).....	102
<b>Ilustración A.1:</b> Ejemplo de un Anuncio de Venta de Valores en Estados Unidos. ....	110

## **INTRODUCCIÓN**

### **1. Descripción del Problema.**

Cuando las Empresas deciden realizar una IPO (Oferta Pública Inicial) de acciones se refiere a cuando estas firmas deciden emitir y transar por primera vez acciones en la Bolsa de Comercio para de esta forma obtener recursos para financiar sus potenciales proyectos. De acuerdo a Ritter (1998) la IPO (Oferta Pública Inicial) ocurre cuando un instrumento es vendido en la Bolsa a los accionistas por primera vez con la expectativa de que se desarrolle un mercado líquido, es decir que genere recursos para invertir en futuros proyectos de la compañía. En Chile la primera emisión realizada por una empresa en la Bolsa de Comercio de Santiago fue en Octubre de 1991. En general, la evidencia internacional ha demostrado que las empresas que efectúan una IPO (Oferta Pública Inicial) de acciones presentan en el largo plazo un inferior desempeño financiero y operacional al mostrado por empresas de similares características, a pesar de que al momento de la apertura se obtiene un alto desempeño financiero y operacional. Es decir, la empresa al efectuar la primera emisión de acciones denominada Oferta Pública Inicial de Acciones (IPOs) obtiene un alto rendimiento, principalmente el primer día, y luego este comienza a disminuir en el largo plazo. La evidencia internacional, como es el caso de Estados Unidos, nos muestra que este rendimiento en el largo plazo se vuelve negativo. Desde los primeros estudios realizados a nivel mundial sobre este tema se detecta que los títulos se subvaloran los primeros días de transacción principalmente el día de la emisión. Este mayor rendimiento al inicio tiene como consecuencia la subvaloración del título, es decir que el precio del título se ve afectado transándose a un precio menor. Según Ibbotson, Sindelar y Ritter (1994) es difícil determinar correctamente el precio de las IPOs, ya que no existe una referencia previa o precio de mercado y además muchas de las firmas no cuentan con una historia operacional.

Pese a las pruebas internacionales, las empresas IPO chilenas no han mostrado un peor desempeño financiero. Es decir que a largo plazo los rendimientos alcanzados en Chile no son negativos, a diferencia de lo ocurrido a nivel internacional que si lo son. Este tema ha

sido analizado en el mercado internacional y también en el mercado chileno registrándose estudios realizados por Guillermo Yáñez y Carlos Maquieira en donde se analiza la evidencia empírica entre los años 1994-2007. También estudios realizados entre los años 1993-2006 por Jorge Gregoire y Rocío Castillo.

El objetivo de realizar este trabajo de investigación es comprobar si las empresas que han efectuado IPOs recientemente (entre los años 2008-2011) siguen la misma tendencia de las IPOs analizadas en estudios anteriores en Chile. Es decir, que al momento de la primera emisión se obtenga un alto rendimiento y luego, en el largo plazo, este disminuya.

## **JUSTIFICACIÓN DEL TRABAJO.**

Dentro de los motivos para investigar el rendimiento en la emisión de Ofertas Públicas Iniciales (IPOs) de Acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, se debe en primer lugar a que es un tema interesante y esencial al momento de buscar financiamiento para emprender nuevos y potenciales proyectos, pero que en nuestro país cuenta con pocos expositores enfocados a este tema. En cuanto al proceder de una firma para que esta pueda abrirse a la bolsa y pueda emitir acciones por primera vez es un tema necesario del cual se debe tener conocimiento ya que es fundamental para una empresa que está en crecimiento conocer todas aquellas opciones con la que cuenta para utilizar en el momento que estime conveniente y necesario. Dentro de los medios de financiamiento encontramos por medio del aporte de capital propio de los socios, también a través del endeudamiento con terceros, ya sea con instituciones bancarias o financieras y también con la venta de un porcentaje de la empresa a los inversionistas mediante una oferta pública de acciones (IPO). Según la evidencia internacional y también estudios realizados años anteriores sobre este tema en nuestro país, los resultados que reportan los estudios nos muestran que el primer día existe un rendimiento anormal en las acciones emitidas. Esta tendencia se repite a través del tiempo en la primera emisión sin importar el país de origen de las acciones, ni tampoco la bolsa de comercio en la cual se transa. Dentro de los motivos por los cuales se explica esta situación es que al momento de la emisión de acciones, el precio al cual se transa está subvalorado, es decir que al precio en el cual se ofrece por primera vez la acción en la Bolsa está a un precio inferior al que en verdad debería tener. El término técnico que se le da a la subvaloración es: “Underpricing”. Esto se explica en parte debido a que no existe un precio de mercado en donde las empresas puedan tener como referencia al momento de fijarlo.

Lo que busca este informe de investigación, es presentar nuevos datos para el análisis de la apertura a la bolsa de comercio por medio de acciones por primera vez y de esta forma, con los resultados obtenidos, comparar y contrastar con los estudios realizados años anteriores en Chile. Por este motivo dentro de lo buscado es comprobar si las acciones emitidas entre

los años 2008-2011 siguen el mismo comportamiento de las firmas que emitieron acciones con anterioridad al año 2008 en nuestro país.

### **1. Objetivo General.**

Analizar el comportamiento de las Ofertas Públicas Iniciales (IPO) de Acciones de las empresas chilenas que se abren por primera vez a la Bolsa entre los años 2008-2011.

### **2. Objetivos Específicos.**

- Describir las Ofertas Públicas Iniciales (IPOs) de Acciones.
- Analizar y conocer los Procesos Legales que rigen en torno a las Ofertas Públicas Iniciales de Acciones (IPOs).
- Conocer estudios de desempeño de las empresas que se abren a la Bolsa.
- Contrastar el análisis y resultados del presente trabajo con estudios anteriores efectuados en Chile para empresas que realizan por primera vez una Oferta Pública Inicial de Acciones (IPOs).

**CAPITULO 1.**  
**MARCO CONCEPTUAL Y TEÓRICO.**

## **CAPITULO 1. MARCO CONCEPTUAL Y TEÓRICO.**

El tema de cómo financiar los Potenciales Proyectos que pueda tener una firma en el mediano y largo plazo es una decisión que deber ser estudiada con anticipación. De todas las actividades de un negocio, el reunir capital es una de las más importantes. La forma de conseguir ese capital, es lo que se llama financiamiento. A través del financiamiento, se brinda la posibilidad a las empresas, de mantener una economía estable y eficiente, así como también de seguir sus actividades comerciales. Esto trae como consecuencia, otorgar un mayor aporte al sector económico del que participa. Dentro de las fuentes de financiamiento con las que puede contar las empresas en el largo plazo podemos mencionar: Hipoteca, Acciones, Bonos, Arrendamiento financiero, etc. A continuación detallaremos algunas de ellas.

Una Hipoteca se produce cuando una propiedad que pertenece al deudor, es decir la persona natural o jurídica que solicita el crédito, pasa a manos de un prestamista, puede ser una Institución Financiera (acreedor) que facilita el dinero, a fin de garantizar que se realice el pago del préstamo solicitado. Una hipoteca no es una obligación a pagar, porque el deudor es el que otorga la hipoteca y el acreedor es el que la recibe. En el caso de que el prestamista o acreedor no cancele dicha hipoteca, ésta le será arrebatada y pasará a manos del deudor. La finalidad de las hipotecas para el prestamista es obtener algún activo fijo, mientras que para el deudor es el tener seguridad de pago por medio de dicha hipoteca, así como el obtener ganancia de la misma por medio de los intereses generados. Dentro de las ventajas de la hipoteca podemos mencionar que para el deudor o prestatario, es rentable debido a la posibilidad de obtener ganancia por medio de los intereses generados en la operación. También da la seguridad al prestatario de no obtener perdida, al otorgar el préstamo. El prestamista tiene la posibilidad de adquirir un bien. Dentro de las desventajas podemos mencionar que al prestamista le genera una obligación ante terceros. El riesgo de que surja cierta intervención legal, debido a falta de pago.

También podemos encontrar como medio de financiamiento a Los Bonos. Es un instrumento escrito certificado, en el cual el prestatario hace la promesa incondicional, de pagar una suma especificada de dinero, en una fecha determinada, junto con los intereses

calculados a una tasa determinada y en fechas determinadas. La emisión de bonos puede ser ventajosa si sus accionistas no comparten su propiedad y las utilidades de la empresa con nuevos accionistas. Dentro de las Ventajas de los bonos como forma de financiamiento es que son fáciles de vender, ya que cuestan menos. El empleo de los bonos no cambia, ni aminora el control de los actuales accionistas. Con los bonos, se mejora la liquidez y la situación de capital de trabajo de la empresa. Dentro de las desventajas que se detectan es que la empresa debe tener cuidado al momento de invertir dentro de este mercado, ya que es importante estar informado para no tomar una mala decisión.

Otro medio de financiamiento es el Arrendamiento Financiero. Es un Contrato que se negocia entre el propietario de los bienes y la empresa, la que puede utilizar el uso de esos bienes durante un período determinado y mediante el pago de una renta específica, las estipulaciones pueden variar según sea la situación y las necesidades de cada una de las partes. La importancia del arrendamiento radica en la flexibilidad que presta para la empresa, da posibilidades de adoptar un cambio de planes inmediato, de emprender una acción no prevista con el fin de aprovechar una buena oportunidad o de ajustarse a los cambios que ocurran en medio de la operación. El arrendamiento se presta por partes, lo que permite a la empresa recurrir a este medio para adquirir pequeños activos. Los pagos de arrendamiento se pueden deducir del impuesto como gasto de operación. El arrendamiento puede ser para la empresa, la única forma de financiar la adquisición de activo si se trata de una empresa pequeña. También otras ventajas que podemos mencionar es que evita el riesgo de una rápida obsolescencia para la empresa ya que el activo no pertenece a ella. Dan oportunidades a las empresas pequeñas en caso de que ocurra la quiebra.

Las Acciones son la participación patrimonial o de capital que tiene un accionista, dentro de la firma a la que pertenece. Las acciones son importantes, ya que miden el nivel de participación y de aquello a lo que tiene derecho, ya sea por concepto de dividendos, derechos de los accionistas, derechos preferenciales, etc. Dentro de las ventajas podemos mencionar que las acciones preferentes dan el empuje necesario y deseado para obtener ingresos. Las acciones preferentes son particularmente útiles para las negociaciones de fusión y adquisición de empresas. Dentro de las desventajas podemos decir que reduce el control de los actuales accionistas, ya que parte de la propiedad de la empresa pasa a manos

de nuevos dueños por medio de las acciones. También el alto costo de emisión de acciones en el mercado.

Dentro de todos los medios de financiamiento mencionados con anterioridad, la opción de financiamiento mediante la Oferta Pública Inicial (IPO) de Acciones es una excelente alternativa, ya que proporciona recursos de manera rápida y efectiva, y además satisface en parte la necesidad para adquirir recursos para ser utilizados como capital.

A continuación se menciona el procedimiento aplicado en El Mercado de Valores en Estados Unidos.

### **Procedimiento Básico para una Nueva Emisión en el caso de Estados Unidos.**

1. El primer paso que debe ser realizado por la empresa para que pueda llevarse a cabo la Primera Emisión de Acciones es obtener la aprobación de la Junta Directiva.
2. Luego de esto se debe preparar y presentar una declaración de registro ante La Securities and Exchange Commission (SEC). La declaración mencionada anteriormente contiene gran cantidad de datos financieros que contiene el historial financiero de la firma, detalles sobre las operaciones actuales, el financiamiento que se ha propuesto y también los planes que se tiene para el futuro. Este informe puede llegar a contar fácilmente como mínimo con 50 páginas e incluso más.

La declaración de Registro es un requisito fundamental al momento de efectuar las Ofertas Públicas de Acciones. Para 2 casos en particular este documento no es necesario:

- a) Para los préstamos que tengan un vencimiento hasta de 9 meses.
- b) Para todas aquellas emisiones que no sobrepasen los 5 millones de dólares.

El punto b mencionado con anterioridad se conoce también con el nombre de *Excepción sobre Pequeñas Emisiones*. Las emisiones menores a 5 millones se encuentran regidas por medio de la Regulación A, en donde solo se necesita llenar una breve Declaración de Oferta. Para que esta Regulación A pueda entrar en operación, el personal interno no debe vender más de 1 millón y medio de dólares.

3. La Securities and Exchange Commission (SEC) considera un periodo de espera para estudiar y aprobar la declaración de registro. Durante este tiempo la empresa puede distribuir copias de un folleto que es preliminar y es conocido como *Arenque Rojo* debido a que lleva en la portada unas letras rojas grandes como título. Estos folletos contienen mucha información financiera la que es facilitada a los potenciales inversionistas de la empresa. En este tiempo de espera no se pueden realizar ventas de los instrumentos, pero se puede llegar a acuerdos de palabra con potenciales inversionistas.

La Declaración de Registro entra en vigencia después de 20 días de haber sido presentada a menos que la SEC emita una carta de comentarios en donde se puedan sugerir cambios. Luego de efectuadas estas modificaciones se debe esperar nuevamente 20 días para que la declaración de registro pueda entrar en vigor.

4. Al comienzo la Declaración de Registro no menciona el precio de la nueva emisión. Una vez que entra en vigor la declaración se determina un precio y comienza el proceso de venta. La entrega de los instrumentos o la confirmación de la venta (lo que ocurra primero) debe ser acompañados del folleto definitivo.
5. Durante o después del periodo de espera se utilizan los anuncios de venta de valores. Luego que se estabiliza el mercado aproximadamente 30 días después de efectuada la oferta, el suscriptor está listo para colocar órdenes de compra a un precio especificado por el mercado.

Todo lo explicado con anterioridad lo podemos ver de manera más clara en la siguiente tabla:

**Tabla 1.1: Proceso para la Obtención de Capital.**

<b>Pasos de una Oferta Pública.</b>	<b>Tiempo</b>	<b>Actividades.</b>
<b>1. Se realizan conferencias previas a la suscripción.</b>	Varios Meses.	Se analiza la cantidad de dinero que se debe obtener y el tipo de instrumento que se emitirá. Se reúne al consorcio de suscripción y al grupo de vendedores. Se negocia el contrato de suscripción. Se obtiene la aprobación de la Junta Directiva.
<b>2. Se presentan y aprueban las declaraciones de registro.</b>	Periodo de Espera de 20 días.	La Declaración de Registro contiene toda la información financiera y comercial relevante.
<b>3. Se determina el precio de la emisión.</b>	Por lo general, no antes el último periodo de registro.	Cuando las ofertas son de temporada, el precio se establece en un nivel cercano al precio de mercado predominante. En cambio, para las Ofertas Públicas Iniciales se requiere de un Análisis y una investigación más exhaustiva.
<b>4. Se inicia la oferta Pública y su Venta.</b>	Poco después del último día del periodo de registro.	En un contrato típico de compromiso de una empresa, el suscriptor compra una cantidad determinada de acciones de la empresa y las vende a un precio mayor. El grupo de vendedores lo ayuda en la venta.
<b>5. Se estabiliza el Mercado.</b>	Por lo general, 30 días después de la oferta.	El suscriptor está listo para colocar órdenes de compra a un precio especificado por el mercado.

**Fuente: Finanzas Corporativas de Ross y Otros, Capítulo 19, año 2005.**

En el Anexo A podemos apreciar una ilustración que nos muestra un ejemplo de un anuncio de venta de valores en la Bolsa de Comercio de Estados Unidos.

### **Procedimiento Básico para una Nueva Emisión en el Caso de Chile.**

A continuación analizaremos este punto con un ejemplo sobre una compañía que próximamente emitirá acciones por primera vez en la Bolsa de Comercio de Santiago, para explicar el procedimiento de forma más clara.

Emisor	Inversiones La Construcción S.A. (“ILC”)
Listado	Bolsa de Comercio de Santiago (código “ILC”)
Accionista Vendedor	Cámara Chilena de la Construcción A.G. (“CChC”) <sup>1</sup>
Estructura de la Oferta	Listado Local / 144A/ Reg S
Tamaño de la Oferta	Hasta 32.193.892 acciones
Nº de Acciones Ofrecidas	3.687.991 (oferta primaria) y hasta 28.505.901 (oferta secundaria)
Tipo de Oferta	Subasta de un Libro de Ordenes (“SLO”) con remate el 20 de Julio de 2012
Período de Lock Up	180 días
Información	www.accionesilc.cl
Asesores Financieros y Agentes Colocadores	
Agente Distribuidor	

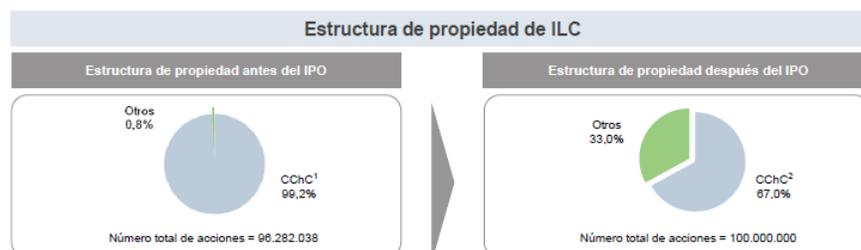
**Tabla 1.2: Antecedentes Generales de Inversiones La Construcción (ILC)**

La firma “Inversiones La Construcción” es una compañía creada por la Cámara Chilena de la Construcción y que opera Servicios Previsionales, Seguros y Servicios de Salud Privada y Otros en nuestro país. Las empresas que opera son las siguientes: La Administradora de Fondos de Pensión AFP Habitat, Seguros de Vida Voluntarios y Seguros Complementarios de Salud Vida Cámara, Asegurador privado de seguros de salud Isapre Consalud, Prestador privado de salud (hospitalario y ambulatorio) RedSalud, Red de nueve colegios privados y uno particular subvencionado Desarrollos Educativos DDEE, Servicio de tecnología de la información iConstruye.

En una primera instancia, la empresa que desea abrirse por primera vez a la Bolsa de Comercio de Santiago tiene que Planificar una reunión con la Junta Directiva, Gerencias, Accionistas y dueños; y todos aquellos Interesados que tengan poder de decisión dentro de la compañía. Esta sesión se realiza para definir y decidir si la empresa está lista para dar el paso de Emitir acciones en una primera instancia. Para esto, se contrata a un Asesor Financiero que es el encargado de evaluar y emitir un pronóstico de la situación actual de la empresa, en donde se analiza la necesidad de adquirir mayores recursos para ser invertidos en potenciales proyectos que permitan que la compañía pueda crecer. Luego de esto, los integrantes de la reunión y bajo la guía del Asesor Financiero, deciden qué porcentaje aproximado de la propiedad de la empresa será emitido; cómo y cuando se realizará; y las proyecciones que tienen con los recursos que se obtendrán. Para ejemplificarlo, a continuación se presenta algunos de los objetivos que tiene la Empresa llamada Inversiones La Construcción:

Dentro de los Objetivos que tiene la compañía para emitir acciones por primera vez en la Bolsa de Comercio de Santiago son Introducir una nueva forma de financiamiento para

ILC, Dar a ILC visibilidad de mercado y cobertura de *research*, Fortalecer a la Compañía a través de la adopción de las mejores prácticas de compañías abiertas, valorizar y proveer liquidez al principal activo de la CChC reduciendo exceso de control, Permitir la participación de los socios de la CChC en los negocios de ILC.



**Ilustración 1.1: Presentación Corporativa de Inversiones La Construcción (ILC)**

Para determinar cuándo se realizarán las actividades planificadas en la sesión, se elabora un calendario estimado con los puntos estimados. A continuación se muestra lo que ocurre con la compañía analizada:

**Calendario Estimado.**



**Ilustración 1.2: Calendario Estimado de Inversiones La Construcción (ILC).**

Luego de acordar todos los puntos necesarios para ofrecer al mercado de valores las primeras acciones de la compañía, se contratan los servicios de los Agentes Colocadores

que son los encargados de vender y colocar las acciones en el mercado. También se debe elaborar en conjunto, de la compañía y los agentes Colocadores, el Prospecto de la Empresa. Este es un documento en donde se presenta a la firma con las características principales que tiene, como su giro, historia, estructura accionaria, estructura financiera, las características de la emisión, y los motivos que tuvo la empresa para efectuar la primera emisión de acciones y en que se utilizarán los recursos obtenidos por la emisión.

Además de lo anterior, la emisión y los emisores deben inscribirse en el Registro que tiene la Superintendencia de Valores y Seguros, para que sea una transacción válida y también deben inscribirse en la Bolsa de Comercio de Santiago en donde serán transados los títulos. Luego de esto, los Agentes colocadores deben realizar un Roadshow, lo que significa que ellos deben transmitir al mercado que próximamente la compañía que representan se abrirá a la bolsa y es necesario que los potenciales inversionistas conozcan la información necesaria y relevante para la toma de decisiones.

Después de lo anterior, en una fecha determinada por la Junta Directiva y el Consejo de Accionistas, se debe realizar la Apertura del Libro de Órdenes que consiste principalmente en que las empresas y las personas naturales pueden reservar montos de las acciones que van a ser emitidas. Como el precio de las acciones todavía es desconocido para los potenciales accionistas, estos deben ofrecer montos para reservar cierta cantidad de acciones. Luego que son emitidos los títulos y se conoce el precio de cada acción, es cuando la cantidad de acciones es distribuida entre los accionistas que se inscribieron en el Libro de Ordenes. Como obviamente la cantidad reservada por cada accionista va a ser distinta al momento de la emisión, la distribución de los Títulos se realizará mediante el Sistema Holandés. El último de los puntos que es determinado mediante un análisis exhaustivo es el precio que va a tener cada acción. Esto dependerá de la calidad de la firma y de la confianza que presente la empresa en el mercado. Los puntos mencionados se ven reflejados en el calendario estimado detallado anteriormente.

### **Características de las IPOs.**

Initial Public Offering (IPO) como lo mencionan sus siglas en Inglés y en Español: Ofertas Públicas Iniciales de Acciones, ha sido una estrategia que han utilizado las empresas para obtener financiamiento y que ha sido de mucho interés su estudio en muchas economías alrededor del mundo. La evidencia empírica observada con anterioridad en mercados desarrollados nos muestra que al momento de efectuar la apertura en la Bolsa de Comercio, mediante una IPO, ha reportado una importante rentabilidad debido a la subvaloración que sufre la acción en su precio, conocido este concepto como: “Underpricing”. Este alto retorno que se obtiene principalmente el primer día de transacción, es explicado por la diferencia existente entre el precio ofrecido el primer día por acción y el precio al que es transado en el mercado secundario. Ritter (1998) menciona que la rentabilidad alcanzada por el mercado Estadounidense el primer día de transacción ajustado por riesgo alcanza un 16%. En la literatura a nivel internacional han sido investigadas diversas anomalías como 1) El periodo conocido como burbuja especulativa que ocurre cuando en un mismo periodo de tiempo varias empresas deciden realizar una IPO ya que tienen las expectativas de hacer una emisión a un costo menor y 2) El bajo desempeño que presentan las IPOs en el largo Plazo. En periodos largos de tiempo los resultados que en promedio se obtienen resultan ser menores en comparación a que se invirtiera en empresas de igual tamaño y sector.

Estudios realizados en periodos anteriores en nuestro país muestran evidencias consistentes sobre la idea de la subvaloración o Underpricing, lo que en definitiva significa que el precio al cual se han ofrecido las acciones a los inversionistas, es considerablemente menor al que debería tener. Esto se ha medido a partir del momento en que se ofrece al mercado la acción el primer día hasta el precio de cierre que se obtiene de la acción ese mismo día.

Ibbotson y Jaffe (1975) Muestran que los retornos iniciales tienen una distribución asimétrica, con media positiva y cercana a cero. Ritter confirma esta situación con el mercado de Estados Unidos.

**Tabla 1.0.2: Resumen De Los Rendimientos Promedio sobre la IPOs del Primer Día de 38 países.**

<b>País</b>	<b>Tamaño de la Muestra.</b>	<b>Periodo</b>	<b>Rendimiento Promedio del Primer Día.</b>	<b>País</b>	<b>Tamaño de la Muestra.</b>	<b>Periodo</b>	<b>Rendimiento Promedio del Primer Día.</b>
<b>Alemania</b>	407	1978-1999	27.7%	<b>Israel</b>	285	1990-1994	12.1%
<b>Australia</b>	381	1976-1995	12.1%	<b>Italia</b>	164	1985-2000	23.9%
<b>Austria</b>	76	1984-1999	6.5%	<b>Japón</b>	1.689	1970-2001	28.4%
<b>Bélgica</b>	86	1984-1999	14.6%	<b>Malasia</b>	401	1980-1998	104.1%
<b>Brasil</b>	62	1979-1990	78.5%	<b>México</b>	37	1987-1990	33%
<b>Canadá</b>	500	1971-1999	6.3%	<b>Nigeria</b>	63	1989-1993	19.1%
<b>Chile</b>	55	1982-1997	8.8%	<b>Noruega</b>	68	1984-1996	12.5%
<b>China</b>	432	1990-2000	256.9%	<b>Nueva Zelanda</b>	201	1979-1999	23%
<b>Corea</b>	477	1980-1996	74.3%	<b>Países Bajos</b>	143	1982-1999	10.2%
<b>Dinamarca</b>	117	1984-1998	5.4%	<b>Polonia</b>	149	1991-1998	35.6%
<b>España</b>	99	1986-1998	10.7%	<b>Portugal</b>	21	1992-1998	10.6%
<b>Estados Unidos</b>	14.840	1960-2001	18.4%	<b>Reino Unido</b>	3.122	1959-2001	17.4%
<b>Filipinas</b>	104	1987-1997	22.7%	<b>Singapur</b>	128	1973-1992	31.4%
<b>Finlandia</b>	99	1984-1997	10.1%	<b>Sudáfrica</b>	118	1980-1991	32.7%
<b>Francia</b>	571	1983-2000	11.6%	<b>Suecia</b>	251	1980-1994	34.1%
<b>Grecia</b>	129	1987-1994	51.7%	<b>Suiza</b>	120	1983-2000	34.9%
<b>Hong Kong</b>	334	1980-1996	15.9%	<b>Tailandia</b>	292	1987-1997	46.7%

País	Tamaño de la Muestra.	Periodo	Rendimiento Promedio del Primer Día.	País	Tamaño de la Muestra.	Periodo	Rendimiento Promedio del Primer Día.
India	98	1992-1993	35.3%	Taiwán	293	1986-1998	31.1%
Indonesia	106	1989-1994	15.1%	Turquía	138	1990-1996	13.6%

*Fuente:* Jay R. Ritter es Profesor de la Cátedra Condell de Finanzas en la Universidad de Florida. Especialista sobresaliente, es respetado por sus agudos análisis sobre nuevas emisiones de instrumentos y de empresas que se entregan al capital público.

En la tabla anterior podemos ver un resumen de los rendimientos promedio del primer día sobre las Ofertas Públicas Iniciales (IPOs) de Acciones en 38 países. Las cifras mostradas fueron tomadas de diversos estudios realizados por diferentes autores, que fueron agrupados en este cuadro por el libro de Finanzas Corporativas de Ross y Otros del año 2005, en el Capítulo 19.

La Subvaloración es un fenómeno que puede ser distinto en los países del mundo que cuenten con un mercado de valores. Los países que cuentan con un mercado más desarrollado el nivel de subvaloración es un poco más moderado en comparación a los mercados más recientes. Entre los años 1999-2000, cuando ocurrió la burbuja de Internet la subvaloración en los mercados desarrollados se incrementó de manera importante. Al mismo tiempo que aumentaba la subvaloración en los mercados desarrollados las IPOs vendidas en China se moderaba. Cuando explotó la burbuja de internet en el año 2000 el Nivel de subvaloración de Alemania, Estados Unidos, etc., regreso al nivel tradicional.

Para explicar la subvaloración que se presenta en el precio de las acciones principalmente los primeros días de ser efectuada las IPOs (Oferta Pública Inicial) se muestran varios enfoques que intentan explicar esta situación. En primer lugar encontramos la teoría de información Asimétrica. También se intenta explicar mediante Los Modelos de Señales y por último también encontramos la hipótesis de Riesgo de Litigio planteada por Ibbotson (1975) y que ha sido ampliada por otros autores.

A continuación se presentan los fundamentos teóricos que explican la Teoría de Información Asimétrica.

Algunas teorías mencionan que las firmas manejan mayor información con respecto al verdadero valor que puede tener la empresa, entonces aquellas empresas que cuentan con un valor menor al promedio, emitirán acciones al precio promedio. Grinblatt y Hwang (1989) menciona que aquellas empresas que son mejores al promedio para diferenciarse de las demás emitirán una señal costosa que las demás firmas no podrán imitar. Esta señal puede ser la venta de acciones con un descuento a muy corto plazo. Welch (1989) menciona que el costo de esta señal puede ser recuperado en emisiones posteriores y también por medio del menor costo de la deuda en cuanto al financiamiento de futuras inversiones. Ritter (1998) menciona que aún no queda claro por qué motivo la subvaloración es una señal más eficiente que cualquier otra.

Rock (1986) sostiene que al existir un número relativamente fijo de acciones y son vendidas a un precio fijo habrá escasez si la demanda es inesperadamente fuerte. Este racionamiento o escasez no provoca la subvaloración pero al existir inversionistas mejor informados que otros, en cuanto a la primera emisión de acciones, se produce un problema de tipo “lemons”. Existen 2 tipos de accionistas: los totalmente informados y los completamente desinformados. Los primeros, al estar informados saben cuales acciones están sobrevaloradas, cuales son convenientes adquirir y cuáles no. En este caso se produce la “Maldición del Ganador” cuando los inversionistas desinformados logran adquirir todas las acciones que desean. Frente a esta situación éstos comprarán sólo si las IPOs tienen una subvaloración suficiente para compensarlos.

Beatty y Ritter (1986) amplían lo propuesto por Rock mencionando que los bancos de Inversión ayudan a reforzar la subvaloración en las IPOs en un mercado con información asimétrica, ya que estos conocen información y condiciones del mercado. También mencionan que existe una relación positiva entre subvaloración inicial e incertidumbre al precio de colocación. Los bancos no pueden predecir de forma exacta el precio de la acción. Estos realizarán numerosas colocaciones en comparación a las firmas que lo hacen solo una vez. Los Bancos deben cuidar su reputación ya que pueden ser castigados si engañan a sus clientes.

Berveniste y Sprind (1989) propone la hipótesis de Adquisición Dinámica de Información la cual plantea que los Bancos de Inversión subvaloran las IPOs de acciones para que los inversionistas regulares liberen información relevante que ayude a valorar el título.

Dentro del segundo grupo de explicación a la subvaloración al inicio en las IPOs de acciones encontramos Los Modelos de Señales. Allen Faulhaber (1989) sostiene que la información de primera mano y el accionar de futuras emisiones la tiene la propia firma. Sostienen que si se cuenta con una empresa de buena calidad y desean enviar buenas señales a sus futuros inversionistas, estos emitirán IPOs de Acciones a un bajo precio y cantidad. En este mismo punto Ibbotson (1975), Welch (1989) y Grinblatt y Hwang (1989) plantean que es una buena señal la subvaloración de las IPOs de acciones de la empresa emisora mostrando con esto de que su firma es de buena calidad.

Welch (1992) Sostiene que además de la información que manejan los potenciales inversionistas sobre una nueva emisión de acciones, ellos además están atentos al comportamiento de los demás inversores, pues si piensan que tienen buena información para invertir pero se dan cuenta de que nadie compra, esta señal los puede hacer reevaluar su situación. Para evitar que esto ocurra la empresa que emite las acciones puede tender a subvalorar los títulos, ya que de esta forma incentiva a los primeros inversionistas a comprar sus títulos. Al ver esto los demás potenciales inversionistas se verán motivados a comprar a pesar de que la información con la que cuentan no sea la mejor. Esta teoría es también denominada Cascada.

Otro enfoque que también tiende a explicar la subvaloración de los Títulos, principalmente los primeros días de ser emitidos, es mediante la Hipótesis del Riesgo de Litigio. Ibbotson (1975), Tinic (1988) y también Hughes y Thakor (1992) explican la subvaloración mediante esta hipótesis. Tinic (1988) menciona que la subvaloración funciona como mecanismo de protección en contra de futura acciones legales contra emisores e inversionistas. Tinic analiza esta situación antes y después de la aparición de una norma que regula y aumenta las responsabilidades y las posibilidades de ir a juicio en contra de los emisores y encuentra diferencias significativas. Kenis, Kutsuna, et al (2007) menciona que la subvaloración se utiliza principalmente para reducir el riesgo de estimar mal el precio de las acciones, estudio realizado para el mercado Japonés.

Debido a lo dispuesto en el Securities Act (Ley de Títulos Valores) de 1933, que es el Instrumento Base que plantea las regulaciones federales para cualquier nueva emisión Interestatal en Estados Unidos, Menciona: “Se hace responsable a los participantes de la oferta ante cualquier omisión material”, entonces para evitar o reducir futuras demandas, para reducir la probabilidad de un fallo adverso en el caso de una demanda y por último para reducir el monto de los daños en el caso de perder, es que se efectúa una subvaloración inicial al efectuar IPOs de acciones. La Institución encargada de hacer cumplir la Securities Act es la Securities and Exchange Commission (SEC). Gregoire y Castillo (2009) respalda la hipótesis de Riesgo de Litigio de Tinic (1988) y Hughes y Thakor (1992) y mencionan que en el sistema chileno puede ser importante dado el sistema predominante de colocaciones y la normativa legal vigente. La ley que regula el Mercado de Valores en Chile es La Ley número 18.045 “Ley de Mercado de Valores”.

### **Apertura de Empresas en Chile.**

En este capítulo analizaremos algunos estudios que autores han realizado en nuestro país acerca del rendimiento de las ofertas públicas iniciales de acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago.

En cuanto a los trabajos recientes podemos mencionar al realizado por Jorge Gregoire y Rocío Castillo en el año 2009. Este estudio analiza la existencia de rendimientos anormales en el muy corto plazo de las ofertas públicas iniciales (IPO) en el mercado chileno durante el período comprendido entre 1993 y 2006. El tema de análisis en este Estudio son “Los Factores en la Subvaloración de Ofertas Públicas Iniciales de Acciones en Chile”. Considerando el precio de cierre bursátil del primer día respecto del precio de oferta de la IPO, se tiene evidencia de subvaloración como indican otros estudios internacionales. Este estudio fue realizado para una muestra de 33 empresas<sup>1</sup> que realizaron una IPO entre los años 1993 a 2006. Según el marco teórico que se presenta en el estudio se menciona que

---

<sup>1</sup> Dentro de las empresas que realizaron IPOs en el periodo de estudio se encuentran: Cintac, Coresa, Bata, Santa Isabel, Zalaquett, Invercap, Terranova, Infodema, Besalco, Quintec, Santander Chile, Paris, Falabella, Detroit, D&S, Unimarc, Quiñenco, Farmacias Ahumada, Embonor Arica, Corpbanca, La Polar, Cencosud, Salfacorp, Colo Colo, Sigdo Koppers, Ripley, Invermar, Inversiones de Aguas Metropolitanas, Paz Corp, Sonda, Forus, Multiexport Foods, Socovesa.

existen 3 Grupos de Explicación Teórica para la subvaloración Inicial en las primeras emisiones de acciones: La Teoría de Información Asimétrica, Mediante Los Modelos de Señales, y Mediante la Hipótesis de Riesgo de Litigio propuesta por Ibbotson (1975).

La Teoría de Información Asimétrica se presenta cuando alguno de los protagonistas cuenta con mayor información y de esta manera puede tomar decisiones más acertadas. Es el caso de los inversionistas totalmente informados versus los Inversionistas desinformados que no cuentan con las herramientas necesarias para tomar una buena decisión. También otro actor que influye y refuerza la subvaloración son Los Bancos de Inversión debido a que deben ser cuidadosos por un tema de reputación. Para explicar la subvaloración mediante Los Modelos de Señales se debe principalmente a que las buenas firmas al momento de revelar información al mercado desean revelar buenas señales un bajo precio y cantidad de IPOs cumple con esta expectativa. Luego al mencionar la Subvaloración por medio de la Hipótesis de Riesgo de Litigio se refiere a cuando los actores de la primera emisión de Acciones desean protegerse de futuras demandas judiciales en las que puedan verse envueltos por determinar de forma incorrecta el precio de las acciones. Es por esto que las firmas en un comienzo para evitar problemas lo hacen a un precio menor y esto provoca la Subvaloración.

Luego de este análisis teórico se mide el retorno anormal ajustado por el mercado para verificar si existe subvaloración encontrándose retornos estadísticamente significativos para el primer día de transacción. Los resultados alcanzados por esta investigación muestran que para el análisis de los días 1, 5 y 21 de haber sido emitidas las acciones los retornos alcanzados fueron 5,92%, 10,47% y 8,95% respectivamente y todos estadísticamente significativos. Gregoire menciona que este resultado parece similar al de mercados desarrollados posiblemente porque los mecanismos de colocación y la normativa presente en Chile son muy similares a la de aquellos países. Posteriormente, aplicando mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS) se obtienen coeficientes estadísticamente significativos para cuatro posibles factores que explicarían el retorno extraordinario del primer día de transacción. Estos resultados parecen consistentes con las predicciones de las teorías de información asimétrica como también de la hipótesis de riesgos de litigio, pero no así con

los modelos de señales, que son los métodos que tratan de explicar la subvaloración que presentan los títulos principalmente el primer día de transacción.

Otro estudio reciente realizado en el mercado chileno es el presentado por Yañez y Maquieira en el año 2009. El tema de análisis es el Rendimiento de Ofertas Públicas Iniciales de Acciones en Chile: Evidencia Empírica entre 1994–2007. Este estudio presenta una medición y análisis del rendimiento de las ofertas públicas iniciales (IPO) en siguiendo una metodología alternativa a la propuesta por Aggarwal, Leal y Hernández (1993) en la década de los ochenta. Utilizando información de Serie de Tiempo, ellos proponen ampliar las técnicas tradicionales de medición de los retornos anormales de las IPOs al uso de modelos de varianza condicional heterocedástica. Específicamente, se determina la varianza condicional mediante el uso de una estructura GARCH-in-Mean y VECH popularizadas por Engle (1987) y también Bollerslev, Engle y Wooldridge (1988). Al realizar un análisis del actual estudio en primer lugar se hace una comparación con distintas Bolsas alrededor del mundo y también con 2 bolsas de la región, la Bolsa de Sao Paulo y la Bolsa de México, en donde se identifica que junto con la Bolsa de México, la Bolsa de Santiago se encuentra dentro de las bolsas con menor número de IPOs y Empresas. También se realiza un análisis de las IPOs según el Sector Industrial entre la bolsa de Santiago, México y Sao Paulo en donde el sector con más IPOs es el sector Inmobiliario e Inversiones. En Chile además de los 2 sectores anteriores también se le agrega el sector de Retail. En el estudio se determinó que el porcentaje de propiedad que es emitido por las empresas chilenas corresponde al 26%, entre los años 2002-2006. Esto se determinó a través del cálculo del promedio de las empresas que emitieron acciones entre el periodo 2002-2006. El estudio menciona una conjetura sobre los Problemas de Agencia en las IPOs. Cuando el porcentaje de emisión es relativamente bajo, esto causa 2 efectos: Bajan los costos de emisión de acciones al no diseminar la propiedad; y además entrega una señal al mercado de que la empresa no se está desprendiendo de la propiedad. También mencionan 2 hipótesis sobre el endeudamiento. La emisión genera de manera natural una reducción del índice de endeudamiento, Post IPO, la reducción en el costo de la deuda y el patrimonio incentiva el financiamiento vía deuda. Se menciona que el mayor volumen de IPOs se concentra en los cuartos trimestres de los años analizados.

### **Los Modelos utilizados para determinar los Retornos Teóricos.**

El primer modelo es una réplica de lo realizado por Aggarwal, Leal y Hernández (2003) para el periodo 1994-2007. El segundo modelo es una especificación GARCH-M para los retornos individuales obtenidos durante la muestra completa. El tercer modelo se refiere a una especificación VECH para un periodo limpio de empresas con aquella de la IPO. El cuarto y último modelo corresponde a una especificación VECH sectorial obtenida a partir del periodo muestral completo. Los resultados obtenidos indican que Chile presenta rendimientos anormales a corto plazo después de la primera emisión de IPOs menores que la mayoría de los estudios internacionales y retornos a largo plazo significativamente positivos, lo que contrasta con la hipótesis de retornos anormales negativos a largo plazo propuesta y discutida por Ritter y Welch (1992), Jain y Kini (1994); y Aggarwal y Liu (2008), entre otros autores.

A diferencia de la evidencia para países desarrollados, en Chile no se observan retornos anormales a corto plazo que sean comparables. A largo plazo, Chile presenta un retorno anormal positivo, lo que contrasta con la evidencia de Ritter y Welch (1992), Jain y Kini (1994) y Aggarwal y Liu (2008). La estimación por modelos GARCH multivariada es mucho mejor que la estimación individual si se considera las correlaciones entre las empresas. Este modelo arroja resultados similares a la especificación de mercado ALH (1993). Además, la utilización de una especificación GARCH-in-Mean o, dicho de otra forma, al incorporar la posibilidad de premio por riesgo variable, esto provoca que desaparezca el retorno anormal del primer día. Sin embargo, la evolución de las tasas de interés de los créditos y el alza internacional en el costo de los insumos podría provocar retornos negativos a largo plazo, lo que disminuiría la fuerza de los resultados encontrados en la muestra hasta el año 2007. El porcentaje de propiedad que es emitido en Chile en la Bolsa de Comercio promedia 26%, lo que está en línea con Estados Unidos y con otros países desarrollados. Esto permite en una primera instancia descartar problemas de agencia y descuento inicial por esta vía. El 63% de las emisiones de Acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago se realizan el cuarto trimestre del año. Ninguna emisión de acciones se realiza el primer trimestre. Preliminarmente, no existirían motivos tributarios para este comportamiento sino que un comportamiento natural. También es posible señalar que la

baja actividad de IPOs observada en Chile fue afectada por la crisis asiática. De hecho, entre 1998 y 2001 no hubo emisiones. La ausencia de privatizaciones, de empresas del estado al sector privado, a diferencia de lo ocurrido en Brasil en el mismo periodo, también estaría explicando en parte la baja actividad de emisiones de Acciones. Finalmente, se confirma la asimetría en los retornos anormales observada por Ibbotson (1975) para el mercado chileno, con media y mediana muy diferentes. La existencia de una operación importante es relacionada a un bajo monto, lo que gatilla que inversionistas del retail emitan órdenes de compra.

## **CAPITULO 2.**

# **NORMATIVA DE LAS OFERTAS PÚBLICAS**

## **INICIALES (IPOS) DE ACCIONES.**

## **CAPITULO 2. NORMATIVA DE LAS OFERTAS PÚBLICAS INICIALES (IPOS)** **DE ACCIONES.**

Dentro de la Normativa Legal que regula las Ofertas Públicas Iniciales de Acciones (IPOS) en Chile podemos mencionar La Ley número 18.045 “Ley de Mercado de Valores” que regula el accionar de las empresas en la Bolsa de Comercio junto con sus respectivos mercados e intermediarios, los que comprenden: las bolsas de valores, los corredores de bolsa y los agentes de valores; las sociedades anónimas abiertas; los emisores e instrumentos de oferta pública y los mercados secundarios de dichos valores dentro y fuera de las bolsas, aplicando esta Ley a todas aquellas transacciones de valores que tengan su origen en ofertas públicas.

Estos datos fueron obtenidos a partir de la Información disponible en la página de La Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) en [www.svs.cl](http://www.svs.cl), en la sección legislación y normativa, en los archivos del Mercado de Valores. La última modificación fue publicada en el Diario Oficial de 17 de diciembre de 2011.

A continuación se expondrán algunas definiciones de conceptos mencionados de la presente ley:

Dentro de lo que la ley considera por Valores se refiere a cualquier título transferible como son: las acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondos mutuos, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión.

Mercado Secundario Formal: es aquél en donde los compradores y vendedores están participando públicamente, simultáneamente, en forma directa o a través de un agente de valores o corredor de bolsa en la determinación de los precios de los títulos que se transan en mercado, siempre que diariamente se publiquen el volumen y el precio de las transacciones efectuadas y cumpla con los requisitos del número de participantes, de la reglamentación interna y de aquellos requisitos que garanticen la transparencia de las transacciones que se efectúan en él, que establezca la Superintendencia a través de una norma de carácter general.

Los Instrumentos Únicos son aquellos que se emiten de forma individual y que no pueden conformar una serie.

Instrumentos Seriados, son un conjunto de instrumentos a que se relacionan entre sí por corresponder a una misma emisión y que además poseen idénticas características en cuanto a su fecha de vencimiento, tasa de interés, tipo de amortización, condiciones de rescate, garantías, preferencias y tipo de reajustes.

*Un Accionista Minoritario son aquellas personas que posean menos del 10% de las acciones con derecho a voto de una sociedad, sin que ese porcentaje le permita votar a un director.*

*Los Inversionistas institucionales se mencionan a continuación: Los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por la ley. También tendrán este mismo trato aquellas que cumplan las siguientes condiciones:*

- a) que el giro principal de las entidades sea realizar inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros.*
- b) que el volumen de sus transacciones permita considerar su participación en el mercado como relevante.*

*Los Inversionistas Calificados son los inversionistas institucionales y los intermediarios de valores en operaciones de cuenta propia, como también aquellas personas, ya sean naturales o jurídicas, que realicen habitualmente operaciones con acciones por cantidades importantes y también todas aquellas personas que conozcan y manejen el funcionamiento del mercado de valores. La Superintendencia determinará quienes son los inversionistas calificados.*

*Los Valores de presencia bursátil son aquellos que cumplan con los requisitos establecidos por la Superintendencia como por ejemplo que presente liquidez de los valores o de la profundidad de los mercados en que se negocien los valores, para que de esta manera se forme correctamente los precios. Dichos requisitos deben considerar los siguientes elementos como el volumen, periodicidad, número de cedentes, adquirentes u*

**oferentes, número de transacciones o cotizaciones de los valores. Los valores deberán tener una presencia ajustada igual o superior a veinticinco por ciento.** La presencia ajustada se determinará de la siguiente forma:

- a) Dentro de los últimos 180 días hábiles bursátiles, el monto mínimo que determinará la Superintendencia, el que no podrá ser menor a mil unidades de fomento transformada a pesos.
- b) El resultado obtenido anteriormente será dividido por 180, y el cociente se multiplicará por 100, quedando expresado en porcentaje.

**La Superintendencia tendrá un Registro de Valores que estará a disposición del público y cuenta con las siguientes características:**

- a) **Deberán estar registrados los emisores de valores de oferta pública.**
- b) **Los valores u acciones que sean una oferta pública también deben estar registrados.**
- c) **Las acciones de las sociedades anónimas que tengan 500 o más accionistas. Que el 10% de su capital pertenezca a un mínimo de 100 accionistas.**
- d) **Las acciones de las sociedades anónimas que sean registradas por la obligación legal o de forma voluntaria.**

**La solicitud de inscripción en el registro de valores debe estar acompañada de una solicitud de inscripción de los valores o acciones que se ofrecerán al público. Pero, los emisores no estarán obligados a ofrecer los valores inscritos sino hasta de un año desde su registro.**

Una vez realizada la inscripción en el registro de valores el emisor queda obligado a difundir la información importante y esencial de su firma, que son importantes a la hora de invertir. También deben informar de forma oportuna, toda situación, hecho o información esencial de sus negocios al momento que ocurran o que lleguen a su conocimiento. Será responsabilidad del directorio de cada firma tener una normativa interna que aseguren dicha divulgación. La Superintendencia podrá suspender hasta 30 días la oferta de acciones, las cotizaciones o las transacciones de cualquier valor, si así lo determinan los inversionistas.

### **Las Transacciones sobre Valores de Oferta Pública.**

*Los Emisores deberán adoptar una política que establezca normas, procedimientos, mecanismos de control y responsabilidades, en donde los directores, gerentes, administradores y ejecutivos, así como también las entidades controladas directamente por ellos, puedan adquirir valores (acciones) de la sociedad o valores donde la variación de su precio lo defina.*

*La política podrá poner prohibiciones a los que Emitan Ofertas de Valores (Acciones):*

- a) Podrá ser una prohibición total y permanente de efectuar las operaciones que se indicaron anteriormente.
- b) Una prohibición transitoria, por períodos que el directorio determinará en relación a las actividades, eventos o procesos de la entidad, en donde las firmas no podrá realizar las operaciones mencionadas anteriormente.
- c) Una prohibición permanente de adquirir y enajenar, o de enajenar y posteriormente adquirir, los valores, si en las operaciones no hubiere transcurrido un plazo determinado de días hábiles bursátiles.

La violación de estas multas obligará a pagar de la siguiente forma:

- i) un porcentaje de la operación o
- ii) el monto total de la ganancia obtenida o la pérdida evitada.

Los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como las entidades controladas directamente por ellos o a través de otras personas, deberán informar a cada una de las bolsas de valores del país en que el emisor se encuentre registrado, su posición en valores de éste y de las entidades del grupo empresarial de que forme parte.

*Las sociedades anónimas abiertas informarán a la Superintendencia y a las bolsas de valores en que se transen sus acciones, las adquisiciones y enajenaciones de sus acciones que efectúen sus personas relacionadas, en la forma y con la periodicidad que determine la Superintendencia.*

### **Mercado Secundario.**

*Todas las acciones que por esta ley deban inscribirse en el Registro de Valores también deben registrarse en una bolsa de valores. Las acciones de sociedades que no se encuentran inscritas en el Registro de Valores no podrán ser cotizadas ni transadas diariamente en bolsa.* Asimismo, los agentes de valores no podrán participar en la intermediación de estos valores. *Las acciones inscritas en el Registro de Valores sólo podrán ser trabajadas por los corredores de bolsa. Estas transacciones deberán efectuarse en la bolsa de la que ellos sean miembros.* Los bancos y sociedades financieras que de acuerdo con sus facultades reciban órdenes de sus clientes para comprar o vender este tipo de acciones deberán ejecutar dichas órdenes a través de un corredor de bolsa. *Los intermediarios que actúan como miembros de una bolsa de valores, se denominan corredores de bolsa y aquellos que operan fuera de bolsa se llaman agentes de valores.* Los bancos y sociedades financieras no estarán obligados a inscribirse en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores para efectuar las funciones de intermediación de acuerdo a las facultades que les confiere la Ley General de Bancos.

#### ***Para ser inscritos en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores:***

- a) Ser mayor de edad;
- b) haber aprobado el cuarto año medio y acreditar los conocimientos suficientes para trabajar en la intermediación de valores. Para los agentes de valores, lo determinará la Superintendencia. En caso de los corredores de bolsa, la acreditación se realizará en la bolsa respectiva, cumpliendo con lo que la Superintendencia pida.
- c) Tener una oficina instalada para desarrollar las actividades de intermediario de valores;
- d) Mantener permanentemente un patrimonio mínimo de 6.000 unidades de fomento para desempeñar la función de corredor de bolsa o agente de valores;
- e) Constituir las garantías en la forma y por los montos que se establecen en la ley;
- f) No haber sido cancelada su inscripción en el Registro de Corredores de Bolsa y Agentes de Valores;

g) No haber sido condenado ni encontrarse bajo acusación formulada en su contra por delitos establecidos por esta ley, que atenten en contra del patrimonio o de la fe pública, o que tengan asignados una pena aflictiva;

h) No haber sido declarado en quiebra.

Las personas jurídicas pueden ser corredores de bolsa o agentes de valores, siempre que incluyan en su nombre: “corredores de bolsa” o “agente de valores”.

***Los corredores de bolsa y los agentes de valores tienen la obligación de:***

a) Llevar libros y registro que la ley les pide y también los que determine la Superintendencia.

b) Informar y Proporcionar a la Superintendencia información sobre las operaciones que se realicen.

c) Enviar a la Superintendencia los estados financieros necesarios los que pueden ser objeto de auditoría por auditores independientes

d) Informar a la Superintendencia de la apertura o cierre de nuevas oficinas y sucursales con un plazo como mínimo de un mes de anticipación.

e) Proporcionar los demás antecedentes que a juicio de la Superintendencia sean necesarios para mantener actualizada la información del Registro.

Los corredores de bolsa y los agentes de valores que actúen en la compraventa de valores, quedan personalmente obligados a pagar el precio de la compra o a hacer la entrega de los valores vendidos.

**De las Bolsas de Valores.**

Son entidades que tienen por objeto proveer a sus miembros la implementación necesaria para que puedan realizar eficazmente, en el lugar que les proporcione, las transacciones de valores mediante mecanismos continuos de subasta pública y para que puedan efectuar las demás actividades de intermediación de valores que procedan en conformidad a la ley.

Las Bolsas de Valores estarán regidas por esta ley por las normas aplicadas a las sociedades anónimas abiertas y serán fiscalizadas por la Superintendencia.

En especial las bolsas de valores estarán sujetas a las siguientes modalidades:

- Deben incluir en su nombre la expresión "bolsa de valores".
- La duración es indefinida.
- Deben constituirse y mantener un capital mínimo equivalente a 30.000 U.F (unidades de fomento) dividido en acciones sin valor nominal y funcionar con un número mínimo de 10 corredores de bolsa. Si en el funcionamiento de la bolsa el número de sus corredores y su patrimonio neto se reducen en cifras menores a las establecidas por la esta Ley, la bolsa tendrá un plazo de 3 meses para solucionar el problema y volver a cifras normales. Después de Vencido el plazo y si no se logro remontar a cifras mínimas la Superintendencia podrá revocar la autorización para funcionar.
- ***Ningún corredor, ya sea en forma individual o asociado con otros corredores podrá tener en su poder más del 10% de la propiedad de una bolsa de valores. Las acciones de las bolsas de valores se podrán transar en el mismo centro bursátil emisor o en otros. Los corredores podrán ejercer su actividad en más de una bolsa.***
- Toda persona que fue aceptada como corredor de la bolsa y desee obtener una acción para operar, lo podrá hacer mediante transacciones privadas o a través del mecanismo de hacer una oferta a firme por un período de hasta 60 días.
- ***Las acciones tendrán igual valor y no podrá establecerse series de acciones ni series privilegiadas. Sin embargo, podrán tener series de acciones que tengan como único y exclusivo privilegio para sus Oferentes el efectuar operaciones especiales de corretaje de valores específicos y determinados.***
- El Directorio estará integrado por cinco miembros que podrán ser o no accionistas y pueden ser reelegidos.

- Anualmente las bolsas de valores distribuirán como dividendo en dinero a sus accionistas, a prorrata de sus acciones, el porcentaje de las utilidades líquidas del ejercicio que libremente determine la junta ordinaria de accionistas de la sociedad.

- Disuelta una bolsa de valores por cualquier causa, su liquidación será efectuada por el Superintendente, quien podrá delegar esta función en uno de los funcionarios del organismo a su cargo. Sin perjuicio de lo anterior el Superintendente podrá facultar a la bolsa respectiva para que practique su liquidación.

*- Al liquidarse una bolsa de valores, una vez absorbidas las pérdidas y pagado el sus deudas con la sociedad, el patrimonio neto que quede será repartido entre los dueños de las acciones.*

Las bolsas de valores acordarán entre ellas los sistemas de comunicación, información, entrega de dineros y títulos, la uniformidad en los procedimientos y todo aquello que sea necesario para facilitar el cierre de operaciones entre corredores de distintas bolsas, permitiendo al público inversionista la mejor ejecución de sus órdenes. Todo con el fin de incentivar la existencia de un mercado equitativo, competitivo, ordenado y transparente.

#### **De las Actividades Prohibidas.**

No se pueden realizar transacciones en la bolsa para estabilizar, fijar o hacer variar artificialmente los precios. *Solo pueden fijar o estabilizar los precios de las acciones cuando se presente una Oferta Pública Inicial de Acciones o de aquellos valores anteriormente emitidos y que no habían sido objeto de oferta pública.* No se pueden realizar cotizaciones o transacciones ficticias respecto de cualquier valor.

#### **De la Información en la Obtención de Control.**

*Una sociedad anónima abierta, que haya adquirido acciones, comprendiéndose incluso la que pudiese realizarse por suscripciones directas o transacciones privadas, deberá previamente informar tal hecho al público en general.*

#### **De la Responsabilidad.**

Si cualquier *accionista ocasiona daño a otro, está obligado a la indemnización* de los perjuicios. Los directores, liquidadores, administradores, gerentes y auditores de emisores

de valores de oferta pública que infrinjan las disposiciones legales, reglamentarias y estatutarias que rigen su organización institucional responderán solidariamente de los perjuicios que causen.

**De las Sanciones.**

Todos los que infrinjan esta ley sufrirán tendrán como castigo presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo:

- a) Los que con mala intención maliciosamente proporcionen antecedentes falsos o certificaren hechos falsos a la Superintendencia, a una bolsa de valores o al público en general.
- b) Los administradores y apoderados de una bolsa de valores que den certificaciones falsas sobre las operaciones que se realicen en ella.
- c) Los corredores de bolsa y agentes de valores que den certificaciones falsas sobre las operaciones en que hubieren intervenido.
- d) Los contadores y auditores que dictaminen falsamente sobre la situación financiera de una persona sujeta a obligación.
- e) Los directores, administradores y gerentes de un *emisor de valores de oferta pública*, cuando efectúen declaraciones falsas intencionalmente en la respectiva escritura de emisión de valores de oferta pública, en el prospecto de inscripción, en los antecedentes acompañados a la solicitud de inscripción, en las informaciones que deban proporcionar a las Superintendencias de Valores y Seguros o de Bancos e Instituciones Financieras en su caso, o a los tenedores de valores de oferta pública o en las noticias o propaganda divulgada por ellos al mercado.
- g) Los socios, administradores y, en general, cualquier persona que en razón de su cargo oposición en las sociedades clasificadoras, se concertare con otra persona para otorgar una clasificación que no corresponda al riesgo de los títulos que clasifique.

También sufrirán las penas de presidio menor en cualquiera de sus grados:

- a) Los que **hicieren oferta pública de valores sin cumplir con los requisitos de inscripción** en el Registro de Valores que exige esta ley o Efectuaren **Oferta Pública de Valores** cuya inscripción hubiere sido suspendida o cancelada.
- b) Los que actúen directamente o en forma encubierta como corredores de bolsa, agentes de valores o clasificadores de riesgo, sin estar inscritos en los Registros que exige esta ley o cuya inscripción hubiere sido suspendida o cancelada, y los que a sabiendas les facilitaren los medios para hacerlo.
- c) Los socios, administradores y, en general cualquier persona que en razón de su cargo oposición en las sociedades clasificadoras, tenga acceso a información reservada de los emisores clasificados y revele el contenido de dicha información a terceros.
- d) Aquellos que **defrauden a otros adquiriendo acciones** de una sociedad anónima abierta, sin efectuar una oferta pública de adquisición de acciones en los casos que ordena la ley.
- e) El que valiéndose de información privilegiada ejecute un acto, por sí o por intermedio de otras personas, con objeto de obtener un beneficio pecuniario o evitar una pérdida, tanto para sí como para terceros, mediante cualquier tipo de operaciones o transacciones con valores de oferta pública.
- f) El que revele información privilegiada, con el objetivo de obtener un beneficio en dinero o evitar una pérdida, para él como para terceros, en operaciones o transacciones con valores de oferta pública.
- g) Los que utilicen de forma indebida para beneficio propio o de terceros valores entregados en custodia por el titular o el producto de los mismos.
- h) Los que a propósito eliminen, alteren, modifiquen, oculten o destruyan registros, documentos, soportes tecnológicos o cualquier antecedente impidiendo o dificultando con esto la fiscalización de la Superintendencia.

### **De la Clasificación de Riesgo.**

La Superintendencia llevará un Registro de Entidades Clasificadoras de Riesgo y para inscribirse en él las entidades deberán cumplir con los requisitos que se muestran en esta ley. Dentro de las categorías de clasificación de los títulos de deuda de largo plazo son las que se mencionan a continuación:

- Categoría AAA: Corresponde a los instrumentos que tienen la más alta capacidad de pagar del capital e intereses en los términos y plazos acordados, la que no se ve afectado por cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Son los instrumentos que tienen una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la que no se ve afectado en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Son los instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero se puede deteriorar levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a los instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a los instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.
- Categoría B: Corresponde a los instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.

- Categoría C: Corresponde a los instrumentos que no cuentan con una capacidad de pago suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.
- Categoría D: Corresponde a los instrumentos que no cuentan con una capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses o capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a los instrumentos cuyo emisor no cuenta con información suficiente o no tiene información representativa para el período mínimo exigido para la clasificación, y además no existen garantías suficientes.

Las entidades clasificadoras de riesgo podrán agregar el prefijo o sufijo “CL” al nombre de las categorías de clasificación, para identificarlas como nacionales. Las entidades clasificadoras deberán informar a la Superintendencia, antes de su aplicación las equivalencias entre sus categorías de clasificación y las categorías definidas por esta ley. La Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras fiscalizará a los clasificadores de riesgo y ejercerá las facultades y atribuciones contenidas en las normas mencionadas en el inciso anterior en lo que se refiere a las clasificaciones que se efectúen respecto de los valores emitidos por bancos y sociedades financieras.

### **De Los Grupos Empresariales, De Los Controladores Y De Las Personas Relacionadas.**

Un Grupo empresarial es el conjunto de entidades que en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, hacen presumir que económica y financieramente el objetivo de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten.

Es controlador de una sociedad todos aquellos que tienen poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones:

a) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores tratándose de sociedades anónimas, o asegurar la mayoría de votos en las asambleas o reuniones de sus miembros y designar al administrador o a la mayoría de ellos, en otro tipo de sociedades.

b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad.

Se entenderá que influye en la administración o gestión de la sociedad las personas que controlen al menos un 25% del capital con derecho a voto.

### **De La Emisión De Títulos De Deuda A Largo Plazo.**

La oferta pública de valores en donde la deuda sea mayor a un año, sólo se podrá efectuar por medio de bonos y por aquello que se disponga en esta ley.

Al inscribir una emisión de bonos, el emisor tendrá que entregar a la Superintendencia ejemplares de la escritura pública con el representante de los futuros tenedores de bonos. La escritura tendrá todas las características de la emisión, la designación de un administrador de los fondos que se recauden y de un encargado de la custodia, y la determinación de los derechos y obligaciones del emisor, del administrador extraordinario, del encargado de la custodia, de los tenedores de bonos y del representante.

El representante de los bonistas podrá pedir al emisor o a sus auditores externos, los informes que sean necesarios para una adecuada protección de los intereses de sus representados. Para esto el representante tiene derecho a ser informado con toda la documentación necesaria y en cualquier tiempo, ya sea por el gerente o el que lo remplace, de todo lo relacionado con la empresa.

El representante de los tenedores de bonos tendrá el derecho y obligación de:

a) Verificar que se cumplan los términos, cláusulas y obligaciones del contrato de emisión, conforme a la información que éste le proporcione.

b) Informar de lo anterior a los tenedores, en la forma y periodicidad que la Superintendencia determine mediante una norma de carácter general.

- c) Verificar, el uso de los fondos declarados por el emisor de acuerdo a lo establecidos en el contrato de emisión.
- d) Velar por el pago de todos los tenedores de bonos, de sus intereses, amortizaciones y reajuste de los bonos sorteados o vencidos. El representante no podrá rechazar pagar directamente a sus representados las obligaciones a que se refiere esta ley, según el encargo que le hiciera el emisor luego de proveerlo suficientemente de fondos para cada oportunidad de pago. Esta función adicional deberá ser remunerada por el emisor en los términos que establezca la escritura. El representante deberá siempre efectuar los pagos por intermedio de un banco o institución financiera, a menos que tuviera alguna de dichas calidades, eventualidad en que podrá pagar directamente.
- e) Acordar con el emisor las reformas específicas al contrato de emisión que le hubiera autorizado la junta de tenedores de bonos, en materias de la competencia de ésta, y
- f) Ejercer funciones y atribuciones que establezca el contrato de emisión.

El emisor deberá entregar al representante de los tenedores de bonos la información pública que proporcione a la Superintendencia que está encargada de su fiscalización, en la misma forma y oportunidad con que la entrega a ésta. La infracción a las prohibiciones acordadas en los contratos provocará la nulidad absoluta de los contratos por ellos prohibidos, cuando se trate de división, fusión o transformación de la sociedad; formación de filiales; modificación del objeto social; enajenación del total del activo y del pasivo o de activos esenciales; la modificación del plazo de duración de la sociedad, cuando lo hubiere y la disolución anticipada de la sociedad.

Si el propósito de la emisión de bonos fuera la de financiar nuevos proyectos de inversión, de un monto superior al 40% del valor de su activo existente antes de la emisión y que exijan la aplicación en etapas sucesivas de los recursos obtenidos durante un período superior a un año, se nombrará adicionalmente en la escritura de emisión un administrador extraordinario de dichos recursos y un encargado de la custodia de los mismos. En todo caso, en toda escritura de emisión de bonos cuya finalidad fuere diferente a la regulada en los incisos precedentes, podrá establecerse voluntariamente la existencia de un

administrador extraordinario de los recursos, cuyos derechos y obligaciones serán los que se precisen en el mismo instrumento y, en subsidio, los señalados en este Título.

Sólo podrán ser representantes de los tenedores de bonos y administradores extraordinarios, los bancos, las sociedades financieras y las demás personas los que autorice la Superintendencia. Ellos deberán acreditar y mantener permanentemente un patrimonio mínimo a 5.000 unidades de fomento. Las funciones de los administradores extraordinarios y los representantes de los tenedores de bonos no se pueden delegar. Sin embargo, podrán conferir poderes especiales a terceros con los fines y facultades que expresamente determinen. No podrán ser personas relacionadas al emisor. La suscripción o adquisición de bonos implica para los suscriptores la aceptación y de todas las estipulaciones, normas y condiciones establecidas en la escritura de emisión y en los acuerdos que sean legalmente adoptados en las juntas de tenedores de bonos. La emisión de bonos podrá hacerse con o sin garantía, pudiendo utilizarse en el primer caso cualquiera de las garantías generales o especiales establecidas por la ley. Una sociedad anónima emisora de bonos podrá conceder a los tenedores opción colectiva para canjearlos por acciones ordinarias o privilegiadas de la misma sociedad, de acuerdo a las condiciones establecidas en el contrato de emisión y a las disposiciones legales vigentes.

### **De La Emisión De Títulos De Deuda A Corto Plazo.**

La oferta pública de valores en donde el plazo no sea superior a 36 meses, también podrá emitir pagarés u otros títulos de crédito, de acuerdo a lo dispuesto en esta ley y a los requisitos que establezca la Superintendencia en donde se dictan instrucciones que a continuación se detallan:

- a) Información económica, financiera y jurídica, actualizada del emisor;
- b) Personas facultadas por el emisor para emitir y registrar valores;
- c) Monto de la emisión, modalidades y características de la misma; reajustes e intereses apagar; plazos de colocación y de vencimiento; cauciones, si las hubiere, y su forma de constitución, sustitución o remplazo en su caso;
- d) Lugar y fecha de pago del capital, reajustes e intereses, en su caso;

- e) Las menciones que deben contener los títulos a emitir;
- f) Obligaciones de entregar información, limitaciones y prohibiciones a las que está obligado a entregar el emisor mientras esté vigente la emisión de valores, facultades de fiscalización y medidas de protección en cuanto a la igualdad que tendrán los tenedores de los pagarés o de títulos de crédito, y mayores informaciones para proporcionar en este período.
- g) El tipo de arbitraje a que deberán ser sometidas las diferencias producidas en la emisión, de su vigencia o de su extinción. Si nada se menciona sobre esta diferencia, se entenderá que son conocidas por los árbitros. No obstante lo anterior si se produce un conflicto el demandante siempre podrá dejarlo a disposición de la justicia ordinaria, y
- h) Derechos, deberes y responsabilidades de los tenedores de pagarés o de títulos de crédito.

### **De las Sociedades Securitizadoras y de la Emisión de Títulos de Deuda de Securitización.**

Las sociedades se constituirán como anónimas especiales y su principal objetivo será la adquisición de los activos mencionados en el artículo 135 de la presente ley de mercado de valores, que son: Letras Hipotecarias y Mutuos Hipotecarios, bienes y contratos de arrendamiento con promesa de compraventa, créditos y derechos sobre flujos de pago emanados de obra pública, de obra de infraestructura de uso público, bienes nacionales de uso público o de las concesiones de estos bienes u obras, y otros créditos y derechos que consten por escrito y que tengan el carácter de transferibles. También la adquisición de derechos sobre flujos de pago, la emisión de títulos de deuda, de corto o largo plazo, y las demás actividades complementarias que autorice la Superintendencia. Se entenderá por flujo de pago toda obligación en donde se deba pagar dinero por la adquisición o el uso de bienes o por la prestación de servicios.

El Banco Central de Chile, establecerá condiciones y determinará los créditos, inversiones y los derechos sobre los flujos, que podrán ser vendidos por los bancos o sociedades financieras a las sociedades securitizadoras.

Estas sociedades podrán administrar directamente los bienes de los patrimonios separados que posean o encargar esta gestión a un banco, sociedad financiera, administradora de mutuos hipotecarios endosables. Los títulos de crédito y valores que integren el activo de los patrimonios separados deberán ser entregados en custodia a bancos, sociedades financieras, empresas de depósito y custodia de valores.

El costo de administración y custodia de los patrimonios separados, la remuneración del representante de los tenedores de títulos y los demás gastos necesarios que específicamente se indiquen en la escritura de emisión, serán de cargo de dichos patrimonios, debiendo constar los montos máximos a cobrar en la respectiva escritura.

El contrato de emisión deberá contener normas especiales sobre:

- a) Custodia de los títulos de las inversiones de los patrimonios separados;
- b) La administración de los excedentes;
- c) El rescate anticipado de los títulos de deuda que formen el activo del patrimonio separado, en el caso de los créditos que lo integren fueran pagados anticipadamente en forma voluntaria por el deudor, o porque el acreedor lo haya exigido, por razones legales o contractuales que lo autoricen, y los casos en que el emisor podrá cambiar los activos, siempre que los nuevos activos reúnan características similares a aquellos que sustituyen;
- d) Formas y sistemas de comunicación de la sociedad con los tenedores de títulos
- e) La opción del acreedor a cobrar el eventual saldo impago de su crédito, en el patrimonio común del emisor.

La Superintendencia debe regular mediante normas a los siguientes puntos:

- a) Los elementos mínimos que deben contener los contratos de administración de los bienes que conformen el activo de los patrimonios separados;
- b) Las normas a que debe sujetarse la contabilidad de la sociedad y de cada uno de los patrimonios separados,

c) Las obligaciones de información que tendrá el representante de tenedores de títulos de deuda y la sociedad emisora, con los inversionistas, público en general y la Superintendencia.

La Superintendencia podrá autorizar las emisiones de bonos para formar patrimonios separados utilizando un procedimiento que cuente con una escritura pública que establezca dos o más emisiones, deben ser activos de una misma naturaleza y bajo condiciones parecidas, dentro de un período determinado de tiempo, no superior al determinado en la escritura pública y que contenga las cláusulas que se aplicarán a todas las emisiones del período y otra que considere las condiciones específicas de la emisión, ambas suscritas por la sociedad emisora y por el representante de los tenedores de bonos. Lo que mencione cada escritura será determinado por la Superintendencia en donde se autorice el procedimiento para este tipo de emisiones. La escritura pública podrá contener que uno o más de los sucesivos patrimonios separados que se formen, se incorporarán dentro de los 30 días a la totalidad de su activo, a uno de los patrimonios separados ya formados, siempre que cumpla con los requisitos determinados en la escritura pública y que el resultado de la operación no disminuya el grado de inversión vigente de los títulos. Todo lo anterior debe ser certificado por el representante de los tenedores de título de deuda.

La quiebra de la sociedad sólo afectará a su patrimonio común y no provocará la quiebra de los patrimonios separados que haya constituido.

El pago al Fisco de las obligaciones tributarias de la sociedad, será de responsabilidad exclusiva del patrimonio común y no de los patrimonios separados que haya formado. Estos patrimonios deben aportar los recursos al patrimonio común de la sociedad, cuando ésta lo necesite requiera para cumplir lo que exige la ley.

### **De la responsabilidad de las sociedades administradoras de fondos fiscalizados por la Superintendencia.**

La sociedad administradora de cualquier fondo fiscalizado por la Superintendencia, deberá efectuar todas las gestiones que sean necesarias, para asegurar que todas las transacciones se realicen con el cuidado y diligencia que se emplea en negocios propios, para así asegurar la obtención de una rentabilidad y seguridad de las inversiones del fondo. La sociedad

administrará cada fondo, atendiendo a la mejor conveniencia del fondo y a que todas y cada una de las operaciones de adquisición y traspaso (enajenación) de activos que se efectúe por cuenta del mismo, se hagan en el mejor interés del fondo. La administradora tendrá que responder hasta de la culpa o los perjuicios que cause al fondo por no cumplir con sus obligaciones. La administradora podrá demandar a las personas que le ocasionen perjuicios al fondo, teniendo el derecho a reclamar indemnizaciones por los daños. La sociedad administradora estará obligada a indemnizar al fondo por los perjuicios que ella o cualquier dependiente o personas le causaren, por la ejecución u omisión, que se mencionan en este artículo y el 162. Las personas involucradas en estas actuaciones serán responsables del reembolso, que incluirá el daño o perjuicio causado y el dinero que se dejó de percibir. Los auditores externos deberán pronunciarse acerca de los mecanismos de control interno de la administradora de fondos, para velar que se cumpla lo establecido por esta ley y las prohibiciones que se mencionaron con anterioridad, como también de los sistemas de información y archivo, para registrar el origen, destino y de las transacciones que se efectúen con los recursos de cada fondo.

#### **De la información privilegiada.**

Se entiende por información privilegiada cualquier información que posean uno o varios emisores de valores, de sus negocios, que no ha sido transmitida al mercado y su conocimiento, sea capaz de influir en la cotización de los valores emitidos. También se considera información privilegiada a aquella que se posea sobre las decisiones de adquisición, traspaso (enajenación) y aceptar o rechazar ofertas específicas de un inversionista institucional del mercado de valores.

Se presume que poseen información privilegiada las siguientes personas:

- a) Los directores, gerentes, administradores, ejecutivos principales y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso.
- b) Las personas indicadas en la letra a) anteriormente, que se desempeñen en el controlador del emisor o del inversionista institucional.
- c) Las personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones en donde se transfiera el control.

### **De las Garantías.**

Las **garantías sobre los valores de oferta pública**, monedas, oro, plata u otros valores mobiliarios, títulos de crédito, que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de las obligaciones de los corredores de bolsa entre ellos, con las bolsas de valores o con sus clientes o de cualquiera de éstos, por operaciones de corretaje de valores o por las actividades complementarias deberán ser realizadas de la siguiente forma:

a) Si la garantía se realiza sobre monedas, oro o plata, o títulos de crédito o valores mobiliarios al portador, la garantía será constituida mediante un instrumento privado, firmado por las partes ante un corredor de bolsa que no fuere parte en las obligaciones caucionadas o ante el gerente de la bolsa respectiva, en el que se individualizarán los bienes empeñados. Además, será esencial la entrega material de los bienes dados en prenda al acreedor o al tercero que de común acuerdo designen las partes.

b) Si la garantía es realizada sobre títulos de crédito o valores mobiliarios emitidos con la cláusula “a la orden” o que puedan ser transferidas mediante un endoso, la garantía o prenda se constituirá mediante el endoso en garantía del título y la entrega material del mismo.

c) **Si la garantía se realiza sobre acciones**, bonos o valores mobiliarios nominativos, que contengan la cláusula de “no endosables”, la prenda o garantía será constituida a través de lo mencionado en la letra a) de este mismo apartado y la entrega material al acreedor de los títulos, en donde se dejará constancia de su entrega en garantía al acreedor que se mencione. ***Si estas acciones, bonos o valores nominativos están sujetos a inscripción obligatoria en un Registro, la prenda o garantía sólo será atribuido a terceros desde su inscripción en el Registro correspondiente.***

### **Disposiciones Varias.**

Los agentes de valores, corredores de bolsa, bolsas de valores, bancos, o cualquiera otra entidad autorizada, que tenga valores de terceras personas pero registradas a su nombre, debe inscribir en un registro especial y anotar separadamente en su contabilidad estos valores con la identificación completa de las personas por cuenta de quien los mantiene. Este será un registro de fe en contra de las personas anteriormente señaladas, pudiendo los

interesados reclamar sus derechos, valiéndose de cualquier medio de prueba legal. El Banco Central de Chile estará facultado para imponer, según el artículo 50 de su ley, límites o restricciones a los cambios en la posición de las inversiones de instrumentos en el extranjero que posean los inversionistas de las instituciones.

### **De La Oferta Pública De Valores Extranjeros En El País.**

*La oferta pública de valores extranjeros en Chile, se regirá por lo establecido en esta ley y sólo podrá llevarse a cabo cuando se inscriban en un registro público especial, denominado “Registro de Valores Extranjeros”, que llevará la Superintendencia.*

Podrán realizarse oferta pública de certificados representativos de valores emitidos por emisores extranjeros, que se denominarán Certificados de Depósito de Valores, que la ley de aquí en adelante las denomina CDV, y que consisten en títulos transferibles y nominativos, emitidos en Chile por un encargado de depósitos de valores extranjeros contra el depósito de títulos y transferibles desde el extranjero. Para que puedan ser ofrecidos públicamente, los CDV deben inscribirse en el Registro de Valores. Si el registro de los valores es realizado sin el patrocinio de su emisor, la Superintendencia, podrá inscribir la transacción de los CDV a mercados especiales en que participen los grupos de inversionistas. Los valores extranjeros y los CDV sólo podrán expresarse en las monedas extranjeras que sean autorizadas por el Banco Central de Chile, como también en moneda nacional siempre que el pago se realice en una moneda extranjera que está autorizada.

### **De la Oferta Pública de Adquisición de Acciones.**

*Una oferta pública de adquisición de acciones es aquella que se realiza para adquirir acciones de sociedades anónimas abiertas o valores que se puedan convertir en ellas, que por cualquier medio se ofrezcan a los accionistas en donde le permita al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad.*

*Deben someterse al procedimiento de oferta contemplado en esta ley, las adquisiciones de acciones directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad anónima abierta:*

- a) *Las que permitan tomar el control de una sociedad;*
- b) *La oferta que el controlador deba realizar si mediante una adquisición llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas.*
- c) *Si se quiere adquirir el control de una sociedad y que al mismo tiempo se tiene el control de otra sociedad anónima abierta, y representa un 75% o más del valor de su activo consolidado, se debe efectuar anteriormente una oferta a los accionistas de la sociedad que se quiere adquirir, por una cantidad que no debe ser inferior al porcentaje que le permita obtener su control.*

*Se entiende por:*

- i) *Precio de mercado de una acción, al resultado de calcular el promedio de las transacciones bursátiles, que se hayan realizado entre el día número 90 hábil de transacción bursátil y el día 30 hábil bursátil anterior a la fecha en donde se efectúe la adquisición,*
- ii) *Precio sustancialmente superior al de mercado, será aquel valor que sobrepase al indicado en el punto anterior en un porcentaje que calculará una vez al año la Superintendencia, y que no podrá ser inferior al 10% ni superior al 15%.*

*La Superintendencia determinará las condiciones mínimas que deben cumplir las acciones para ser consideradas con presencia bursátil. Estas instrucciones no pueden excluir a las sociedades en las cuales pudiese invertir un fondo mutuo.*

*Si como consecuencia de cualquier adquisición, una o más personas se ponen de acuerdo para adquirir en conjunto acciones y esta alcanza o supera los dos tercios de las acciones que fueron emitidas con derecho a voto de una sociedad anónima abierta, se deberá realizar una oferta pública de adquisición por las acciones restantes, en un plazo de 30 días, desde la fecha de aquella adquisición.*

*El accionista que haya tomado el control de una sociedad no podrá, desde los doce meses siguientes a partir de la fecha de la operación, adquirir acciones de ella por un monto*

*total igual o superior al 3%, sin efectuar una oferta según lo establecido por este título, cuyo precio unitario por acción no podrá ser inferior al pagado en la operación de la toma de control. Sin embargo, si la adquisición se hace en bolsa y con cada cuota que le corresponde al resto de los accionistas, se podrá adquirir un porcentaje mayor de acciones, según lo que apruebe la Superintendencia.*

*El oferente deberá poner a disposición de los interesados, a contar de la fecha del aviso de inicio y durante la vigencia de la oferta, un prospecto que contenga todos los términos y condiciones de la oferta. Una copia deberá estar a disposición del público en las oficinas de la sociedad, en la oficina del oferente o en la de su representante, como también en las sociedades anónimas abierta y que hagan oferta pública de sus acciones, de la Superintendencia y de las bolsas de valores. En la misma fecha en que sean publicados los avisos de inicio de la oferta, el oferente deberá remitir copias del prospecto a la Superintendencia y a las bolsas de valores.*

*Junto con el lanzamiento de su oferta, el oferente puede pedir una garantía para asegurar el cumplimiento de la obligación. Si el oferente realiza una garantía, esta debe acreditar su formación ante la Superintendencia, en términos que asegure el pago de una indemnización de perjuicios mínima y a todo evento a los afectados, en el caso de que no se cumpla la obligación de pago del precio. El valor de la garantía no podrá ser inferior al 10% del monto total de la oferta.*

*La vigencia de la oferta será establecida por la persona que ofrece el título mediante la fijación de un plazo, no menor a 20 días ni superior a 30 días, excepto que la sociedad tenga inscritas en sus registros a entidades depositarias, en donde el plazo será de 30 días. Tanto el primero como el último día del plazo comenzarán y terminarán, a la apertura y cierre del mercado bursátil en que se encuentren registrados los valores de la oferta. Cuando una oferta se hubiere materializado a través de una bolsa de valores, las ofertas competidoras deberán realizarse bajo el mismo procedimiento y deben tener la misma fecha de vencimiento. Cuando la oferta no se haya hecho a través de una bolsa de valores, las ofertas competidoras podrán fijar su fecha de vencimiento libremente. Sin embargo, en caso de prórroga de la primera oferta, las ofertas competidoras solamente*

*podrán efectuarlo en por un plazo que coincida con el vencimiento de la primera emisión.*

*Como resultado del anuncio de una oferta, la sociedad emisora de las acciones que son objeto de dicha oferta, los miembros de su directorio quedarán sujetos a las siguientes restricciones y obligaciones:*

*a) No se podrá, durante este vigente la oferta, adquirir acciones de propia emisión; resolver la creación de sociedades filiales; enajenar bienes del activo que representen más del 5% del valor total de éste e incrementar su endeudamiento en más del 10% respecto del que mantenía hasta antes del inicio de la oferta. Con todo, la Superintendencia podrá autorizar, por resolución fundada, la realización de cualquiera de las operaciones anteriores, siempre que ellas no afecten el normal desarrollo de la oferta.*

*b) La sociedad emisora deberá proporcionar al oferente, dentro del plazo de 2 días hábiles contado desde la fecha de la publicación del aviso de inicio, una lista actualizada de sus accionistas que contenga, al menos, las menciones indicadas en el artículo 7° de la ley N°18.046, respecto de aquellos que se encontraban inscritos en dicho registro en esa fecha.*

*c) Los directores de la sociedad deberán emitir individualmente un informe escrito con su opinión fundada acerca de la conveniencia de la oferta para los accionistas. En el informe, el director deberá señalar su relación con el controlador de la sociedad y con el oferente, y el interés que pudiere tener en la operación. Los informes presentados deberán ponerse a disposición del público conjuntamente con el prospecto a que se refiere el artículo 203 y entregarse una copia dentro del plazo de 5 días hábiles contado desde la fecha de la publicación del aviso de inicio, a la Superintendencia, a las bolsas de valores, al oferente y al administrador u organizador de la oferta, si lo hubiere.*

*El oferente podrá efectuar nuevas ofertas por las mismas acciones, sólo transcurridos 20 días después que la oferta quedare sin efecto por alguna de las causas contempladas en esta disposición.*

*La aceptación de la oferta será retractable, total o parcialmente. Al tercer día de la fecha de expiración del plazo de vigencia de una oferta o de su prórroga, el oferente deberá publicar en los mismos diarios en los cuales se efectuó la publicación del aviso de inicio, el resultado de la oferta, desglosando el número total de acciones recibidas, el número de acciones que adquirirá, el factor de prorrateo, si fuere el caso, y el porcentaje de control que se alcanzará como producto de la oferta. Toda esta información deberá remitirse a la Superintendencia y a las bolsas de valores en la misma fecha en que se publique el aviso de aceptación.*

*El oferente deberá señalar en la oferta si su propósito es mantener la sociedad sujeta a las normas aplicables a las sociedades anónimas abiertas e inscrita en el Registro de Valores, por un plazo o indefinidamente, aun cuando no esté obligada legalmente a ello.*

*Las transacciones provenientes de una oferta pública de adquisición de acciones podrán ser intermediadas fuera de bolsa por agentes de valores o corredores de bolsa. Si fueren intermediadas por corredores fuera de bolsa, éstos deberán informar las transacciones a las bolsas de valores de que formen parte para que las incorporen a los sistemas de información a los inversionistas.*

#### **De La Oferta Pública de Acciones o Valores Convertibles en el Extranjero.**

*Los emisores de valores de oferta pública estarán autorizados para registrar dichos valores en el extranjero, con el objeto de permitir su oferta, cotización y transacción en los mercados internacionales.*

Los emisores estarán obligados a presentar a la Superintendencia y a las bolsas de valores locales la misma información y en iguales plazos que deba presentarse a las autoridades reguladoras extranjeras y mercados internacionales, por los valores que registren, coloquen y transen en dichos mercados.

La información que deba proporcionarse en idioma extranjero se presentará a la Superintendencia y a las bolsas de valores locales, en texto original y con una traducción efectuada por el propio emisor en idioma español, debidamente suscrita por el gerente del emisor. Dicha información se tendrá como documento auténtico para todos los efectos legales, desde que se haga entrega del mismo a la Superintendencia.

### **De las Administradoras Generales de Fondos.**

Se entenderá por Administradoras Generales de Fondos, a las sociedades anónimas que se constituyan para la administración de fondos mutuos y que se rijan por el decreto ley N° 1.328 de 1976, fondos de inversión regidos por la ley N° 18.815, fondos de inversión de capital extranjero regidos por la ley N° 18.657, fondos para la vivienda regidos por la ley N° 19.281 y cualquier otro tipo de fondo cuya fiscalización sea encomendada a la Superintendencia. Estas administradoras podrán administrar uno o más tipos o especies de fondos, y realizar otras actividades complementarias. La responsabilidad por la función de administración no se puede delegar, sin perjuicio que las administradoras puedan conceder poderes especiales o efectuar contratos por servicios externos para la ejecución de determinadas acciones, negocios o actividades necesarias para el cumplimiento del giro. Cuando se trate de la contratación de servicios externos, en el reglamento interno o en el contrato de administración del fondo debe constar claramente la facultad de la administradora para llevar a cabo dichos contratos. Asimismo, se debe señalar en el reglamento interno o en el contrato de administración, si los gastos de las contrataciones serán responsabilidad de la administradora o del fondo de que se trata y, la forma en donde se van a distribuir de dichos gastos. Sin embargo cuando la contratación se refiera a la administración de cartera de recursos del fondo, los gastos resultantes serán de cargo de la administradora. Las administradoras, para obtener la autorización para operar, deberán comprobar a la Superintendencia un capital pagado, en dinero efectivo, no inferior al equivalente a 10.000 unidades de fomento. Las administradoras deben elaborar una garantía en beneficio del fondo para asegurar que se cumplan las obligaciones adquiridas por la administración de fondos de terceros, previas al funcionamiento de cada fondo que administren y hasta su total extinción. Dicha garantía será por un monto inicial de 10.000 unidades de fomento.

Las administradoras deberán designar a un banco como representante de los beneficiarios de la garantía a que se refiere el artículo anterior, quien, a este respecto, sólo desempeñará las siguientes funciones:

- a) Si la garantía consistiere en depósitos de dinero, la entrega del dinero se hará al representante de los beneficiarios.

b) Si la garantía consistiere en boleta bancaria o póliza de seguros, el representante de los beneficiarios será el tenedor de los documentos justificativos de la misma. El banco o compañía de seguros otorgante, deberá pagar el valor exigido por tal representante a su simple requerimiento y hasta su monto garantizado.

**De Las Empresas De Auditoría Externa.**

Para los efectos de esta ley, las empresas de auditoría externa son sociedades que, dirigidas por sus socios, prestan principalmente los siguientes servicios a los emisores de valores y demás personas sujetas a la fiscalización de la Superintendencia:

a) Examinan selectivamente los montos, respaldos y antecedentes que conforman la contabilidad y los estados financieros.

b) Evalúan los principios de contabilidad utilizados y la consistencia de su aplicación con los estándares relevantes, así como las estimaciones significativas hechas por la administración.

c) Emiten sus conclusiones respecto de la presentación general de la contabilidad y los estados financieros, indicando con un razonable grado de seguridad, si ellos están exentos de errores significativos y cumplen con los estándares relevantes en forma cabal, consistente y confiable.

## **CAPITULO 3.**

**ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS EN CHILE QUE HAN  
REALIZADO OFERTAS PÚBLICAS INICIALES DE  
ACCIONES (IPOS) ENTRE EL PERIODO 2008-2011.**

**CAPITULO 3. ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS EN CHILE QUE HAN  
REALIZADO OFERTAS PÚBLICAS INICIALES DE ACCIONES (IPO) ENTRE  
EL PERIODO 2008-2011.**

Si analizamos en una primera instancia la situación económica mundial de ese entonces, podemos mencionar que precisamente el 2008 fue el año que se desató la crisis Subprime, originada en Estados Unidos, que afectó a la economía mundial que cayó en una recesión y enfrentó perspectivas difíciles. Los problemas originados en el sector financiero de Estados Unidos y de otras economías avanzadas desataron una crisis global en el último trimestre de 2008. Casi al mismo tiempo de ocurrido esto, una fuerte caída de la demanda y condiciones financieras restrictivas afectaron a todas las regiones del mundo. Las políticas económicas para manejar la crisis ayudaron en parte a contener el daño. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), en 2009 la economía mundial sufrió la mayor recesión de los últimos 60 años. Los analistas coinciden en general en que la economía mundial atravesó la peor crisis desde la Gran Depresión.

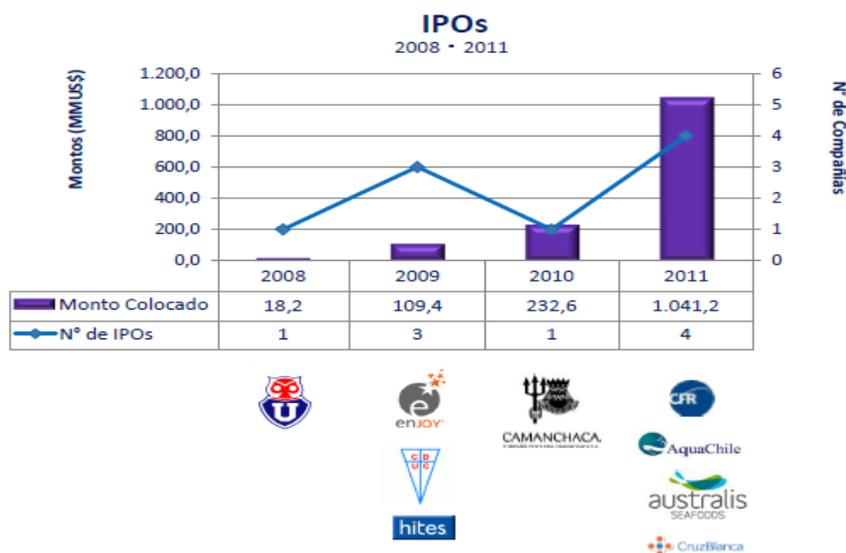
En el año 2010 la crisis financiera global provocó una crisis en el sistema del euro, haciendo necesario el rescate por parte del Banco Central Europeo de las economías de Grecia, Irlanda y Portugal. Esto también afectó a economías asiáticas, como el caso de China en donde su gran crecimiento y el potencial de los últimos años se vieron afectados. En el año 2010 el crecimiento alcanzaba 10.4%<sup>2</sup>, en la actualidad en el año 2012 solo llega al 9%, lo que no deja de ser elevado. En la actualidad, países desarrollados, como España, Grecia, etc. siguen afectados por una crisis económica, que en parte se explica por el exceso en el gasto en que han incurrido, incluso llegando a ser mucho mayor que los ingresos que se percibían. Esto ha llevado, a la Unión Europea, a tomar acciones de rescate en favor de países afectados, ya que esto en el mediano y largo plazo afectaría negativamente la situación económica y financiera de la Unión. Esta también fue denominada la crisis de los países desarrollados.

---

<sup>2</sup> Thomson Reuters. Área de Estudios Bankia, Crecimiento Económico para Asia.

De alguna u otra forma esto ha afectado la apertura de más empresas al mercado bursátil y por esto en parte se explica el número restringido de oferta de acciones por primera vez en La Bolsa de Comercio de Santiago.

**Ilustración 3.1: Número de IPOs y Montos Colocados en Millones de Dólares.**



**Fuente: Área de Emisores, Bolsa de Comercio de Santiago.**

En la ilustración anterior podemos apreciar la evolución que han tenido las Primeras emisiones de acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago para las empresas Chilenas en el periodo 2008-2011, midiendo los montos de colocación en millones de Dólares. El análisis realizado corresponde a Empresas Chilenas sobre la primera vez que realizan una Oferta Pública en la Bolsa de Comercio de Santiago, entre el año 2008 al 2011. A continuación se describirá brevemente a cada una de ellas ordenadas por año de emisión.

### **3.1. AZUL AZUL.**

La primera empresa que transó en la Bolsa de Comercio de Santiago en el periodo de análisis fue Azul-Azul S.A. Esta firma es una sociedad anónima abierta creada con el objetivo de desarrollar y explotar los activos del Club de Fútbol Profesional de la Universidad de Chile. Azul Azul tiene la administración del Club por un periodo de 30 años

a contar del 8 de junio de 2007, en donde se prolongarán automáticamente por 15 años más en el caso de que la Empresa cancele la deuda tributaria que tiene antes de esta fecha. El aumento de capital tiene como objeto financiar el plan de expansión de la Compañía. A través de la oferta de acciones de primera emisión, se colocó el 55% de la propiedad en manos de nuevos inversionistas. El primer año de la gestión se enfocó a refundar el club deportivo después de su quiebra. Para esto se tuvo que negociar nuevos y mejores contratos con los auspiciadores y proveedores, adquirir pases de jugadores, arrendar una nueva sede y acordar el convenio de uso de la marca Universidad de Chile con la Universidad, entre otros temas. Azul Azul tiene un modelo de negocios basado en la explotación de cuatro líneas de ingresos: entradas y abonos, derechos de transmisión de partidos, derechos de comercialización de la marca y exportación de jugadores. A continuación se muestra una tabla con la descripción de la Estructura Accionaria de Azul Azul.

**Tabla 3.1: Antecedentes Generales de la Emisión, Fuente: Prospecto Azul Azul Octubre 2008.**

<b>Razón social</b>	<b>AZUL AZUL S.A.</b>	<b>Número de acciones serie B a colocar</b>	20.000.000	<b>Número de inscripción en el Registro de Valores</b>	978
<b>Rut</b>	76.838.140-2	<b>Número de acciones emitidas serie B</b>	37.520.028	<b>Nemotécnico en Bolsa</b>	Azul Azul
<b>Domicilio legal</b>	Marchant Pereira 367, of. 803, Providencia	<b>Número de acciones emitidas serie A<sup>3</sup></b>	14	<b>Número de acciones serie B suscritas y pagadas</b>	16.520.029
<b>Teléfono</b>	(56-2) 899 9900	<b>Número final de acciones emitidas de la compañía</b>	37.520.029	<b>Número de acciones serie B destinadas a planes de compensación</b>	999.999
<b>Fax</b>	(56-2) 899 9999	<b>Porcentaje que representa la emisión sobre el total de acciones</b>	55,97%	<b>Precio de colocación</b>	480

Para ver más en detalle el análisis FODA de Azul Azul y también su organigrama ver Anexos B.1 y B.2 al final de este Estudio.

A continuación se detallan el directorio y administración de Azul Azul al año 2008:

<b>Federico Valdés Lafontaine</b>	<b>Presidente</b>	<b>Edmundo Hermosilla Hermosilla</b>	<b>Director</b>
<b>Carlos Heller Solari</b>	Vicepresidente	<b>Peter Hiller Hirschcron</b>	Director
<b>Luis Ayala Riquelme</b>	Director	<b>Roberto Nahum Anuch</b>	Director
<b>Mario Conca Rosende</b>	Director	<b>Fernando Javier Montero</b>	Director
<b>Carlos Alberto Délano Abbott</b>	Director	<b>Gonzalo Rojas Vildósola</b>	Director

<sup>3</sup> La serie A consta de una acción perteneciente a la Universidad de Chile. Tendrá como única preferencia el derecho de elegir, por sí sola, a dos directores, preferencia que se mantendrá por 30 años contado desde el 25 de agosto de 2008.

<b>José Ramón Gutiérrez Arrivillaga</b>	Director	<b>Cristián Aubert Ferrer</b>	Gerente General
<b>María Martínez Neira</b>	Gerente Administración y Finanzas	<b>Johnny Ashwell Fernández</b>	Gerente Deportivo

**Tabla 3.2: Fuente, Detalle del Directorio y Administración, Prospecto Azul Azul Octubre 2008.**

Para ver la Estructura Accionaria de la Compañía ver Anexo B.4.

### **La industria del Fútbol en Chile.**

El fútbol en Chile está regulado por las normativas impuestas por la Asociación Nacional de Fútbol Profesional (ANFP). En el año 2002, los estatutos de la ANFP fueron modificados y permitieron incorporar a las sociedades anónimas. Veintiuno de los equipos decidieron transformarse en sociedades anónimas, diez eligieron continuar como corporaciones y uno optó por una fundación. De las 21.000.000 de nuevas acciones de aumento de capital, 20.000.000 fueron destinadas a la colocación en el mercado; 1 acción fue suscrita por la Universidad de Chile y 999.999 acciones fueron destinadas a un plan de compensación para los ejecutivos.

Dentro del plan de negocios existen cuatro áreas que incrementan los ingresos del Club: Los Ingresos relacionados con el día del partido, derechos de comercialización de la marca, derechos de transmisión de los partidos y formación y venta de jugadores. Dentro del plan de negocios y las 4 áreas de ingresos, también existe la implementación de tres pilares estratégicos esenciales: La incorporación de un equipo profesional a la administración del Club, un plan deportivo que permita formar las bases de un equipo de fútbol de primer nivel y transformar a las divisiones inferiores del Club en un proveedor de jugadores exportables, y el desarrollo integral de la imagen de marca del Club.

### **Estados Financieros.**

Al 30 de junio de 2008, Azul Azul presentó una utilidad de ejercicio de \$104 millones, revirtiendo \$401 millones de pérdidas que acumulaba a marzo de 2008. Este resultado se explica en parte por la venta del pase del jugador Pedro Morales. Los ingresos de las operaciones, a junio de 2008, alcanzan \$2.487 millones, los que corresponden a ingresos por partidos (34%), ingresos comerciales (32%), ingresos por ventas de pases de jugadores (29%), ingresos por derechos de transmisión y otros ingresos (5%). Los costos de la explotación alcanzan \$1.674 millones y están compuestos por costos directos de la

organización de eventos deportivos (10%), remuneraciones (59%), amortización de pases de jugadores (10%) y otros gastos (21%). Para finalizar, los gastos de administración y ventas, ascienden a \$678 millones, y se pueden descomponer en remuneraciones (47%), amortización de la concesión y depreciación (23%) y otros gastos de administración (30%).

Al 30 de junio del año 2008, los activos de la Compañía están compuestos principalmente por las cuentas deudores por venta por \$1.933 millones, otros activos circulantes, por \$209 millones, e intangibles que equivalen a \$ 10.404 millones. La cuenta deudores por venta corresponde a lo que falta por cobrar de las transferencias de los pases de jugadores. La venta del pase del jugador Pedro Morales, es lo que influyó en este punto y su pago fue realizado en Julio de 2008. En otros activos circulantes, se encuentran las inversiones realizadas en instrumentos financieros, debido a que fueron invertidos los excedentes de caja del Club. Finalmente, la cuenta intangibles agrupa la inversión realizada en la concesión de los activos de la Corporación de Fútbol Profesional de la Universidad de Chile como también las inversiones realizadas en pases de jugadores profesionales. Los pasivos de la Compañía están compuestos por las cuentas acreedores varios, por \$800 millones, y otros pasivos a largo plazo por \$5.090 millones. La cuenta otros pasivos a largo plazo representa la deuda que tiene Azul Azul S.A., por ser el codeudor solidario, con la Tesorería General de la República, deuda que se paga anualmente el 3% de los ingresos, no pudiendo ser inferior al 8% de la utilidad de la Compañía, hasta que la deuda quede cancelada totalmente. Por último el patrimonio asciende a \$5.834 millones, y corresponde al aporte de capital realizado por los socios que fundaron Azul Azul en junio del año 2007.

Para ver más en detalle el balance general y estado de resultado se encuentra en el Anexo B.3.

### **3.2. ENJOY.**

Los orígenes de Enjoy se remontan al año 1975, cuando comenzó la administración de la concesión del Casino de Viña del Mar. Tiene como área de negocios la operación de casinos de juego y empresas de entretenimiento. Hasta el momento Enjoy opera siete casinos y seis hoteles con 644 habitaciones y 121 departamentos. En los casinos existen

4.321 máquinas tragamonedas, 290 mesas de juego y 1.000 posiciones de bingo. Además de esto, la Compañía cuenta con 31 restaurantes, 15 bares y 7 centros de convenciones, además de salas de teatro, discoteques, spas, Centros de Negocios (business centers), salas de arte, salas para espectáculos, centros de entretenimiento para niños, un centro de ski y un operador turístico. Ha iniciado una expansión internacional en Mendoza y la internacionalización de las operaciones en Panamá. Emplea a más de 5.000 colaboradores. Durante 2008, las ventas netas consolidadas de Enjoy fueron de \$66.017 millones, su EBITDA llegó a los \$12.085 millones. Durante el primer trimestre de 2009, los ingresos fueron de \$23.357 millones y el EBITDA alcanzó a \$7.854 millones.

A continuación se muestra un resumen con antecedentes relevantes de la Compañía:

### Antecedentes Generales

<b>Emisor</b>	<b>Enjoy S.A.</b>
<b>Actividad</b>	Enjoy participa en el mercado de la entretenimiento y tiempo libre, dentro del cual su principal área de negocio son los casinos de juego, la que se complementa con los negocios de hotelería, restaurantes, convenciones, espectáculos, turismo y cultura, entre otros.
<b>Dirección de oficinas corporativas</b>	Presidente Riesco 5711, piso 15, Las Condes, Santiago.
<b>Teléfono</b>	(56 2) 770 5000.
<b>Página web</b>	www.enjoy.cl

**Tabla 3.3: Fuente, Antecedentes Generales, Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones.**

### Directorio.

<b>Antonio Martínez Ruiz</b> Presidente.	<b>Juan José Cueto Plaza</b> Director	<b>Pablo Turner González</b> Director	<b>Ximena Martínez Seguí</b> Directora
<b>Antonio Martínez Seguí</b> Vice Presidente	<b>Cecilia Martínez Seguí</b> Directora	<b>Darío Calderón González</b> Director	

**Tabla 3.4: Fuente, Directorio Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones**

Para ver más información acerca del Organigrama de la Organización, Fortalezas y Factores de Riesgos de la compañía ver en Anexos C.1, C.3 y C.4 respectivamente.

### Características de la Oferta.

Número actual de acciones suscritas y pagadas de la Compañía	1.078.011.160
Número de acciones a colocar	hasta 462.004.782
Porcentaje de dispersión	hasta 30,0%
Tipo de inscripción	Mercado de Acciones de Empresas Emergentes.
Clasificación de riesgo de las acciones	Primera Clase Nivel 4 (Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Ltda.). Primera Clase Nivel 4 (Feller Rate Clasificadora de Riesgo Ltda.).

Tabla 3.5: Fuente, Características de la Oferta de Acciones, Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones.

Dentro de las Características de la Oferta podemos mencionar que el número total de Acciones corresponde a un poco más de 1.078 millones de acciones en donde el porcentaje de dispersión alcanza el 30% y este porcentaje representa la pérdida de control de la organización a cambio de recursos para nuevas y potenciales inversiones. Para ver en detalle la estructura accionaria y sus respectivos dueños ver el Anexo C.2 al final de este Estudio.

### Modelo de Negocio.

Dentro del modelo de negocios que diferencian a Enjoy de las demás compañías corresponde a una propuesta de entretenimiento que es responsable, rentable y eficiente. Enjoy cuenta con una gran variedad de alternativas de entretenimiento que diversifican sus productos y servicios, en donde su mercado objetivo son hombres, mujeres, adultos, jóvenes y niños, familias, parejas o grupos de amigos.

Enjoy ha logrado posicionarse con su marca en Chile. En el año 2005 Enjoy lanzó su marca por medio de una campaña de marketing que permitió lograr una buena recepción entre sus clientes, del sistema financiero y el público en general. La calidad en el servicio entregado



Ilustración 3.2: Modelo de Negocios Enjoy

está directamente relacionada con el desempeño de los trabajadores y colaboradores de

Enjoy. La Dotación ha crecido rápidamente por el desarrollo de los nuevos negocios y proyectos de la Compañía, lo que ha implicado un importante esfuerzo en el reclutamiento, selección y capacitación de los nuevos miembros de la organización de todos los niveles. El clima interno de la compañía se evalúa dos veces al año. Los Resultados muestran una tasa de sindicalización superior al 15% y buenas relaciones existentes con sus sindicatos. La compañía cuida la competitividad de las rentas en relación al mercado y la equidad interna. Actualmente el 92% de sus máquinas tragamonedas están en línea, lo que permite identificar a los clientes, entregar estrategias que los fidelizan y agregan valor a su entretención. También cuenta con herramientas que vigilan las posibles fallas en línea que puedan ocurrir y les permite a sus clientes ser parte de las soluciones. En la hotelería y restaurantes, cuenta con sistemas que permiten gestionar los precios y lograr mayores eficiencias en la gestión de insumos de forma centralizada.

#### **Plan de Inversiones.**

Enjoy ha definido dos grandes vías de crecimiento: profundizar su modelo de negocio y replicarlo en otras ubicaciones.

**Activos:** los nuevos proyectos, la mayoría de ellos realizados en los últimos dos años, se reflejan en el fuerte crecimiento de activos de la Compañía.

**Pasivos:** para enfrentar estas inversiones Enjoy estructuró financiamientos de largo plazo con bancos para los proyectos de Antofagasta, Coquimbo y Pucón, además de otros financiamientos corporativos. Cabe destacar que al 30 de abril de 2009, los actuales accionistas de Enjoy pagaron parte de aumento de capital acordado el 28 de abril de 2009 por un monto equivalente a \$11.000 millones por medio de la capitalización de cuentas por cobrar con Enjoy S.A.

**Gastos puesta en marcha:** se generaron importantes gastos operacionales relacionados a la administración, marketing y a la necesidad de seleccionar, contratar y capacitar personal con meses de anticipación al inicio de las operaciones comerciales. De acuerdo a las estimaciones de la Compañía, la totalidad de los gastos de puesta en marcha durante el año 2008 alcanzaron a \$7.529 millones, dentro de los cuales están los gastos asociados al proyecto de Antofagasta por \$3.062 millones; los gastos del área de apoyo transversal a los

distintos proyectos (Enjoy Gestión) en \$2.090 millones, los gastos de puesta en marcha del Hotel Coquimbo y Gran Hotel Pucón por \$726 millones y \$1.039 millones respectivamente y los gastos asociados a la puesta en operación del proyecto de Mendoza por \$612 millones.

**Ingresos:** existe un período de maduración para cada nuevo proyecto ya que se necesita que mercado local se desarrolle y alcance su potencial. Este período es más largo en nuevos mercados, ya que se necesita que las personas modifiquen sus hábitos de entretención. Para ver en detalle los Estados Financieros de la compañía ir a Anexo C.5

### **3.3. CRUZADOS.**

La Rama de Fútbol del Club Deportivo de la Universidad Católica se abrió a la bolsa con un gran porcentaje de su propiedad. Para esto fueron traspasados a Cruzados SADP (Sociedad Anónima Deportiva Profesional) el total de los activos del Club de Fútbol UC, a través de una concesión por 40 años y renovable por 20 años más. Dentro de los principales objetivos del Club Deportivo se menciona el de organizar, producir, comercializar y participar en actividades deportivas de carácter profesional relacionadas con el fútbol profesional y formativo, a través del Contrato de Concesión. A continuación se muestra en la siguiente tabla los Antecedentes Generales y Las Características de la Primera Emisión de Cruzados:

<b>Razón social</b>	Cruzados SADP	Número de acciones ordinarias de serie A	49.999.998
<b>Rut</b>	76.072.469-6	Número de acciones preferentes 1 de serie B	2
<b>Número de inscripción en el registro de valores</b>	En trámite	Número de acciones serie A suscritas y pagadas	19.999.998
<b>Dirección</b>	Avenida Las Flores N° 13.000, Las Condes, Santiago	Número de acciones serie A ofrecidas	Hasta 40.000.000, representativas de un 80% del capital social de la Compañía.
<b>Teléfono</b>	(56 - 2) 412 44 00	Número de acciones serie B o preferentes suscritas y pagadas	2
<b>Títulos ofrecidos</b>	Acciones ordinarias emitidas por Cruzados SADP	Precio de colocación	Por determinarse
<b>Número total de acciones de la Sociedad</b>	50.000.000	Nemotécnico bolsa	Cruzados

**Tabla 3.6: Fuente, Antecedentes Generales, Prospecto Cruzados Primera Emisión de Acciones.**

#### **Historia de Club Deportivo Universidad Católica.**

El primer Estadio propio fue el Estadio Independencia, inaugurado el 12 de octubre de 1945. Luego se crearon las diferentes ramas del Club Deportivo UC y las escuelas de fútbol. En junio de 1971 el Estadio Independencia es vendido y un año después fue adquirido San Carlos de Apoquindo. El 27 de enero de 1982, comenzó un período de profesionalización del club. En la actualidad, el complejo deportivo de San Carlos de Apoquindo reúne a 6 ramas deportivas con sus instalaciones. El fútbol cuenta con el estadio principal, con una capacidad para 12 mil personas, y 6 canchas de fútbol donde entrena el

primer equipo y las divisiones menores. Para ver más en detalle el organigrama de la fundación y el organigrama de la Administración ir al Anexo D.1 y D.2 respectivamente.

El negocio del fútbol cuenta con diversas fuentes de ingresos. En el año 2008 el Club Deportivo tuvo ingresos por más de \$3.200 millones, de los cuales un 29% corresponde a ingresos por venta de entradas y ventas en el día del partido, un 23% corresponden a ingresos por derechos de comercialización, un 21% por derechos de TV, un 25% por venta de jugadores, y lo que resta por medio de otras fuentes. El Canal Del Fútbol (CDF), con un modelo de negocios, es la empresa que transmite los partidos y goles del campeonato nacional de fútbol, cuya propiedad está en las manos, en su mayoría, de los clubes (80%). El CDF ha aumentado sus ingresos, número de abonados. Según datos de la ANFP la industria del fútbol en Chile generó ingresos por más de US\$ 35 millones en el año 2007 (sin considerar la venta de jugadores), en donde el periodo 2005 -2007, creció a una tasa de 25% anual. El fútbol chileno se desarrolla por dos vías. Una es el crecimiento a través del aumento del ingreso y otra es por cambios estructurales. El crecimiento por medio del aumento del ingreso se basa en la relación positiva que existe entre el ingreso per cápita y el gasto en fútbol. En el caso del crecimiento vía cambios estructurales, como mejoras en la infraestructura, cambios legales, y una administración más seria y organizada de la industria, provocan que aún cuando se mantenga constante el ingreso per cápita, el gasto en fútbol pueda seguir creciendo. Las principales áreas de negocios de un club de fútbol corresponden a ingresos relacionados al día del partido, venta de derechos comerciales, venta de derechos de medios y venta y préstamos de jugadores. La venta de entradas es una fuente importante de ingresos para Cruzados SADP. El año 2008 los ingresos por este concepto fueron el 25% de los ingresos totales del Fútbol de La UC. El público asistente al estadio ha aumentado a una tasa anual compuesta del 5%, mientras que los ingresos han aumentado a una tasa real anual compuesta de 8%. Cruzados SADP ofrece a sus socios comerciales alianzas estratégicas para identificar sus marcas a los valores del deporte y a la imagen de UC. La marca Fútbol UC ha crecido a una tasa anual de 13%. También la venta de artículos de merchandising como accesorios y camisetas de forma directa y de contratos con especialistas en el tema. También los ingresos de los derechos de transmisión televisiva de los partidos del torneo nacional, de partidos amistosos y de torneos internacionales. En los últimos años U. Católica ha recibido cerca del 10% de los repartos realizados por el

CDF a los clubes. Según estimaciones del CDF los repartos a los clubes superarían los US\$ 35 millones el año 2010. También los ingresos por medio de Venta de espacios para Publicidad. Otro punto son los servicios de comida o catering en el estadio. Para esto la empresa Coca Cola, como marcas y bebida exclusiva, para ser exhibida y comercializada en el recinto. También otro de los ingresos importantes es la venta de pases de los Jugadores. La U. Católica ha sido uno de los mayores exportadores de jugadores del fútbol chileno, con ventas por US\$ 17 millones en los últimos 12 años. Por último uno de los puntos considerados en otros ingresos es el arriendo del Estadio San Carlos de Apoquindo.

Para ver más en detalle la estructura financiera e ingresos y la Estructura Accionaria de Cruzados se puede ver en detalle en el Anexo D.3 y D.4.

### **3.4. HITES.**

#### **Historia de la Compañía.**

Empresas Hites S.A. nació en 1940 como un negocio Retail, realizando ventas de telas y otros productos. Creada por los hermanos Alex e Isaac Hites en el año 1954 como “Hites Hermanos Sociedad Colectiva Comercial”, inaugurando su primer local de venta al público. En 1974, la Compañía incursiona en las importaciones de productos de línea blanca y electrónica, debido a la necesidad de satisfacer la alta demanda de los clientes de Hites. En 1987 se inaugura el concepto de multitienda, incorporando los departamentos de vestuario y hogar, formato que se hizo extensivo a las otras multitiendas de la cadena. Tres años después se realizan las ventas por medio de crédito, de manera más tecnológica, se entregaron las primeras tarjetas de crédito. En el año 2002 se incorporaron nuevos productos a la tarjeta tales como el “Avance en Efectivo” y un año después, se incorporó el beneficio “Comercio Adherido” es decir para pagar con tarjeta en negocios en convenio con la tarjeta. En el año 2005, se formula un agresivo plan de expansión, en donde su primera etapa estuvo orientada a duplicar el nivel de ingresos en 5 años. Las alianzas más importantes de la Compañía con los comercios asociados son las siguientes: Sencillito, en Salud el convenio suscrito con: IMED, Gmo, Schilling, Place Vendome y Megadent. En Viajes y transporte, convenio con la empresa Pullman Bus, Supermercados, Hogar y construcción, Gas, Telefonía Celular, Avances en efectivo, Seguros, etc. A continuación algunos ejecutivos de La Gerencia. El Organigrama y la Estructura Organizacional en el Anexo E.1.

#### **Ejecutivos de la Administración.**

<b>Ricardo Brender Zwick ( 1 9 5 4 )</b> Gerente General	Jaime Anusch Brikisak ( 1 9 6 8 ) Gerente División Servicios Financieros
<b>Jorge Araya Vildósola ( 1 9 7 0 )</b> Gerente División Comercial	Enrique Ventura Brodsky ( 1 9 6 3 ) Gerente División Sucursales y Desarrollo
<b>Jorge Belmar Tello ( 1 9 6 4 )</b> Gerente División Operaciones	

**Tabla 3.7: Fuente, Ejecutivos de la Administración, Prospecto Hites Primera Emisión de Acciones.**

## **Modelo de Negocios.**

La Compañía genera ingresos por medio de dos conceptos: ventas de productos e ingresos por servicios financieros. Ambos negocios son complementarios y no se pueden separar, aportando, una a la otra, sinergias en términos de las visitas a las multitiendas, la frecuencia de uso, compras, etc. La tasa de crecimiento anual compuesto real alcanza el 16,6% en el periodo 2004-2008. Hites aborda el segmento socioeconómico C3-D, con localizaciones y propuestas comerciales acordes a sus hábitos, gustos y preferencias. Las campañas de marketing, utilizando spots televisivos y otros medios masivos, han potenciado la marca a nivel nacional.

A continuación se muestra las características de la emisión de acciones:

<b>EMISOR</b>	<b>Empresas Hites S.A.</b>
<b>NÚMERO ACTUAL DE ACCIONES SUSCRITAS Y PAGADAS</b>	248.701.727
<b>NÚMERO DE ACCIONES OFRECIDAS A TERCEROS</b>	104.204.716
<b>NÚMERO DE ACCIONES DESTINADAS A PLAN DE INCENTIVOS</b>	26.229.533
<b>NÚMERO FINAL DE ACCIONES</b>	379.135.976
<b>CLASE DE ACCIONES OFRECIDAS</b>	Ordinarias
<b>CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE LAS ACCIONES</b>	Primera Clase Nivel 4, Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada
<b>NEMOTÉCNICO</b>	Primera Clase Nivel 4, Feller Rate Clasificadora de Riesgo Limitada HITES
<b>POLÍTICA DE DIVIDENDOS</b>	A lo menos el 30% de las utilidades líquidas del ejercicio
<b>BENEFICIO TRIBUTARIO</b>	Hites se encuentra inscrita en el mercado de empresas emergentes (“Bolsa Emergente”), por lo tanto por los próximos tres años las acciones de Hites se encontrarán exentas del impuesto a las ganancias de capital, en los términos del artículo 18 TER de la ley de impuesto a la renta. Posteriormente, este beneficio tributario se mantendrá después del plazo antes señalado en la medida que las acciones de Hites cuenten con presencia bursátil.
<b>USO DE FONDOS</b>	Desarrollo del plan de negocios y amortización de pasivos bancarios
<b>AGENTES ESTRUCTURADORES</b>	Banchile Citi Global Markets / BBVA Asesorías Financieras S.A.
<b>AGENTES COLOCADORES</b>	Banchile Corredores de Bolsa S.A. / BBVA Corredores de Bolsa S.A.
<b>ASESOR LEGAL</b>	Carey & Cía. Ltda.
<b>SPONSOR Y MARKET MAKER</b>	Banchile Corredores de Bolsa S.A. / BBVA Corredores de Bolsa S.A.

**Tabla 3.8: Fuente, Características de la Emisión, Prospecto Hites Primera Emisión de Acciones.**

### **Plan de Negocios.**

A fin de aprovechar las oportunidades de tamaño y desarrollo potencial del segmento C3-D, en el año 2005 Hites comenzó el plan de expansión, orientada a duplicar su nivel de ingresos en cinco años. A fines del año 2007, se inauguraron multitiendas en Temuco, San Bernardo y Concepción. El año 2008 se inauguró la multitienda de Antofagasta. Un objetivo importante del plan de la Compañía es capturar economías de escala y eficiencias operativas de las distintas áreas. Para que el plan pueda llevarse a cabo la compañía tiene una política de revisión constante de los procesos y transacciones, de planificación de compra y surtido, distribución y operación de mercadería, junto con la implementación de un sistema de administración del Centro de Distribución.

Para ver más en detalle los antecedentes financieros ver Anexo E.2.

### **3.5. CAMANCHACA.**

Camanchaca inicia sus operaciones en 1965, en la comuna de Tomé, VIII Región, vinculada al negocio de captura y procesamiento de langostinos, para ser comercializados en el mercado norteamericano. La diversificación de la Compañía se profundizó en el año 1987 con inversiones en los cultivos de salmónes, primero en la X Región y luego en la XI Región, con la adquisición de concesiones acuícolas que aseguran el crecimiento de la compañía, con una producción potencial de 75.000 toneladas al año. El cultivo de ostiones se inició en 1990 en Caldera. Con los años ha ido aumentando el potencial productivo de esta área, que tiene actualmente una capacidad de 850 toneladas al año. Camanchaca inició sus operaciones pesqueras en la zona norte del país en el año 1993, con la construcción de la planta de harina de pescado en Iquique y la adquisición de naves para la captura de anchovetas. En octubre de 2010 la Compañía logró la autorización para su cultivo en mar permitiendo aumentar la producción a 700 toneladas al año. Durante el año 2004, se adquirió la Salmonera Fiordo Blanco y se puso en marcha el programa de mejoramiento genético en salmón atlántico, con una cepa exclusiva de alto crecimiento. En el año 2005 Camanchaca inauguró en Rauco, Isla de Chiloé, X Región una moderna planta de procesos

con una capacidad de más de 20.000 toneladas al año. El año 2006, a través de empresas relacionadas, la Compañía se vinculó en Ecuador con Pesquera Centromar, empresa con capacidad de captura de 50.000 toneladas al año, dedicada a la producción de harina y aceite de pescado. En el Anexo F.1 se puede ver la estructura de la Composición de la Pesquera Camanchaca.

A continuación se describe una breve descripción de la Compañía.

### Antecedentes de la Compañía.

<b>Emisor</b>	<b>Compañía Pesquera Camanchaca S.A.</b>
<b>Actividad</b>	Producción a través de captura y acuicultura, procesamiento, comercialización y distribución de productos del mar en Chile y el extranjero.
<b>Código nemotécnico</b>	CAMANCHACA
<b>Dirección oficinas corporativas</b>	Avenida El Golf N° 99, Piso 10, comuna de Las Condes, Región Metropolitana.
<b>Teléfono</b>	(56 2) 3635700
<b>Página web</b>	www.camanchaca.cl

**Tabla 3.9: Fuente, Antecedentes de La Compañía, Prospecto Camanchaca Primera Emisión de Acciones.**

A continuación se especifican las características de Emisión de Acciones.

### Información en la Emisión de Acciones.

<b>Número actual de acciones suscritas y pagadas</b>	2.949.720.000 acciones	<b>Agente estructurador y colocador</b>	Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa
<b>Número de acciones emitidas (aumento de capital)</b>	1.264.160.000 acciones	<b>Market maker</b>	Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa
<b>Plan de stock options ejecutivos</b>	63.208.000 acciones	<b>Sponsor</b>	Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa
<b>Número de acciones secundarias a colocar</b>	126.420.400 acciones	<b>Agente distribuidor</b>	Banchile Citi Global Markets
<b>Número máximo de acciones a colocar</b>	1.327.372.400 acciones	<b>Asesor legal</b>	Portaluppi, Guzmán y Bezanilla Abogados
<b>% dispersión (incluyendo stock options)</b>	33%		
<b>Tipo de inscripción</b>	Mercado de Acciones de Empresas Emergentes		

**Tabla 3.10: Fuente, Prospecto Antecedentes de La Emisión, Camanchaca Primera Emisión de Acciones.**

El número total de acciones corresponde a casi 2.950 millones de acciones, en donde el porcentaje de dispersión asciende a un 33%. Los fondos obtenidos son destinados al

financiamiento del plan de desarrollo y crecimiento de la Compañía para los próximos años, principalmente para financiar el capital de trabajo necesario para incrementar la producción de salmones y las inversiones en el área de la pesca y para aumentar la producción que se destina al consumo humano. Esto permitirá fortalecer su estructura financiera, reduciendo el nivel de pasivos bancarios. La estructura Accionaria se puede ver en detalle en el Anexo F.3, al final de este estudio.

A continuación se detalla el Directorio y Gerencia de la Compañía al año 2009.

### **Directorio y Gerencia Corporativa.**

<b>Presidente</b>	Jorge Fernández Valdés	<b>Gerente General</b>	Francisco De Borja Cifuentes Correa
<b>Directores</b>	Domingo Arteaga Echeverría	<b>Gerente de Finanzas</b>	Francisco Errandonea Iturria
	Juan Ignacio Domínguez Arteaga	<b>Gerente Comercial y de Marketing</b>	Gustavo Ross Irrarázaval
	Esteban Lucas Papic Politeo	<b>Gerente General Salmones</b>	Jorge Fernández García
	José Antonio Guzmán Azzernoli	<b>Gerente de Área Pesca</b>	Gonzalo Fernández García
	Alfredo Prieto Bafalluy	<b>Gerente de Área Cultivos Norte</b>	Cristián Fernández García
	Luis Hernán Paul Fresno	<b>Gerente de Área Cultivos Sur</b>	Nicolás Guzmán Covarrubias
		<b>Gerente Administración</b>	Mario Rengifo Campbell

**Tabla 3.11: Fuente, Directorio y Gerencia, Prospecto Camanchaca Primera Emisión de Acciones.**

A nivel internacional, la acuicultura está limitada por las condiciones climáticas y oceanográficas que necesitan las distintas especies en los centros de cultivo. En la industria del salmón existen pocos países que presentan las condiciones necesarias para su cultivo, entre los que destacan Noruega y Chile.

**Plan de Negocios:** Camanchaca posee un plan de negocios enfocado a rentabilizar las inversiones en infraestructura, a continuación se detallan algunos puntos del plan de negocios: (i) recuperar el liderazgo en la industria del salmón en los próximos años, en donde invertirá US\$80 millones en capital de trabajo para producir 60 mil toneladas de salmón atlántico hacia el año 2015 como meta, (ii) aprovechar las oportunidades de consolidarse en la industria salmonera, a partir del nuevo sistema de concesiones y barrios,

además de la delicada situación financiera de las empresas, (iii) aumentar la rentabilidad del negocio de la pesca agregando valor a un mayor porcentaje de la producción y (iv) estudiar oportunidades de consolidación en la industria pesquera.

Para mayor Información Financiera ver Anexo F.2.

### **3.6. CFR PHARMACEUTICALS.**

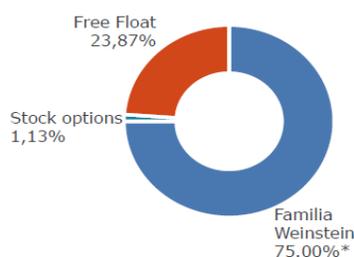
#### **Características De La Oferta.**

<b>Emisor</b>	CFR Pharmaceuticals S.A.
<b>Código Nemotécnico</b>	CFR
<b>Estructura de la Oferta</b>	Oferta pública de acciones en la BCS y oferta internacional bajo Norma 144A / Reg S
<b>Acciones a colocar</b>	2.032.000.000 acciones
<b>Acciones primarias</b>	1.696.000.000 acciones
<b>Acciones secundarias</b>	336.000.000 acciones
<b>Uso de fondos</b>	Crecimiento orgánico, refinanciamiento pasivo corto plazo y M&A
<b>Agente Estructurador y Colocador</b>	Larrain Vial.

**Tabla 3.12: Características de la Oferta, Prospecto CFR Pharmaceuticals S.A. Primera Emisión de Acciones.**

En la tabla que se muestra anteriormente podemos apreciar las características de La Primera Emisión de Acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago. El Total de Acciones a colocar corresponde a 2.032 millones de Acciones, en donde los fondos obtenidos fueron destinados para el crecimiento Orgánico, el refinanciamiento de los pasivos de corto plazo. Su Agente colocador fue Larrain Vial.

### Estructura de Propiedad después de la Apertura en la Bolsa.



Nº de acciones totales: 8.512.000.000

**Ilustración 3.3: Estructura de Propiedad Prospecto CFR**

\* Controladores indirectos.

Cerca del 25% de las Acciones corresponden a los nuevos Accionistas y el 75% restante sigue en control de la Familia Weinstein.

CFR Pharmaceuticals es una compañía multinacional dedicado al Mercado Farmacéutico. Fundada por Nicolás Weinstein Rudoy en 1922 y actualmente tiene presencia en 9 países con un porcentaje aproximado del 70% de su personal fuera de Chile. Cuenta con 8 plantas en 4 países, 1.400 consultores, 10.000 visitas médicas diarias, 519 moléculas, 1.000 fármacos, 200 fármacos en desarrollo. Cuenta con una fuerte presencia en latinoamérica y un Exitoso crecimiento Orgánico e Inorgánico. Para ver en detalle el directorio de la Compañía ir a Anexo G.1



**Ilustración 3.4: Plantas CFR Pharmaceuticals S.A. en varios países.**

#### INFORMACIÓN FINANCIERA 2010

	US\$MM
INGRESOS	388
EBITDA	92,5
UTILIDAD NETA	64,3

**Tabla 3.13: Información Financiera CFR Pharmaceuticals S.A.**

Dentro de la estructura Financiera podemos mencionar que la compañía cuenta con Ingresos alrededor de los 388 millones de dólares, alcanzando una utilidad al año 2010 de un poco más de 64 millones de dólares.

En el gráfico que se muestra al costado izquierdo el nivel de ingresos que tiene CFR en porcentaje por países, destacando 4 de ellos: Chile, Argentina, Perú y Colombia. Existen fuertes barreras de entrada creadas a través de producción especializada de los Fármacos. Dentro de estos fármacos podemos encontrar Enfermedades crónicas, Combinación de Moléculas, Bioequivalencia y Formulación Compleja de Inyectables.

INGRESOS DE CFR POR PAÍS (2010)

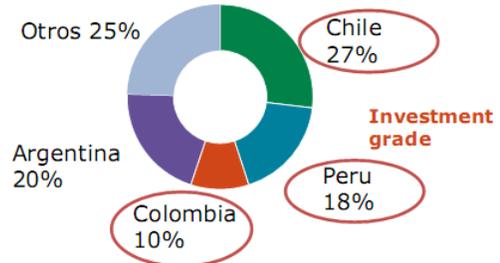


Ilustración 3.5: Ingresos de CFR Pharmaceuticals S.A. por País.

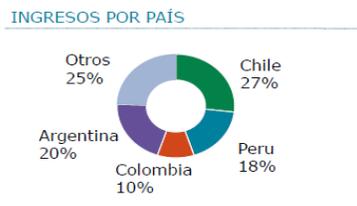
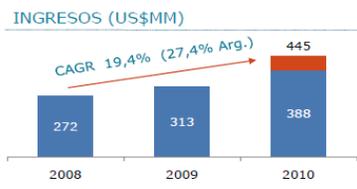


Ilustración 3.6: Ingresos por compañía de CFR Pharmaceuticals S.A.

Desde los 272 millones de dólares en el año 2008 a más de 445 millones de dólares en el año 2010.

Las cifras mencionadas con anterioridad pueden ser clasificadas según el tipo de división, esto es la especialización de cada unidad de negocio como es la prestación de servicios médicos, fármacos, etc. También se pueden clasificar los ingresos por país en donde Chile se encuentra con el primer lugar de rentabilidad alcanzando un 27% del ingreso. También los ingresos se

Dentro de los Ingresos obtenidos por la compañía se pueden desglosar como indica la figura al costado izquierdo. Se menciona que el crecimiento obtenido por la empresa ha sido sostenido y diversificado en el tiempo y los ingresos evolucionaron

ESTRUCTURA DE CAPITAL 2010 (US\$ MM)	
Caja y Equivalente	45,7
Deuda financiera	113,1
Deuda Neta	67,4
Patrimonio	308,3
<b>Capitalización Total (D+K)</b>	<b>421,3</b>
Inversiones	17,5

INDICADORES FINANCIEROS	
Deuda / EBITDA	1,2 x
Deuda Neta / EBITDA	0,7 x
Deuda / (EBITDA-Inversiones)	1,5 x
Deuda Total / Capitalización	
Total	26,8%

Tabla 3.14: Antecedentes Financieros de CFR Pharmaceuticals S.A.

pueden clasificar por el tipo de producto, en donde los 10 principales alcanzan alrededor del 14% de los ingresos.

Dentro de los Antecedentes Financieros podemos mencionar que la deuda total que alcanza la compañía asciende a US\$113 millones, en donde esto le da holgura para crecer.

### **3.7. AQUACHILE.**

<b>EMISOR</b>	<b>Empresas AquaChile S.A.</b>
<b>ACTIVIDAD</b>	Exportar, importar, elaborar, producir, criar, engordar, procesar, transformar, modificar y comercializar, tanto en Chile como en el exterior, especies de cultivos acuícolas, en especial Salmónidos y Tilapia.
<b>CÓDIGO NEMOTÉCNICO</b>	AQUACHILE
<b>DIRECCIÓN OFICINAS CORPORATIVAS</b>	Cardonal s/n Lote B, Puerto Montt. Región de Los Lagos - Chile
<b>TELÉFONO</b>	(+56 65) 433600
<b>PÁGINA WEB</b>	www.aquachile.com www.tilapia.com

**Tabla 3.15: Fuente, Características de la Empresa, Prospecto AquaChile primera emisión de Acciones.**

Dentro de las principales características con las que cuenta la compañía se puede mencionar que AquaChile es una empresa dedicada a la producción, comercialización, exportación, importación, etc, especificado en detalle en el cuadro anterior, de especies de cultivos acuícolas como por ejemplo Salmónidos y Tilapia. A principios de la década de los noventa, las exportaciones de Salmón y Trucha desde Chile no superaban las 50 mil toneladas. En el año 1997 alcanzaron las 160 mil toneladas y en el año 2008, año en que se alcanzó la máxima producción de la industria, se llegó a las 445 mil toneladas netas, lo que representó un crecimiento promedio de un 15% anual en el período. En términos monetarios, las exportaciones en 2010 fueron más de US\$ 2.000 millones, lo que significa una disminución de un 2% respecto del año 2009. Las Empresas AquaChile S.A. es un grupo de empresas que cultivan y comercializan Salmón del Atlántico, Salmón del Pacífico, Trucha y Tilapia para el consumo humano, manteniendo el control vertical y agregando valor en toda la cadena productiva, desde la genética hasta la comercialización de los productos. AquaChile es una de las mayores compañías Salmoneras en Chile y el mayor productor de Trucha y Salmón del Pacífico a nivel mundial, con ventas en el año 2010 de

más de 53.600 toneladas y exportaciones por más de 32.600 toneladas, equivalentes al 11,3% de las exportaciones de Salmón y Trucha de la industria nacional. AquaChile posee 5 plantas de proceso ubicadas en Puerto Montt, Calbuco y la Isla de Chiloé, todas equipadas con la última tecnología para el procesamiento de salmones. Éstas son clasificadas de acuerdo a su nivel de procesamiento: productos enteros y/o HG (lo que corresponde a productos eviscerados y sin cabeza) o productos de alto valor agregado, como filetes y porciones. AquaChile comercializa sus productos a través de una red de clientes a nivel global. Los mercados más importantes a los que abastece son Estados Unidos y Japón. Exporta también a los mercados europeo, asiático, de medio oriente y Latinoamérica. La Compañía cuenta con una base de más de 400 clientes ubicados geográficamente en más de 50 países. La empresa está integrada en toda la cadena de valor desde la genética y producción de ovas, hasta la comercialización en los distintos mercados en el mundo. Para ver en detalle la Directiva y la Gerencia General de la compañía se puede ver en el Anexo H.2 y H.3 respectivamente. A continuación se especifican algunas características de La Primera Emisión de Acciones.

### **Características De La Oferta.**

<b>NÚMERO ACTUAL DE ACCIONES SUSCRITAS Y PAGADAS</b>	<b>770.000.000 acciones</b>
<b>NÚMERO DE ACCIONES EMITIDAS (AUMENTO DE CAPITAL)</b>	430.000.000 acciones
<b>PLAN DE STOCK OPTIONS EJECUTIVOS</b>	43.000.000 acciones
<b>MÁXIMO DE ACCIONES A COLOCAR</b>	Hasta 387.000.000 acciones
<b>PORCENTAJE DE DILUCIÓN (INCLUYENDO STOCK OPTIONS)</b>	35,83%
<b>ASESORES FINANCIEROS</b>	IM Trust Asesorías Financieras S.A. Banchile Asesoría Financiera S.A.
<b>AGENTES COLOCADORES</b>	IM Trust S.A. Corredores de Bolsa Banchile Corredores de Bolsa S.A.
<b>SPONSOR Y MARKET MAKER</b>	IM Trust S.A. Corredores de Bolsa Banchile Corredores de Bolsa S.A.
<b>ASESORES LEGALES</b>	Carey & Allende, Abogados
<b>AUDITORES</b>	PricewaterhouseCoopers

**Tabla 3.16: Fuente, Características de la Emisión, Prospecto AquaChile Primera Emisión de Acciones.**

La cantidad Total de Acciones Ascende a 770 millones en donde el número de máximo de acciones a colocar corresponde hasta 387 millones de acciones. La dilución de la propiedad para esta compañía es de 35,83%. Para ver la estructura Accionaria de la compañía ir a Anexo H.1 al final de este estudio.

Dentro de los objetivos de la compañía para Emitir Acciones por primera vez en la Bolsa de Comercio de Santiago se mencionan:

1. Financiar el plan de desarrollo y crecimiento de la Compañía, en donde las inversiones ascienden aproximadamente a US\$ 470 millones para los próximos 5 años, principalmente para adaptarse a la nueva tecnología que exige el nuevo marco regulatorio vigente, así como también el capital de trabajo requerido para financiar mayores volúmenes de producción de Salmón y Tilapia.

2. También para fortalecer la estructura financiera de la compañía utilizando las reservas de la colocación de acciones para el pago parcial de las obligaciones financieras, que fueron contraídas mediante el Contrato de Reprogramación de Pasivos el 7 de septiembre de 2009, entre Las Empresas AquaChile S.A. y sus empresas relacionadas suscrito con sus bancos acreedores.

La estructura Accionaria de la Compañía se menciona en detalle en el Anexo H.1 y el detalle del Directorio de AquaChile en el Anexo H.2.

Dentro de los factores que se consideran para invertir en este mercado:

**Chile como Potencia Acuícola:** Existe un Liderazgo mundial, Nuestro país cuenta capacidad de crecimiento relevante, Posee Ventajas competitivas, productivas y comerciales, Es una Industria clave para el país.

**Demanda Creciente Y Oferta Limitada:** En el mundo existe una Tendencia a la alimentación Saludable y de calidad, Cada vez es mayor la demanda por productos del mar, La Acuicultura es una forma de satisfacer demanda, El Salmón y Tilapia: Eficiencia y crecimiento, Favorables perspectivas en cuanto al precio.

**Cambio Estructural En La Industria:** La Nueva regulación es más efectiva, Existe una Mejor fiscalización y mayor empoderamiento de la autoridad en cuanto a los parámetros que las empresas deben cumplir en esta industria, El Mejoramiento continuo permite sustentabilidad en el largo plazo.

Para ver en detalle los Estados Financieros de la Compañía se encuentran en el Anexo H.4 al final de este informe.

### **3.8. AUSTRALIS SEAFOODS S.A.**

#### **Antecedentes Generales del Emisor.**

<b>Emisor</b>	<b>Australis Seafoods S.A.</b>
<b>Actividad</b>	Producción y comercialización de ovas, smolts y salmónidos
<b>Código Nemotécnico</b>	AUSTRALIS
<b>Dirección de oficinas corporativas</b>	Avenida Presidente Riesco 5711, oficina 1603 Las Condes, Santiago
<b>Teléfono</b>	(+56 2) 229 5800
<b>Página web</b>	www.australis-seafoods.cl

**Tabla 3.17: Fuente, Antecedentes Generales, Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones.**

Australis es una empresa dedicada a la producción y comercialización de ovas, smolts y salmónes. El proceso productivo del salmón comienza con la genética, reproducción, alevinaje y smoltificación<sup>5</sup> en agua dulce y finaliza con la engorda en agua de mar. Posteriormente, los salmónes son cosechados, procesados y comercializados en los distintos mercados del mundo. Cada una de las etapas productivas necesita de procesos altamente tecnificados, que buscan replicar el ciclo natural de vida del pez, y además es necesario contar con personal calificado y experto, capaz de asegurar las condiciones sanitarias para alcanzar productos de primera calidad. Para ser más eficiente, Australis ha organizado sus operaciones siguiendo la cadena de valor del salmón: Landcatch Chile es la filial que agrupa todas las actividades relacionadas con el agua dulce, Australis Mar es la responsable de la engorda en agua de mar, procesamiento y comercialización del salmón. La crianza en agua dulce se refiere a los procesos de alevinaje y smoltificación de los peces, es decir, desde la incubación de las ovas hasta su transformación en alevín (15 a 20g) y su posterior crianza hasta convertirse en smolt (igual o mayor a 100 g). Landcatch Chile tiene 6 pisciculturas orientadas a la producción de alevines y smolts. Engorda en agua de

---

<sup>5</sup> Corresponden a los cambios fisiológicos que sufren los salmónes para adaptarse al ambiente marino.

mar. Los smolts seleccionados son trasladados a los centros productivos ubicados en la Región de Aysén, en sitios que presentan características oceanográficas que son ideales para completar su proceso de engorda y cosecha. En estos centros se utilizan balsas-jaulas metálicas que soportan redes de 16 metros de profundidad donde se mantienen los peces, buscando las mejores condiciones para el desarrollo del cultivo y la seguridad del personal técnico. Cada centro está dotado de tecnología de última generación que optimiza las tareas productivas y reducir los costos de producción, contando con entrega automática, centralizada y controlada del alimento, según las necesidades particulares de los peces de acuerdo a cada etapa de crecimiento. La alimentación es uno de los puntos más relevantes para el éxito del negocio. Su adecuada administración no sólo es necesaria para alcanzar la calidad y el peso deseado del producto final; también representa el principal costo asociado a esta actividad y, por lo tanto, se logra mayor eficiencia. En el caso de Australis Mar, el alimento explica aproximadamente el 60% de los costos. El plan de desarrollo de Australis contempla alcanzar una producción de 80.000 toneladas anuales de salmónidos hacia el año 2015. Esto implica materializar inversiones en activos fijos y capital de trabajo en U\$ 274 millones.

El directorio y la Gerencia corporativa se pueden encontrar al final de este estudio en los Anexos I.2 y I.3 respectivamente.

### **Características de la Emisión.**

<b>Número actual de acciones suscritas de la Compañía</b>	1.223.002.444	<b>Clasificación de riesgo de las acciones</b>	Primera clase nivel 4 (Fitch Clasificadora de Riesgo Ltda.)
<b>Número de acciones emitidas (aumento de capital)</b>	187.000.000		Primera clase nivel 4 (Clasificadora de Riesgo Humphreys Ltda.)
<b>Plan de stock options ejecutivos</b>	7.000.000	<b>Agente colocador</b>	Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa
<b>Número final de acciones suscritas y pagadas de la Compañía</b>	1.410.002.444	<b>Market Maker</b>	Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa
<b>Porcentaje de dispersión (incluyendo stock option)</b>	13,26%	<b>Sponsor</b>	Larrain Vial S.A. Corredora de Bolsa
<b>Tipo de inscripción</b>	Mercado de Acciones de Empresas Emergentes	<b>Asesor legal</b>	Baraona, Marré & Spiess Abogados

**Tabla 3.18: Fuente, Características de La Emisión, Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones**

En la Tabla descrita con anterioridad se muestran las características de la emisión en donde el número total de acciones de la compañía corresponde a más de 1.400 millones, en donde el porcentaje de dispersión alcanza el 13,26% del total de Acciones. El Plan de inversiones de Australis, contempla aumentar el volumen de producción desde 32.000 toneladas estimadas para 2011 a 80.000 toneladas al 2015, está sustentado en su genética, capacidad de autoabastecerse de ovas, activos de agua dulce y agua de mar, y en la gran capacidad y visión de su equipo experto. Australis no cuenta con una planta de proceso debido a que la capacidad ociosa del mercado durante los últimos años no ha justificado realizar una inversión de este tipo. Sin embargo, considerando su plan de crecimiento de producción al año 2015, en el año 2012 ya cuenta con una primera planta de proceso en funcionamiento.

Para ver en detalle la Estructura Accionaria de la compañía y Los Estados Financieros se pueden encontrar en los Anexos I.1 y I.4 respectivamente.

### **3.9. CRUZ BLANCA.**

Cruz Blanca Salud es una de las principales empresas del Sector de la Salud en Chile, en donde participa de los negocios de prestaciones, tanto en Clínicas como en atenciones ambulatorias, y de Seguros de Salud a través de una Isapre. Los ingresos de la compañía se pueden dividir en dos tercios provenientes del negocio prestador y un tercio del asegurador. En el negocio de prestaciones ambulatorias la Compañía cuenta con 1.085 boxes para atención ambulatoria, en donde 1.015 pertenecen a Integramédica y 72 a su red de clínicas. Integramédica es uno de los mayores prestadores ambulatorios privados del país. Cuenta con una red de 13 centros médicos en Santiago, La Serena y Concepción. El año 2010 Integramédica realizó 3.891.156 atenciones y 2.718.100 exámenes de laboratorio. En el negocio de prestaciones clínicas, Cruz Blanca Salud cuenta con una red de clínicas que totalizan 364 camas, siendo uno de los principales prestadores privados en Viña del Mar, Antofagasta y Arica, a través de las clínicas Reñaca, Antofagasta y San José. En el negocio asegurador, La Isapre Cruz Blanca es una de las principales Isapres del país en donde el

21,3% corresponde a la participación de mercado y además es la tercera en términos de cotizantes con un 20%, contando hasta diciembre de 2010 con 279.957 cotizantes.

Para ver en detalle el Organigrama de la Compañía se debe ir al Anexo J.2 al final de este estudio.

Cruz Blanca Salud tiene un modelo de negocios, en donde participa del negocio prestador y asegurador. Su estrategia ha sido la diversificación y el crecimiento basado en obtener sinergias y economías de escala en la operación de sus negocios. La integración de su modelo de negocios permite a la Compañía proveer de una oferta de valor agregado a sus clientes, ofreciendo productos con complementos significativos, los que son a su vez una fuente para el desarrollo de las clínicas y centros médicos, actuales y futuros. Las ventas de planes de Isapre Cruz Blanca orientados al grupo Cruz Blanca Salud aumentaron de un 9% a un 30% de la venta nacional entre marzo de 2010 y marzo de 2011. Este aumento proviene de un incremento de 2 puntos en las clínicas del grupo y de 19 puntos por la generación de nuevos planes orientados a Integramédica. También, el modelo de negocios integrado de Cruz Blanca Salud permite generar un mayor volumen de negocios entre las empresas del Grupo. Actualmente un 19% de la venta de los prestadores de Cruz Blanca Salud se realiza a pacientes con previsión en la Isapre Cruz Blanca. La participación de la Isapre Cruz Blanca aumentó desde un 17% el primer trimestre de 2010 a un 19% en el primer trimestre de 2011, explicado tanto por un incremento de la participación en las clínicas desde un 24% a un 27% como por un aumento en Integramédica desde un 13% a un 15%. Asimismo, las clínicas capturan cerca de un 40% del gasto que tiene la Isapre en las regiones donde éstas operan.

En el esquema que se muestra a continuación menciona la estructura del sistema de Salud en nuestro país, en donde se muestran los distintos agentes que intervienen, del sector público y privado, como también las entidades de gobierno que las regulan como el Ministerio de Salud y varias Superintendencias.



**Ilustración 3.7: Fuente, Estructura del Sistema de Salud en Chile, Prospecto Cruz Blanca Primera Emisión de Acciones.**

### Características de la Emisión.

Emisor	Cruz Blanca Salud S.A.
Código Nemotécnico	CRUZBLANCA
Número de Acciones Suscritas y Pagadas	483.062.000 acciones
Número de Acciones Ofrecidas	Hasta un máximo de 222.063.675 acciones 122.063.675 acciones de pago (primarias) Hasta un máximo de 100.000.000 acciones en circulación (secundarias)
Porcentaje de Dispersión	Hasta un 35,3%

**Tabla 3.19: Fuente, Características de la Emisión, Prospecto Cruz Blanca Primera Emisión de Acciones.**

En la tabla anterior se mencionan las características de la Primera Emisión de acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago, en donde el número total de acciones asciende a más de 483 millones y el porcentaje de dispersión de la compañía alcanza el 35,3%.

Los fondos obtenidos mediante la emisión de las acciones serán destinados por la Compañía a:

1. Aproximadamente un 65% para fortalecer el plan de desarrollo y crecimiento de la Compañía, en donde el financiamiento se utilizará principalmente para: (i) inversiones

necesarias para seguir desarrollando el negocio de la filial Integramédica S.A., en donde comprenderá la apertura de nuevos centros, la expansión y remodelación de las instalaciones existentes y la renovación de equipamiento médico; (ii) plan maestro de desarrollo de las filiales que operan el negocio clínico, lo que comprende principalmente obras de remodelación y expansión de capacidad, renovación de equipamiento y compra de nuevo equipamiento médico; (iii) oportunidades de crecimiento no orgánico mediante la inversión en el desarrollo de nuevos negocios y adquisiciones en el rubro de prestación de servicios de salud.

2. El restante 35%, al fortalecimiento financiero de la Compañía, reduciendo su nivel de pasivos mediante el prepago de obligaciones financieras.

Para ver en detalle la Estructura Accionaria y los Estados Financieros de Cruz Blanca se pueden ver en el Anexo J.1 y J.3 respectivamente al final de este estudio.

## **CAPITULO 4.**

# **ELECCIÓN Y APLICACIÓN DEL MODELO DE ESTUDIO EN LAS IPOS ENTRE EL PERIODO 2008-2011 EN CHILE.**

## **CAPITULO 4. ELECCIÓN Y APLICACIÓN DEL MODELO DE ESTUDIO EN LAS IPOS ENTRE EL PERIODO 2008-2011 EN CHILE.**

Fama (1998) justifica utilizar la Rentabilidad Anormal Acumulada (CAR) debido a que existe un conocimiento mayor de la distribución de propiedades y de los test estadísticos utilizados. Fama también señala que todos los métodos que determinan o estiman rentabilidades anormales están sujetos a problemas derivados de la mala especificación del modelo y ningún método es capaz de minimizarlos para toda clase de eventos. Incluso el modelo de 3 factores propuesto por Fama y French al utilizar diferentes grupos de control obtienen distintas rentabilidades. Por eso en este trabajo utilizaremos uno de los métodos clásicos como es el CAR que sido la base para tratar este tema en estudios anteriores en nuestro país y también en Mercados Internacionales.

### **1. Descripción Modelo.**

Para analizar el comportamiento de las acciones y calcular el rendimiento que obtienen las firmas al efectuar por primera vez una emisión en la Bolsa de Comercio de Santiago, se empleará la metodología del cálculo del Retorno Anormal Ajustado (MAAR) propuesta por Aggarwal, et al (1993) que también ha sido denominada Retorno Anormal Acumulado (CAR) cuando se calcula y se obtiene el promedio de los retornos de las empresas analizadas. Este método ha sido uno de los más utilizados para obtener los rendimientos.

A continuación revisaremos la especificación del modelo:

$$R_{i1} = \frac{P_{i1}}{P_{i0}} - 1 \quad (4.1)$$

El cálculo del retorno para título “i” el primer día de transacción esta dado en la ecuación (1) en donde  $P_{i1}$  representa al precio del título “i” al final del primer día de transacción en la bolsa, es decir el precio de cierre del título y  $P_{i0}$  es el precio del título “i” al inicio del primer día, es decir es el precio de oferta con el cual se transo por primera vez en la Bolsa.

$$R_{m1} = \frac{P_{m1}}{P_{m0}} - 1 \quad (4.2)$$

La Metodología para calcular el retorno del mercado durante el mismo periodo en el cual se transan los títulos, están representados en la ecuación (2) descrita anteriormente. El dato  $P_{m1}$  representa el valor del índice de mercado al final del primer día de transacción.  $P_{m0}$  es el valor del índice de mercado al inicio del primer día del título. El índice que utilizaremos para el cálculo del retorno del mercado en una primera etapa será el índice bursátil IGPA y luego analizaremos el comportamiento del Retorno de las acciones mediante el Índice IPSA. Utilizaremos el índice IGPA ya que representa en forma certera la tendencia del mercado. Además lo utilizaremos para comparar los resultados de este estudio con los realizados por Gregoire y Castillo (2009) en donde utilizaron la misma metodología y el mismo índice de mercado.

El otro índice que fue utilizado para medir el rendimiento del mercado es el Índice IPSA, que es considerado como el mejor indicador de resultados del mercado chileno de acciones ya que fue diseñado para medir los retornos de las compañías más líquidas de La Bolsa de Comercio de Santiago.

Para calcular el retorno anormal ajustado de cada IPO el primer día de transacción se especifica en la ecuación (3)

$$MAAR_{i1} = \left[ \frac{(1 + R_{i1})}{(1 + R_{m1})} - 1 \right] * 100 \quad (4.3)$$

El Retorno Anormal Acumulado (CAR) está calculado de la siguiente forma:

$$CAR_{in} = \sum_{t=1}^n MAAR_{it} \quad (4.4)$$

Donde  $i$  representa a la firma emisora de las acciones y  $n$  corresponde al número de días después de la IPO que será considerado como ventana del evento en la cual se analizará el comportamiento de las acciones.

Para el análisis en cuestión se tomaran los datos de los días 1, 5 y 21 en donde se analizará el comportamiento de cada empresa que se abrió a la Bolsa de Comercio de Santiago por primera vez.

Ahora para calcular el Retorno Anormal Acumulado del Mercado promediamos los Retornos Anormales Ajustados (MAAR) de cada IPO, considerando para esto la distribución T-Student para los CARs incluidos en la muestra.

$$CAR_n = \frac{\sum_{t=1}^n MAAR_{it}}{N} \quad (4.5)$$

Donde N corresponde al número de IPOs en la muestra, que en nuestro caso es el número total de empresas en análisis.

Además calculamos la significancia estadística de los CARs mediante la t-student que se muestra en la ecuación (6) en donde la hipótesis nula es  $CAR_n = 0$ , y lo que trata de probar es que el retorno anormal de las acciones es igual a cero.

$$T - Student = \frac{CAR_n}{\sqrt{S_t^2 / N}} \quad (4.6)$$

También la ecuación se puede reescribir de la siguiente forma:

$$T - Student = \frac{CAR_n}{S_t / \sqrt{N}} \quad (4.7)$$

Donde  $S_t$  a la desviación estándar de  $MAAR_{i1}$  y se calcula de la siguiente manera:

$$S_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (MAAR_{i1} - CAR_{in})^2}{N - 1}} \quad (4.8)$$

El modelo a utilizar es una réplica de lo realizado por Aggarwal, Leal y Hernandez (2003) para el periodo 2008-2011. Esto nos permitirá tener una aproximación de los resultados y los rendimientos obtenidos por las firmas en análisis.

La muestra consiste en todas las IPOs realizadas en el mercado Chileno entre 2008-2011. Se obtuvo un total de 9 firmas que se abrieron a la bolsa en este periodo. Para el cálculo del retorno del mercado utilizamos el Índice General de Precios de Las Acciones (IGPA) en donde el análisis se concentro en los retornos diarios y también el Índice IPSA para comparar las posibles variaciones que puedan ocurrir en los resultados.

## **2. Aplicación del Modelo de Estudio**

Para el cálculo del Rendimiento Anormal Ajustado (MAAR) o Rendimiento Anormal Acumulado (CAR) se determinó mediante la metodología empleada por Aggarwal et al.(1993). Los datos fueron obtenidos a partir de la Página Oficial de la Bolsa de Comercio de Santiago para las 9 empresas que realizaron una IPO en el periodo de análisis 2008-2011. Desde la página Web de la Bolsa de Comercio de Santiago, fueron obtenidos los precios de inicio y cierre de las acciones de las 9 firmas que emitieron por primera vez acciones, los días 1, 5 y 21, para evaluar su rentabilidad y poder comparar con estudios realizados anteriormente en donde se utilizó la misma metodología. Dentro de las firmas que fueron analizadas y que realizaron por primera vez una IPO en el Mercado Chileno encontramos a: Azul Azul, Enjoy, Cruzados, Hites, Camanchaca, Cruz Blanca, Australis, AquaChile y CFR. Para la obtención de los datos históricos desde el primer día que se emitió una acción al mercado, se ingresó a la página de la Bolsa de Comercio de Santiago, en donde seleccionamos a cada empresa que realizó una Oferta Pública Inicial (IPO) entre el periodo 2008-2011 y recopilamos la información necesaria de cada firma desde el primer día de la emisión de acciones. Para cada firma se determinó su retorno anormal mediante la siguiente fórmula que fue explicada anteriormente:

$$R_{i1} = \left( \frac{P_{i1}}{P_{i0}} - 1 \right) * 100 \quad (4.1)$$

Para determinar la rentabilidad de cada empresa fue necesario contar con el precio de inicio de cada acción, es decir fue el precio de oferta que cada empresa determinó al momento de presentar por primera vez la acción al mercado. En la ecuación este dato fue denominado como  $P_{i0}$ .

Además fue necesario recopilar el precio de cierre que obtuvo cada acción al finalizar el primer día y los demás días de análisis. Este dato fue denominado  $P_{i1}$ . Con los datos anteriores determinamos el Retorno de cada Título para el primer día de transacción. Este mismo procedimiento se realizó para el día número 5 y 21 de transacción. Para ver de forma más clara lo expuesto en la ecuación anterior podemos mencionar como ejemplo el caso de la firma CFR en donde el precio de inicio y cierre al momento de la colocación fue de 85 y 96,36 pesos respectivamente, el día 05 de Mayo de 2011. Para ver más sobre las firmas y el retorno de cada una de ellas ver Anexo K.

Luego de calcular la rentabilidad de cada título, fue necesario determinar el Retorno del Índice de Mercado. Para esto se utilizaron 2 índices de referencia: el Índice General de Precios de las Acciones (IGPA) y luego el Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA).

Para determinar el retorno del Índice de Mercado para los diferentes días se utilizó la siguiente ecuación:

$$R_{m1} = \left( \frac{P_{m1}}{P_{m0}} - 1 \right) * 100 \quad (4.2)$$

En donde  $P_{m0}$  representa el valor que tomó el IGPA y también el IPSA, al comienzo del primer día de ser emitida la acción de cada firma en análisis. El dato  $P_{m1}$  representa el valor de cierre que tomó el Índice al final del primer día de transacción en el Mercado. Para mostrar de forma más gráfica lo expuesto con anterioridad, podemos mencionar como ejemplo a la firma Azul Azul en donde el precio de inicio y cierre del primer día de transacción (27 de noviembre del 2008), tomó 12.054 y 11.992 pesos respectivamente, utilizando como índice de referencia al IGPA. Para ver más en detalle a cada firma y el valor que tomó el IGPA y también el IPSA ver los Anexos desde K al N al final de este Estudio.

Se utilizó el Índice IGPA para calcular el Índice de Mercado, ya que éste agrupa a gran parte de las acciones transadas en la Bolsa de Comercio de Santiago, y por esto representa, de forma más exacta, la tendencia del mercado. Este índice es el más antiguo del mercado Chileno, sus inicios fueron en el año 1954 y hasta el momento es uno de los principales indicadores del mercado de acciones en Chile. Lo que puede llegar a Capitalizar la Bolsa de

Comercio de las compañías que componen el IGPA equivale a 241.473 Millones de Dólares, lo que representa un 89% de la capitalización bursátil de todas las empresas listadas en el Mercado. El índice actualmente está compuesto por 114 empresas y cumplen con los requisitos mínimos exigidos por la Bolsa de Comercio de Santiago.

Con la información anterior se obtuvo como resultado para cada firma tres Retornos de Mercado correspondientes a los días 1, 5 y 21 desde el momento de su colocación en la Bolsa de Comercio de Santiago. Se obtuvieron 27 observaciones como resultado, en donde cada empresa analizada (9 firmas) obtuvo 3 retornos del índice de mercado los que fueron del día 1, 5 y 21.

El Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) está diseñado para medir los resultados de las compañías más líquidas del mercado chileno que están listadas en la Bolsa de Comercio de Santiago. El IPSA es considerado como el mejor indicador de resultados del mercado de acciones en Chile. La capitalización bursátil de las compañías componentes del IPSA equivale a 183.883 Millones de Dólares, lo que representa un 68% de la capitalización bursátil total de todas las empresas listadas en Bolsa de Comercio de Santiago. La mayoría de las empresas que componen este índice son líderes dentro de sus industrias y son marcas conocidas. Además, la lista de empresas es estable, y las acciones se transan activamente, lo que implica una baja tasa de recambio de empresas y un alto nivel de liquidez.

Luego de tener los resultados de los retornos de los títulos y además los retornos del índice de mercado para cada empresa, se determinó el Retorno Anormal Ajustado por el Mercado (MAAR) para cada Firma que efectuó una IPO en el periodo de análisis. La Ecuación número 3 especificada anteriormente:

$$MAAR_{i1} = \left[ \frac{(1 + R_{i1})}{(1 + R_{m1})} - 1 \right] \cdot 100 \quad (4.3)$$

Es así que se obtuvo como resultado 9 observaciones, una para cada empresa, en donde se midió su rentabilidad individual. Luego de esto, con los datos obtenidos, se determinó el Retorno Anormal Acumulado (CAR), para cada día de análisis en conjunto con todas las empresas. Para este cálculo fue necesario sumar los Retornos Anormales Ajustados por el

Mercado (MAAR) de cada empresa y el resultado dividirlo por el total de empresas analizadas. Este cálculo fue necesario para determinar la media o promedio total de todas las empresas analizadas del Retorno Anormal Acumulado, del día 1, 5 y 21 respectivamente.

Para testear la hipótesis de que la Media o Retorno Anormal Acumulado (CAR) es igual a cero se calculó mediante la prueba T-Student. Para esto es necesario contar con los siguientes datos, como el rendimiento anormal acumulado (CAR), la desviación estándar y el número total de empresas de los días 1, 5 y 21 de análisis. A continuación podemos ver la formula que fue explicada con anterioridad.

$$T - Student = \frac{CAR_n}{S_t / \sqrt{N}} \quad (4.7)$$

Para determinar la ecuación anterior es necesario determinar con anterioridad la desviación estándar de cada día de análisis.

$$S_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^N (MAAR_{i1} - CAR_{in})^2}{N - 1}} \quad (4.8)$$

Como vemos en la ecuación anterior fue necesario determinar la diferencia que existe entre el Retorno Anormal Ajustado de cada empresa y su promedio que está determinado por la media o CAR que se calculó con anterioridad. Esta diferencia al cuadrado busca calcular la distancia o dispersión que existe entre cada dato y su promedio para determinar que tan dispersos o distintos son los retornos de cada empresa con su promedio. Luego de esto se divide el total obtenido por el número total de empresas en análisis menos 1. Todo lo anterior aplicando raíz cuadrada.

Los resultados de la Media, Desviación Estándar y la Prueba T-Student serán analizados en el capítulo siguiente.

## **CAPITULO 5.**

### **RESULTADOS Y CONCLUSIONES.**

**CAPITULO 5. RESULTADOS Y CONCLUSIONES.**

Después de un arduo trabajo en cuanto a la recopilación de información, descripción de cada empresa analizada, búsqueda y análisis de datos, descripción de la Normativa vigente, descripción del Modelo a utilizar, y otros puntos analizados en los capítulos anteriores, a continuación se expondrán los resultados obtenidos en este Estudio. Estos resultados fueron determinados a partir de 2 Índices de Mercado (IGPA, IPSA) para comparar el nivel de rentabilidad que puede influir un índice con el otro en el Resultado Final.

**Resultados tomando como Índice de Mercado el IGPA.**

1. Retornos Anormales de Corto Plazo.

MEDIA		DESV.ESTANDAR		T STUDENT	
<b><u>MAAR 1</u></b>	1,3307	<b>S1</b>	5,6953	<b>T1</b>	0,7009
<b><u>MAAR 5</u></b>	-1,0673	<b>S5</b>	1,9873	<b>T5</b>	-1,6112
<b><u>MAAR 21</u></b>	-0,8310	<b>S21</b>	2,2510	<b>T21</b>	-1,1075

Tabla 5.1: Retorno Anormal Ajustado o Acumulado por el Mercado para los días 1, 5 y 21.

Los resultados fueron determinados a partir de la metodología descrita en el capítulo anterior, en donde la hipótesis nula a comprobar es que la media es igual a cero, es decir que para los días en estudio la rentabilidad obtenida puede ser cero. Los resultados del promedio de cada día en estudio fueron descritos en la tabla anterior y están representados por las siglas MAAR1, MAAR2 y MAAR3 respectivamente, los que representan al Retorno Anormal Acumulado de todas las Empresas en análisis. Los valores obtenidos son 1,33%, -1,07% y -0,83%. Al realizar la prueba de hipótesis, para analizar si se rechaza o se acepta la hipótesis nula, esta fue realizada mediante La Prueba T de Student. El cálculo se hizo para un 95% de confianza, en donde se analizó el intervalo de confianza, y comprobar en qué punto del intervalo se encuentra los valores T calculados, si en la región de aceptación o de rechazo de la hipótesis nula. Los puntos críticos, considerando un 95% de confianza y con n-1 grados de libertad (8 grados de libertad) obtenidos de la tabla son los

siguientes: -2,3060 y 2,3060. Como los T calculados están dentro de la región de aceptación, no se puede rechazar la hipótesis nula.

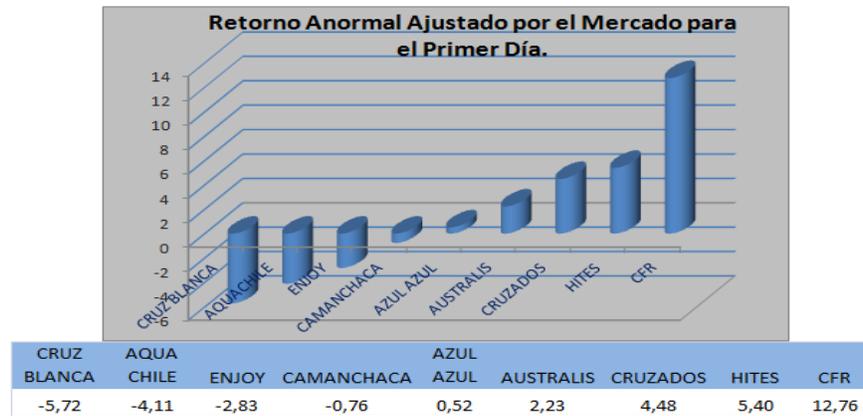
También fueron comprobados los resultados de la Prueba T por el valor P-Value calculado por el Programa SPSS para los días 1, 5 y 21 que fueron de 0,503; 0,146 y 0,3 respectivamente. Para rechazar la hipótesis nula es necesario que P sea menor a 0,05, considerando un 95% de confianza, por lo tanto con los resultados obtenidos podemos decir que no se puede rechazar la hipótesis nula, de que la media de los retornos de cada día podría ser cero. Los retornos obtenidos no permiten comparar los resultados con estudios realizados anteriormente que utilizaron la misma Metodología de Estudio (MAAR y CAR) para el primer día.

La Prueba T de Student confirma los rendimientos obtenidos con anterioridad, es decir existieron rendimientos el primer día, pero estos no fueron rendimientos anormales.

Como la muestra de los datos no es muy grande, la validez de los resultados no es muy confiable. El hecho de no rechazar la hipótesis nula significa que no se rechaza por la evidencia insuficiente de los datos, es decir los datos no son robustos y no son concluyentes. Para esto se recomienda utilizar otros métodos de cálculo en estudios posteriores. A continuación se analiza el retorno obtenido en cada empresa:

La IPO (Oferta Pública Inicial) que obtuvo el mayor Retorno Anormal Ajustado por el Mercado el primer día de transacción fue la empresa CFR alcanzando un 12,76% de rentabilidad. En cambio, la empresa que obtuvo el más bajo Retorno Anormal Ajustado por el Mercado el primer día fue Cruz Blanca con un -5,72%.

A continuación se muestra un grafico con los Retornos obtenidos por cada empresa especificando desde el menor al mayor retorno:



**Ilustración 5.1:** (Fuente, Elaboración Propia del Retorno Anormal Ajustado por el Mercado para el Primer día de cada firma a partir de los Datos Obtenidos de la Página Oficial de la Bolsa de Comercio de Santiago utilizando el índice IGPA.)

Como podemos apreciar en el grafico anterior se muestran los distintos niveles de Retornos Anormales Ajustados por el Mercado para cada IPO realizada en el periodo de Estudio tomando como Índice de Mercado el Índice IGPA.

**Resultados tomando como Índice de Mercado el IPSA.**

A continuación se efectuó el mismo procedimiento de la Metodología utilizada por Aggarwal, et al (1993) pero ahora considerando como índice de Mercado al Índice IPSA, para comprobar si existen diferencias en comparación con el IGPA en los Resultados de los Retornos calculados.

2. Retornos Anormales de Corto Plazo.

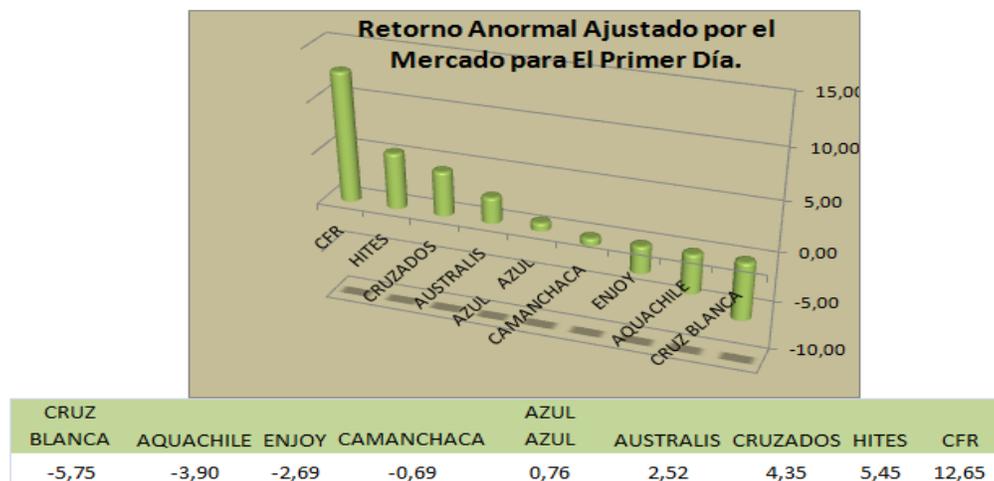
MEDIA		DESV.ESTANDAR		T STUDENT	
<u>MAAR 1</u>	1,4129	<u>S1</u>	5,6303	<u>T1</u>	0,7529
<u>MAAR 5</u>	-0,7278	<u>S5</u>	2,3633	<u>T5</u>	-0,9239
<u>MAAR 21</u>	-0,5165	<u>S21</u>	1,7884	<u>T21</u>	-0,8664

**Tabla 5.2:** Retorno Anormal Ajustado o Acumulado por el Mercado para los días 1, 5 y 21.

Como podemos apreciar el Retorno Anormal Acumulado, o dicho de otra manera, el promedio de todos los retornos calculados para cada IPO es de 1,41%, -0,7278% y -0,5165% respectivamente. La hipótesis nula menciona que la media es igual a cero y debe

ser comprobada. Para esto fue necesario calcularlo mediante La Prueba T de Student. El cálculo se hizo para un 95% de confianza, en donde los puntos críticos obtenidos desde la tabla, con n-1 grados de libertad (8 grados de libertad) son los siguientes: -2,3060 y 2,3060. Como los T calculados están dentro de la región de aceptación, no se puede rechazar la hipótesis nula. También fueron comprobados los resultados de la Prueba T por el valor P-Value calculado por el Programa SPSS para los días 1, 5 y 21 que fueron de 0,473; 0,383 y 0,411 respectivamente. Para rechazar la hipótesis nula es necesario que P sea menor a 0,05, considerando un 95% de confianza, por lo tanto con los resultados obtenidos podemos concluir que no se puede rechazar la hipótesis nula, de que la media de los retornos de cada día podría ser cero. También como se menciona con anterioridad debido a que la muestra de los datos no es muy grande, la validez de los resultados no es muy confiable. El hecho de no rechazar la hipótesis nula significa que no se rechaza por la evidencia insuficiente de los datos, es decir los datos no son robustos y no son concluyentes. Para esto se recomienda utilizar otros métodos de cálculo en estudios posteriores. A continuación se analizará el retorno de cada empresa: El Retorno Anormal Ajustado más alto fue obtenido por la Firma CFR Pharmaceuticals con un 12,65% y la empresa que obtuvo la Rentabilidad más baja fue Cruz Blanca con -5,75%.

A continuación se muestra un grafico que muestra en detalle los retornos de cada IPO:



**Ilustración 5.2:** (Fuente, Elaboración Propia del Retorno Anormal Ajustado por el Mercado para el Primer día de cada firma a partir de los Datos Obtenidos de la Página Oficial de la Bolsa de Comercio de Santiago utilizando el índice IPSA.)

### **Resultados en Estudios Anteriores.**

Aggarwal, Leal y Hernández (1993) encontraron en el estudio realizado para Brasil, Chile y México, una rentabilidad para el primer día de 78,5%, 16,7% y 2,8% respectivamente. Esta rentabilidad significativamente alta en Chile se explica principalmente porque la mayoría de las IPOs que se abrieron al mercado en ese periodo, correspondían a Empresas Públicas que fueron privatizadas. También cabe mencionar que existió una Rebaja Tributaria en el Impuesto a la Renta en donde se podía descontar hasta un 20% del Monto invertido en la Primera Emisión de Oferta Pública de Acciones.

Para el caso analizado por Gregoire y Castillo (2009) la rentabilidad alcanzada para el primer día fue de 5,92% lo que indica que está en línea con las IPOs de los mercados desarrollados, explicado en parte por la normativa y sistema de colocación similares.

Khurshed y Mudambi (2002) encontraron que el rendimiento para el primer día de transacción en el Mercado del Reino Unido fue de 6,56%.

En el caso de Chi y Padgett (2005), el retorno para el primer día de colocación en China, usando la metodología del MAAR, también denominado CAR, fue de 127,7%. Esta rentabilidad tan elevada se explica en parte a la gran subvaloración que sufrieron los títulos. Para asegurar que la primera emisión de acciones fuera exitosa y también que la transición de empresas públicas a empresas privadas igualmente tuviera éxito, el gobierno Chino intencionalmente controló la oferta de IPOs, lo que provocó esta significativa subvaloración.

Sohail y Nasr (2007) llegaron a un retorno en el primer día en Pakistán de 35,66%. Aktaş, Karan y Aydogan (2003) llegaron a un retorno en el primer día en Turquía de 6,67%.

Michaely y Shaw (1994) obtuvieron en su estudio, utilizando la metodología del CAR, una rentabilidad en el primer día en el mercado de Estados Unidos de 7,43%. Luego Aggarwal, Krigman y Womack (2002) encontraron que el retorno realizado nuevamente en Estados Unidos el primer día de transacción fue de 3,4%; Ellul y Pagano (2006) realizaron un Estudio para el mercado de Gran Bretaña y obtuvieron un retorno en el primer día de 47,66%. Kasimati y Dawson (2005) encontraron que el retorno en el primer día para Grecia es de 25,4% utilizando la metodología del CAR.

También se encuentra el estudio realizado por Yañez y Maquieira (2009) en donde la rentabilidad para el primer día de transacción en la Bolsa de Comercio de Santiago fue de 3,10% para un análisis realizado a 27 firmas.

Podemos observar, en las publicaciones mencionadas anteriormente, los distintos resultados y dispersión encontrados en diferentes países, para las distintas muestras y períodos de analizados.

### **Conclusiones.**

En este estudio se evidenció la presencia de Rendimientos Anormales el primer día de transacción de las Ofertas Públicas Iniciales de Acciones (IPOs) efectuadas en la Bolsa de Comercio de Santiago en el periodo comprendido entre los años 2008 a 2011, teniendo en consideración una muestra de 9 firmas. Pero a pesar de obtener retornos el primer día de transacción, estos resultados son ínfimos en comparación a los obtenidos en estudios anteriores realizados por Gregoire y Castillo (2009) y también Yañez y Maquieira (2009) en el Mercado Chileno.

Estos resultados no son comparables, debido a que estadísticamente los datos no muestran evidencia suficiente para ser confirmados. La prueba de hipótesis realizada mediante la Prueba T nos confirmó que la media de los retornos podría ser cero, no pudiendo rechazar la hipótesis nula. Esto en parte significa que los retornos obtenidos son significativamente bajos y no se pueden comparar con estudios realizados anteriormente, debido a que influyo fuertemente en los resultados el escenario económico que está a la baja principalmente en una parte considerable de los países desarrollados. La Prueba T de Student confirma los rendimientos obtenidos con anterioridad, es decir existieron rendimientos el primer día, pero estos no fueron rendimientos anormales.

Se aplicó la metodología de Retorno Anormal Ajustado por el Mercado para cada firma propuesta por Aggarwal, et al (1993) en donde los valores de la media de los Retornos encontrados fueron de 1,33%, -1,07% y -0,83% respectivamente considerando en una primera instancia como índice de mercado al IGPA. En una segunda etapa se consideró como índice del Mercado al IPSA, en donde los valores para los días 1, 5 y 21 en estudio

son 1,41%, -0,73% y -0,52% respectivamente. Al contrastar la tendencia de los resultados encontrados con ambos índices (IGPA, IPSA), indican que el índice de mercado IPSA se encuentra mejor posicionado obteniendo mejores retornos para el primer día e incluso la caída que sufren las acciones los días respectivos es menor. Esto puede ser explicado en parte a que el IPSA es considerado el mejor índice chileno, ya que fue diseñado para medir los resultados de las compañías más líquidas de La Bolsa de Comercio de Santiago y esto a su vez reduce el nivel de riesgo de obtener una menor rentabilidad.

Estos resultados parecen no estar en línea con los estudios realizados en nuestro país y también de aquellos efectuados en los mercados desarrollados. Esto se explica en parte a que el escenario mundial y las principales economías del mundo se encuentran en recesión. Los retornos obtenidos son relativamente bajos en comparación a lo realizado por Gregoire y Castillo (2009) con un 5.92% para el primer día de transacción y también para Yañez y Maquieira (2009) con un 3,1% para las distintas muestras y periodos analizados. Cabe destacar que la mayoría de las empresas analizadas en este periodo presentaron un comportamiento relativamente similar en cuanto al nivel de rentabilidad, en donde los retornos de la mayoría comenzó bajo y se volvió negativo en el transcurso de los días. La especulación y el escenario a la baja de varias economías importantes a nivel internacional afectaron los resultados. A pesar de que las firmas que realizaron la apertura al Mercado Accionario Chileno fueron empresas muy bien posicionadas dentro de nuestro país, la recesión mundial que se vive principalmente en los países desarrollados no permitió que se obtuvieran retornos significativos en el periodo de análisis. A esto se debe el bajo retorno y la mala volatilidad de las acciones del primer día que se transforma rápidamente en un retorno negativo, o pérdida, a partir del quinto día en adelante. Tal es el caso de las empresas que se dedican a las exportaciones de productos del mar como Camanchaca, AquaChile y Australis en donde su destino principal son los países desarrollados. Al estar presente esta recesión en sus economías locales esto impacta directamente las exportaciones desde nuestro país disminuyendo el consumo y la demanda del producto, provocando que el precio de las acciones de las compañías mencionadas disminuya por encontrarse en un periodo con menores ingresos. Justo el periodo de análisis se vio influenciado por la crisis Sub-Prime de Estados Unidos, luego esto afecto a la economía Europea a través del Euro y finalmente se vio afectada también la economía de los países

asiáticos en donde uno de los principales socios comerciales, China se vio afectado en el crecimiento económico, disminuyendo con esto la demanda de materias primas.

También esta baja rentabilidad se explica por medio del comportamiento presentado por el IGPA en el periodo de análisis, ya que este representa la tendencia que tiene el mercado chileno y que de alguna forma se vio influenciado por el mal escenario de la Crisis Económica Mundial en donde fueron presentadas las IPOs de las 9 firmas en análisis.

La tendencia de los resultados es muy distinta a lo visto en estudios anteriores a nivel nacional como internacional. En la gran mayoría de los estudios y la tendencia a nivel internacional reflejan que los retornos de la primera emisión de acciones sufren fuertes alzas sobre todo los primeros días, pero para el caso de este estudio en particular esta tendencia no se dio explicado principalmente por el mal escenario económico en el cual se efectuaron a pesar de ser empresas líderes y bien posicionadas a nivel nacional. Se recomienda para futuros estudios utilizar otros métodos de obtención de retornos en donde la prueba de hipótesis y de los datos puedan ser estadísticamente significativos.

## **BIBLIOGRAFÍA.**

- Aggarwal, R; L. Krigman, and K.Womack (2002), “*Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling*”, Journal of Financial Economics, Vol. 66, pp. 105-137.
- Aggarwal, R., R. Leal and L. Hernandez (1993), “*The Aftermarket Performance of Initial Public Offerings in Latin America*”, Financial Management, Vol. 22, pp. 42-53.
- Aktaş, R; Karan, M And K. Aydoğan (2003), “*Forecasting Short Run Performance of Initial Public Offerings in the Istanbul Stock Exchange*”, Journal of Entrepreneurial Finance, vol. 8, pp. 69-85.
- Allen, F and G. Faulhaber (1989), “*Signalling by underpricing in the IPO market*”, Journal of Financial Economics, Vol. 23, pp. 303-323.
- Beatty, R.P and J.R. Ritter (1986), “*Investment Banking, Reputation, and the underpricing of Initial Public Offerings*”, Journal of Financial Economics, 15, pp. 213-232.
- Benveniste, L. and P.Spindt (1989), “*How Investment Bankers Determine the offer price and allocation of new issues*”. Journal of Financial Economics, Vol. 24, pp. 343-361.
- Chi, J and C. Padgett (2005): “*Short-Run Underpricing and its Characteristics in Chinese Initial Public Offerings (IPO) Markets*”, Research in International Business and Finance, Vol. 19, pp. 71-93.
- Ellul, A and M.Pagano (2006), “*IPO underpricing and after-market liquidity*”, Review of Financial Studies, Vol. 19, pp. 381-421.
- Gregoire G. y Castillo R. (2009) “*Factores en la Subvaloración de Ofertas Públicas Iniciales (IPO) de Acciones entre los años 1993-2006*”. Multidisciplinary Business Review Vol. 2 N°1, pp.36-46.

- 
- Grinblatt, M. And G. Y. Wang, (1989), “*Signaling and the pricing of new issues*”, Journal of Finance, 44, 393-420.
  - Hughes, P.J, and A. Thakor (1992), “*Litigation Risk, Intermediation, and the Underpricing of Initial Public Offerings*”, The Review of Financial Studies, v 5, n 4, pp. 709-742.
  - Ibbotson, R. (1975), “*Price performance of common stock new issues*”, Journal of Financial Economics, 2, 235-272.
  - Ibbotson, R; J.Sindelar, and J.R.Ritter (1994), “*The market’s problems with the pricing of initial public offerings*”, Journal of Applied Corporate Finance, Vol.7, pp. 66-74.
  - Kasimati, E and P. Dawson (2005), “*Initial and aftermarket performance of IPO Stocks: Evidence from Greece*”, European Review of Economics and Finance, Vol. 4, pp. 23-31.
  - Khurshed, A and R.Mudambi (2002), “*The Short-Run Price Performance of Investment Trust IPOs on the UK Main Market*”, Applied Financial Economics, Vol. 12, pp. 697-706.
  - Michaely, R and W. Shaw (1994), “*The Pricing of Initial Public Offerings: Tests of Adverse-Selection and Signaling Theories*”, The Review of Financial Studies, Vol. 7, pp. 279-319.
  - Ritter, J (1998), “*Initial Public Offerings*”, Contemporary Finance Digest, Vol.2, pp. 5-30.
  - Rock, K (1986), “*Why New Issues are Under-priced*”, Journal of Financial Economics, Vol. 15, pp. 187-212.
  - Ross, Stephen A. Finanzas Corporativas. Editorial McGraw-Hill. Estados Unidos. Cap. 19, pp.591-620.
  - Sohail, M and M.Nasr (2007), “*Performance of Initial Public Offerings in Pakistan*”, International Review of Business Research Papers, Vol. 3, pp. 420-441.
  - Tinic, S.M., (1988), “*Anatomy of Initial Public Offerings of Common Stock*”, Journal of Finance, 43, pp. 789-822.

-Welch, I (1992), “*Sequential sales, learning and cascades*”, Journal of Finance, Vol. 47, pp. 695-732.

-Yáñez G. y Maquieira C. (2009) “*Rendimiento de Ofertas Públicas Iniciales de Acciones en Chile: Evidencia Empírica entre 1994 y 2007*”. Superintendencia de Valores y Seguros, Serie documentos de Trabajo, Volumen N°2. Santiago de Chile.

**ANEXOS.****Anexo A:****Ilustración A.1: Ejemplo de un Anuncio de Venta de Valores en Estados Unidos.**

**58 750 000 acciones de**

**Consolidated Rail Corporation**

**Acciones comunes de**  
(con valor de \$1 por acción)

**Precio: \$28 por acción**

Las acciones son vendidas por el Gobierno de Estados Unidos conforme a la Ley de Privatización de Conrail. La compañía no recibirá ningún ingreso por la venta de las acciones.

Las copias del folleto que describen estos instrumentos, así como las operaciones que realiza la compañía pueden obtenerse, previa solicitud, en cualquier estado con cualquier suscriptor autorizado a distribuirlos en dicho estado. Los instrumentos se ponen en oferta sólo por medio del folleto por lo que este anuncio no constituye una oferta de venta ni una solicitud de ninguna oferta de compra.

**52 000 000 de acciones**

Esta porción de la oferta es realizada en Estados Unidos y Canadá por los abajo firmantes.

**Goldman, Sachs & Co.**  
**The First Boston Corporation**  
**Merrill Lynch Capital Markets**  
**Morgan Stanley & Co.**  
**Salomon Brothers Inc.**  
**Shearson Lehman Brothers Inc.**

Alex, Brown & Sons  
Kidder, Peabody & Co.  
L.F. Rothschild, Unterberg, Towbin, Inc.  
William Blair & Company  
Piper, Jaffray & Hopwood  
Advest, Inc.  
Sanford C. Bernstein & Co., Inc.  
Dominion Securities Corporation  
Furman Seiz Mager Dietz & Birney  
Janney Montgomery Scott Inc.  
Cyrus J. Lawrence  
Stifel, Nicolaus & Company

Dillion, Read & Co. Inc.  
Lazard Freres & Co.  
J.C. Bradford & Co.  
Prescott, Ball & Turben, Inc.  
American Securities Corporation  
Blunt Ellis & Loewi  
Ebersfadt Fleming Inc.  
Gruntal & Co., Incorporated  
Johnson, Lane, Space, Smith & Co., Inc.  
Legg Mason Wood Walker  
The Ohio Company  
Sutro & Co.

Donaldson, Lufkin & Jenrette  
Montgomery Securities  
Smith Barney, Harris Upham & Co.  
Dain Bosworth  
Arnhold and S. Bleichroeder, Inc.  
Boettcher & Company, Inc.  
Eppler, Guerin & Tuner, Inc.  
Morgan Keegan & Company, Inc.  
Rauscher Pierce Refsnes, Inc.  
Tucker, Anthony & R. L. Day, Inc.

Drexel Burnham Lambert  
Prudential-Bache Capital Funding  
Wertheim Schroder & Co.  
A.G. Edwards & Sons, Inc.  
Robert W. Baird & Co.  
Burns Fry and Timmins Inc.  
First of Michigan Corporation  
Howard, Well, Labouisse, Friedrichs  
Jonston, Lemon & Co.  
Moseley Securities Corporation  
The Robinson-Humphrey Company, Inc.  
Underwood, Neuhaus & Co.

Hambrecht & Quist  
Robertson, Colman & Stephens  
Dean Witter Reynolds Inc.  
Oppenheimer & Co., Inc.  
Wheat, First Securities, Inc.  
Bateman Eichler, Hill Richards  
Butcher & Singer Inc.  
Cowen & Company  
First Southwest Company  
Interstate Securities Corporation  
Ladenburg, Thalman & Co.  
Needham & Company, Inc.  
Rothschild Inc.  
Stephens Inc.  
Wood Gundy Corp.

E.F. Hutton & Company Inc.  
Robertson, Colman & Stephens  
Dean Witter Reynolds Inc.  
Oppenheimer & Co., Inc.  
Wheat, First Securities, Inc.  
Bateman Eichler, Hill Richards  
Butcher & Singer Inc.  
Cowen & Company  
First Southwest Company  
Interstate Securities Corporation  
Ladenburg, Thalman & Co.  
Needham & Company, Inc.  
Rothschild Inc.  
Stephens Inc.  
Wood Gundy Corp.

Esta fracción especial de empresas en propiedad y controladas en minoría auxiliaron a los administradores principales en la oferta hecha en Estados Unidos conforme a la Ley de Privatización de Conrail.

**AIBC Investment Services Corporation**  
**WR Lazard Securities Corporations**

**Daniels & Bell, Inc.**  
**Pryon, Govan, Counts & Co. Inc.**

**Doley Securities, Inc.**  
**Muriel Siebert & Co., Inc.**

**6 750 000 acciones**

Esta porción de la oferta es realizada fuera de Estados Unidos y Canadá por los abajo firmantes.

**Goldman Sachs International Corp.**  
**First Boston International Limited**  
**Merrill Lynch Capital Markets**  
**Morgan Stanley International**  
**Salomon Brothers International Limited**  
**Shearson Lehman Brothers International**

Algemene Bank Nederland N.V.  
Nomura International  
ABC International Ltd.  
Crédit Lyonnais  
Morgan Grenfell & Co.  
J. Vontobel & Co. Ltd

Banque Bruxelles Lambert S.A.  
N. M. Rothschild & Sons  
Banque Paribas Capital Markets Limited  
Daiwa Europe  
Peterbroeck, van Campenhout & Cie SCS  
M.M. Warburg-Brinckmann, Wirtz & Co.

Banque Nationale de Paris  
J. Henry Schröder Wagg & Co.  
Caisse Nationale de Credit Agricole  
IMI Capital Markets (RU) Ltd.  
Peterbroeck, van Campenhout & Cie SCS  
Westdeutsche Landesbank

Cazenove & Co.  
Société Générale  
Campagne de Banque et d'investissements, CBI  
Joh. Berenberg, Gossler & Co.  
Swiss Volksbank  
Yamaichi International (Europe)

The Nikko Securities Co., (Europa) Ltd.  
S. G. Warburg Securities  
Leu Securities Limited  
Vereins- und Westbank  
Yamaichi International (Europe)

Marzo 27, 1987

### Anexo B.1: Análisis Foda de Azul Azul.

Fortalezas y Oportunidades		Debilidades y Amenazas
<p>Universidad de Chile es uno de los equipos con más arrastre en el país</p>	<p>El arrastre y popularidad del Club hace que muchos jóvenes talentos deportivos le den prioridad a la “U” como equipo en el cual deseen probarse e iniciar el desarrollo de su carrera deportiva.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Los resultados financieros están, en cierta medida, supeditados a los éxitos deportivos</li> </ul>
<p>Asimismo, según el mismo estudio anterior, Universidad de Chile es el club que cuenta con más arrastre dentro de las mujeres.</p>	<p>La “U” es uno de los principales equipos-vitrina</p>	<p>Azul Azul ha definido como parte de su estrategia el invertir en jugadores talentosos que puedan conformar un plantel ganador</p>
<p>Los seguidores de la “U” se caracterizan especialmente por su fidelidad.</p>	<p>La presencia de la Universidad de Chile (casa de estudios) en el directorio de la sociedad</p>	<p>Si bien Azul Azul ha invertido tiempo y recursos en la seguridad en los accesos y en el estadio mismo</p>
<p>La marca Universidad de Chile es, posiblemente, la que cuenta con mayor potencial de crecimiento dentro del ámbito deportivo</p>	<p>La industria del fútbol ha mostrado avances desde la promulgación de la ley que permitió la transformación de los clubes de fútbol en sociedades administradas con criterios de sociedades anónimas.</p>	<p>Si bien la seguridad ha mejorado mucho, todavía existe la percepción de inseguridad</p>
<p>Azul Azul cuenta con una administración de primer nivel</p>	<p>En los últimos meses el número de abonados al Canal de Fútbol ha crecido de manera importante</p>	<p>El hecho de no tener estadio propio implica que Universidad de Chile debe arrendar estadio cada vez que juega</p> <p>Azul Azul llegó a una transacción con CCU</p>
<p>El grupo de accionistas actuales, dentro de los que se cuentan prestigiosos empresarios y ejecutivos de diferentes empresas, ha permitido conformar un directorio de primer nivel.</p>		

Fuente: Prospecto Azul Azul Primera Emisión de Acciones.

### Anexo B.2: Organigrama de la Estructura Administrativa de la Sociedad Azul Azul.



Fuente: Prospecto Azul Azul Primera Emisión de Acciones.

## Anexo B.3: Estados Financieros de Azul Azul.

### Anexo 2.3.1: Balance Financiero en miles de pesos Junio 2008.

	30/06/2007	30/09/2007	31/12/2007	31/03/2008	30/06/2008
<b>Total activos circulantes</b>	<b>2.474.362</b>	<b>2.382.604</b>	<b>1.863.536</b>	<b>688.539</b>	<b>2.307.758</b>
Disponible	0	25.073	166.481	578	64.124
Depósitos a plazo	0	0	0	23.429	23.207
Deudores por venta (neto)	16.919	162.180	157.635	262.219	1.932.749
Documentos por cobrar (neto)	0	6.538	10.221	13.097	10.087
Deudores varios (neto)	3.654	2.255	11.782	39.380	11.978
Impuestos por recuperar	4.084	5.239	16.548	25.649	23.012
Impuestos diferidos	0	3.163	31.530	31.535	33.434
Otros activos circulantes	2.449.705	2.178.156	1.469.339	292.652	209.167
<b>Total activos fijos</b>	<b>0</b>	<b>1.154</b>	<b>7.299</b>	<b>28.825</b>	<b>28.099</b>
Maquinarias y equipos	0	1.187	7.490	29.601	31.266
Depreciación acumulada (menos)	0	(33)	(191)	(776)	(3.167)
<b>Total otros activos</b>	<b>8.810.634</b>	<b>9.030.297</b>	<b>9.450.202</b>	<b>10.223.344</b>	<b>10.037.222</b>
Impuestos diferidos a largo plazo	0	0	67.623	162.707	78.002
Intangibles	8.810.634	9.165.352	9.569.717	10.396.888	10.404.480
Amortización (menos)	0	(135.056)	(187.139)	(336.252)	(445.260)
<b>Total activos</b>	<b>11.284.995</b>	<b>11.414.054</b>	<b>11.321.037</b>	<b>10.940.707</b>	<b>12.373.079</b>
<b>Total pasivos circulantes</b>	<b>77.571</b>	<b>170.069</b>	<b>385.019</b>	<b>465.348</b>	<b>1.331.891</b>
Obligaciones largo plazo con vencimiento dentro un año	0	30.411	0	0	0
Cuentas por pagar	3.189	19.745	14.853	24.803	35.636
Documentos por pagar	0	0	0	53.241	239.264
Acreedores varios	25.209	52.977	131.849	110.323	800.095
Provisiones	39.965	18.604	79.857	146.232	97.587
Retenciones	9.208	40.686	104.024	57.769	84.692
Impuesto a la renta	0	7.646	0	0	0
Otros pasivos circulantes	0	0	54.436	72.979	74.617
<b>Total pasivos a largo plazo</b>	<b>5.171.635</b>	<b>5.139.755</b>	<b>5.206.181</b>	<b>5.145.522</b>	<b>5.207.260</b>
Provisiones largo plazo	0	0	68.460	12.453	56.580
Impuestos diferidos a largo plazo	0	0	26.603	39.533	60.206
Otros pasivos a largo plazo	5.171.635	5.139.755	5.111.118	5.093.537	5.090.474
<b>Total patrimonio</b>	<b>6.035.809</b>	<b>6.104.230</b>	<b>5.729.837</b>	<b>5.329.837</b>	<b>5.833.928</b>
Capital pagado	5.395.903	5.394.389	5.395.904	5.354.075	5.228.589
Reserva revalorización capital	0	0	0	45.483	167.315
Sobreprecio en venta de acciones propias	688.151	687.957	688.150	682.815	688.150
Pérdidas acumuladas (menos)	0	0	0	(351.471)	(354.217)
Utilidad (pérdida) del ejercicio	(48.245)	21.884	(354.216)	(401.066)	104.091
Dividendos provisorios (menos)	0	0	0	0	0
(Déficit) Superávit acumulado periodo de desarrollo	0	0	0	0	0
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>11.284.995</b>	<b>11.414.054</b>	<b>11.321.037</b>	<b>10.940.707</b>	<b>12.373.079</b>

Fuente: SVS, Azul Azul

Fuente: Prospecto Azul Azul Primera Emisión de Acciones.

### Anexo B.3.2: Estado de Resultados en miles de pesos Junio 2008.

	30/06/2007	30/09/2007	31/12/2007	31/03/2008	30/06/2008
Ingresos de explotación	16.919	975.154	1.738.851	610.201	2.487.246
Costos de explotación	(66.163)	(699.111)	(1.449.297)	(813.400)	(1.674.476)
<b>Margen bruto</b>	<b>(49.244)</b>	<b>276.043</b>	<b>289.553</b>	<b>(203.199)</b>	<b>812.770</b>
Gastos de administración y ventas (menos)	(6.307)	(232.930)	(687.702)	(285.271)	(677.831)
<b>Resultado operacional</b>	<b>(55.551)</b>	<b>43.113</b>	<b>(398.149)</b>	<b>(488.471)</b>	<b>134.939</b>
Margen operacional	-328%	5%	-24%	-82%	5%
<b>Resultado fuera de explotación</b>	<b>7.306</b>	<b>(16.747)</b>	<b>(28.617)</b>	<b>5.258</b>	<b>(9.528)</b>
Ingresos financieros	7.306	38.838	63.261	8.745	13.603
Otros ingresos fuera de la explotación	0	12.577	12.450	0	1.295
Otros egresos fuera de la explotación (menos)	0	0	(89.877)	0	(75.695)
Corrección monetaria	0	(68.162)	(14.451)	(3.487)	51.269
<b>Resultado antes de impuesto a la renta e ítemes extraordinarios</b>	<b>(48.245)</b>	<b>26.367</b>	<b>(426.766)</b>	<b>(483.212)</b>	<b>125.411</b>
Impuesto a la renta	0	(4.482)	72.550	82.146	(21.320)
Utilidad (pérdida) del ejercicio	(48.245)	21.884	(354.216)	(401.066)	104.091
Margen neto	-285%	2%	-21%	-67%	4%

Fuente: SVS, Azul Azul

Fuente: Prospecto Azul Azul Primera Emisión de Acciones.

### Anexo B.3.3: Razones Financieras.

	30/06/2007	30/09/2007	31/12/2007	31/03/2008	30/06/2008
Cobertura de gastos financieros	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Liquidez corriente	31,90	14,01	4,84	1,48	1,73
Razón ácida	31,90	14,01	4,84	1,48	1,73
Razón de endeudamiento	0,87	0,87	0,98	1,05	1,12
Deuda de largo plazo / deuda total	0,99	0,97	0,93	0,92	0,80
Rentabilidad patrimonio	-0,6%	0,4%	-5,8%	-7,0%	1,8%
Rentabilidad de activos operacionales	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

Fuente: SVS, Azul Azul

Fuente: Prospecto Azul Azul Primera Emisión de Acciones.

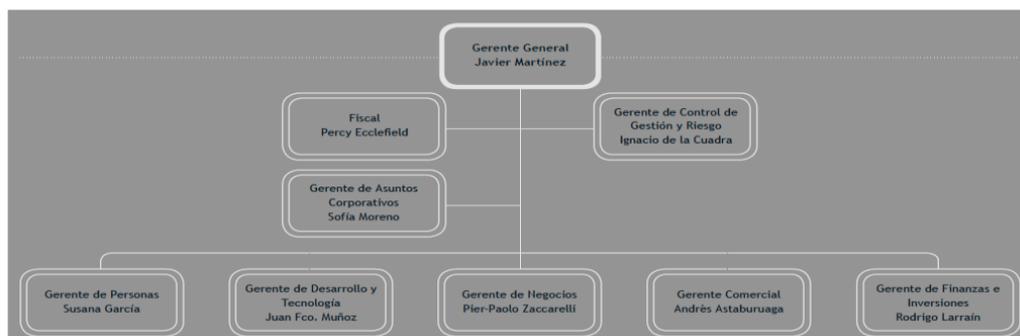
### Anexo B.4: Estructura Accionaria.

Los 12 mayores accionistas de la sociedad al 30 de septiembre de 2008 se muestran a continuación, detallando el número de acciones adquiridas y el porcentaje de participación:

Nombre	N° de acciones	Participación
Sociedad de Inversiones Alpes Limitada	3.000.000	18,16%
Hiller Inversiones Limitada	2.070.000	12,53%
Copernico Latin America Strategic Fund	1.500.000	9,08%
Copernico Special Situation Fund	1.500.000	9,08%
Inmobiliaria Duero Limitada	1.035.000	6,27%
Inversiones Saint Thomas S.A.	1.035.000	6,27%
Inversiones Huramar S.A.	1.000.000	6,05%
Euroamerica Seguros de Vida S.A.	825.000	4,99%
Ingenieros Asesores Limitada	750.000	4,54%
Inversiones El Estribo Limitada	750.000	4,54%
Sociedad de Inversiones Osler y Cía. Limitada	495.000	3,00%
Varas y Hermosilla Consultores y Cía. Ltda.	428.571	2,59%

Fuente: Prospecto Azul Azul Primera Emisión de Acciones.

### Anexo C.1: Organigrama Organizacional.



Fuente: Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones.

**Anexo C.2: Estructura Accionaria.**

Inversiones Cumbres S.A.	Inversiones e Inmobiliaria Almonacid Limitada	Pier-Paolo Zaccarelli Fasce
R.U.T. N° 88.403.100-1	R.U.T. N° 78.422.870-3	R.U.T. N° 8.334.529-2.
Participación: 198.439.112 acciones, equivalente al 18,4079%.	Participación: 825.671.054 acciones, equivalente al 76,5921%.	Participación: 53.900.994 acciones, equivalente al 5,0000%.

Fuente: Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones.

**Anexo C.3: Fortalezas y Oportunidades de Enjoy**

La Industria	La Compañía	
Industria con atractivo crecimiento y excelentes márgenes operacionales	Enjoy, líder del mercado en Chile	Administración de primer nivel y socios comprometidos con el negocio
Aumento del gasto en entretenimiento como resultado del aumento del ingreso per cápita	Consolidación de la Compañía	Posicionamiento de marca
Adecuado marco regulatorio en Chile	Diversificación de las operaciones	Modelo de crecimiento
Transformación de la industria en Chile	Calidad de las Licencias	
Sustentable rentabilidad del negocio en Chile	Conocimiento del negocio	

Fuente: Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones.

**Anexo C.4: Factores de Riesgo.**

Riesgos asociados a una mayor competencia en el negocio de casinos	Sensibilidad de los resultados a la actividad económica	Regulación
(i) Menor afluencia de público	La tasa de crecimiento positiva que la industria de entretenimiento y turismo ha mostrado en Chile, ésta podría verse afectada por los ciclos económicos. Un cambio en el nivel de ingreso de las personas, resultado de un período de contracción económica, podría afectar el nivel de gasto en entretenimiento, turismo y el flujo de público a los casinos, hoteles y restaurantes, por ende, los resultados de la Compañía.	Siniestros y catástrofes naturales
(ii) Necesidad de aumentar el gasto asociado a marketing y promociones	Renovación de licencias de casinos	Riesgo de construcción de proyectos
(iii) Escasez de personal especializado	Riesgos políticos, económicos y monetarios asociados a sus operaciones internacionales	

Fuente: Prospecto Enjoy Primera Emisión de Acciones.

### Anexo C.5.1: Balance Consolidado.

Millones de pesos a marzo de 2009	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	31-03-2008	31-03-2009	31-03-2009*
<b>Activos</b>						
Activo circulante	22.845	33.094	31.042	31.689	27.816	27.816
Activo fijo	58.656	65.848	138.755	83.801	143.682	143.682
Otros activos	27.246	23.755	51.390	24.767	50.861	50.861
<b>Total activos</b>	<b>108.747</b>	<b>122.697</b>	<b>221.187</b>	<b>140.258</b>	<b>222.359</b>	<b>222.359</b>
<b>Pasivos</b>						
Pasivo circulante	31.179	64.378	135.131	72.165	117.248	106.248
Pasivos largo plazo	38.826	29.355	56.803	35.470	79.179	79.179
Interés minoritario	18.252	9.599	8.101	9.134	8.362	8.362
<b>Patrimonio</b>	<b>20.489</b>	<b>19.363</b>	<b>21.152</b>	<b>23.489</b>	<b>17.570</b>	<b>28.570</b>
<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>108.747</b>	<b>122.697</b>	<b>221.187</b>	<b>140.258</b>	<b>222.359</b>	<b>222.359</b>

Fuente: Prospecto Enjoy primera emisión de Acciones.

### Anexo C.5.2: Estado de Resultados.

Millones de pesos a marzo de 2009	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	31-03-2008	31-03-2009
Ingresos de explotación	49.242	49.339	64.499	19.029	23.357
Costos de explotación	-24.454	-24.803	-48.721	-11.189	-16.974
<b>Margen bruto</b>	<b>24.787</b>	<b>24.535</b>	<b>15.779</b>	<b>7.840</b>	<b>6.383</b>
Margen bruto	50,3%	49,7%	24,5%	41,2%	27,3%
Gastos de adm. y ventas	-10.386	-14.050	-12.661	-2.597	-2.279
% ingresos de explotación	-21,1%	-28,5%	-19,6%	-13,7%	-9,8%
<b>Resultado operacional (Ebit)</b>	<b>14.400</b>	<b>10.485</b>	<b>3.118</b>	<b>5.243</b>	<b>4.104</b>
Margen operacional	29,2%	21,3%	4,8%	27,6%	17,6%
<b>Resultado no operacional</b>	<b>4.469</b>	<b>4.081</b>	<b>-3.796</b>	<b>-362</b>	<b>-6.839</b>
Ingresos financieros	76	145	588	260	16
Utilidad inversiones empresas relacionadas	0	0	0	0	40
Otros ingresos fuera de la explotación	8.443	16.016	299	253	731
Pérdida inversión empresas relacionadas	0	0	-937		-201
Amortización menor valor de inversiones	0	0	-331		-194
Gastos financieros	-1.973	-2.801	-10.089	-1.972	-4.186
Otros egresos fuera de la explotación	-824	-12.204	-1.351	-85	-601
Corrección monetaria	0	2.890	8.297	1.035	-3.182
Diferencias de cambio	-1.254	35	-271	147	739
<b>Resultado antes de impuesto</b>	<b>18.869</b>	<b>14.566</b>	<b>-678</b>	<b>4.881</b>	<b>-2.735</b>
Impuesto a la renta	-2.734	-3.403	-1.051	-1.043	627
<b>Resultado antes de interés minoritario</b>	<b>16.134</b>	<b>11.163</b>	<b>-1.729</b>	<b>3.838</b>	<b>-2.108</b>
Interés minoritario	-7.767	-6.897	-2.349	-1.156	-260
<b>Utilidad del ejercicio</b>	<b>8.367</b>	<b>4.267</b>	<b>-4.078</b>	<b>2.682</b>	<b>-2.366</b>
Margen neto	17,0%	8,6%	-6,3%	14,1%	-10,1%
<b>EBITDA</b>	<b>20.063</b>	<b>17.556</b>	<b>11.809</b>	<b>7.236</b>	<b>7.854</b>
Margen EBITDA	40,7%	35,6%	18,3%	38,0%	33,6%

Fuente: Prospecto Enjoy primera emisión de Acciones.

### Anexo C.5.3: Razones Financieras.

	31-12-2006	31-12-2007	31-12-2008	31-03-2008	31-03-2009	31-03-2009*
Cobertura gastos financieros <sup>(1)</sup>	10,2	6,3	1,2	4,0	1,0	1,0
Liquidez corriente <sup>(2)</sup>	73%	51%	23%	44%	24%	26%
Razón de endeudamiento <sup>(3)</sup>	1,8	3,2	6,6	3,3	7,6	5,0
Deuda largo plazo / deuda total <sup>(4)</sup>	55%	31%	30%	33%	40%	43%

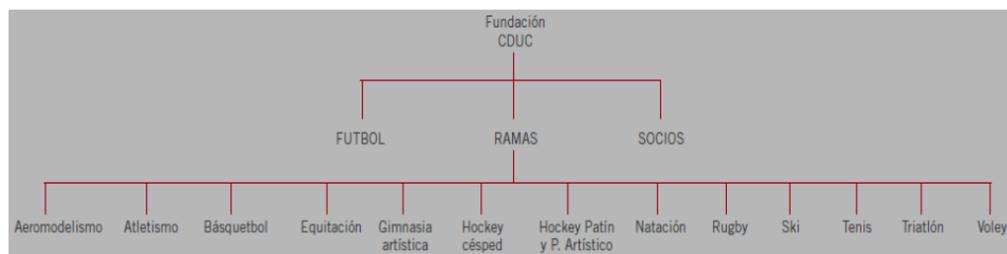
(1) Cobertura Gastos Financieros: EBITDA U12M / gastos financieros U12M.

(2) Liquidez Corriente: activo circulante / pasivo circulante.

(3) Razón de endeudamiento: (total pasivos circulantes más total pasivo de largo plazo) / (total patrimonio más interés minoritario).

(4) Deuda largo plazo / deuda total: total pasivos a largo plazo / (total pasivos circulantes más total pasivos a largo plazo).

### Anexo D.1: Organigrama de la Fundación.



Fuente: Prospecto Cruzados primera emisión de Acciones.

### Anexo D.2: Organigrama de La Administración.



Fuente: Prospecto Cruzados primera emisión de Acciones.

### Anexo D.3: Estructura Accionaria.

El capital de la Sociedad se encuentra dividido en 49.999.998 acciones ordinarias de serie A y 2 acciones preferentes de serie B, nominativas, sin valor nominal y de igual valor cada una. De los 11 directores de la sociedad, las acciones serie A tienen el derecho a elegir nueve directores, mientras que las acciones serie B eligen a los 2 faltantes. Las acciones serie B tienen las siguientes preferencias: el derecho a elegir un miembro de la Comisión Revisora de Cuentas, otro de la Comisión de Ética y un miembro de la Comisión

Liquidadora; el derecho a veto en la modificación o supresión de todas o algunas de las preferencias de la acción serie B; el derecho a veto en Junta Extraordinaria de Accionistas para adoptar Del total de acciones de la sociedad, 20 millones se encuentran suscritas y pagadas, mientras que el saldo de 30 millones, se encuentra pendiente de suscripción y pago, debiendo quedar íntegramente suscrita y pagada dentro del plazo de 1 año contado desde la escritura de constitución de la sociedad. De las acciones suscritas y pagadas, 19.999.992 acciones son de propiedad de la Fundación CDUC, entre las cuales se encuentran las 2 acciones serie B, y 8 acciones serie A son de propiedad de IM Trust & Co. También en las votaciones para nombrar al presidente y/o vicepresidente, se necesitará el voto conforme de los dos directores elegidos por las acciones de la serie B. Las acciones serie B tendrán estas preferencias por cuarenta años y se pueden prolongar si el Contrato de Concesión también se modifica. Si los dueños de estas acciones de serie B transfieren sus acciones a una persona natural y/o jurídica ajena a la Fundación Club Deportivo Universidad Católica de Chile o también a la Pontificia Universidad Católica de Chile terminarán sus preferencias transformando a las acciones en serie A.

#### **Anexo D.4: Antecedentes Financieros.**

##### **Anexo D.4.1: EBITDA pro forma del Fútbol UC En MM\$ diciembre 2008**

	2008	2007	2006	2005	2004
<b>Ingresos Directos</b>	<b>2.632</b>	<b>2.465</b>	<b>2.738</b>	<b>3.222</b>	<b>1.750</b>
Cuotas	79	86	105	117	91
Matriculas Escuelas	71	108	126	131	117
Comerciales y Auspicios	903	1.198	1.256	992	930
Arriendos y Servicios	58	61	93	66	37
Aportes, Donaciones y ANFP (CDF)	326	165	243	370	202
Borderó	848	580	714	1.254	367
Derechos de TV (internacional)	348	-	199	285	-
Préstamo de jugadores	0	266	0	7	5
Otros	1	1	2	0	0
<b>Egresos Directos</b>	<b>3.463</b>	<b>3.146</b>	<b>3.769</b>	<b>3.601</b>	<b>3.064</b>
Remuneraciones	1.895	1.677	2.099	2.116	1.800
Indemnizaciones	32	30	22	22	64
Operación	762	1.005	1.008	890	706
Torneos	557	301	479	483	203
Préstamos y Arriendos Pases	217	132	160	91	291
<b>Margen Operacional Directo</b>	<b>(831)</b>	<b>(681)</b>	<b>(1.030)</b>	<b>(379)</b>	<b>(1.314)</b>
<b>Otros Operacionales</b>	<b>789</b>	<b>(21)</b>		<b>344</b>	<b>1.364</b>
Via. Pases, Derechos de Formación y Solidaridad	789	-	-	415	1.468
Costo Venta Jugadores	-	(21)	-	(71)	(104)
<b>EBITDA</b>	<b>(42)</b>	<b>(702)</b>	<b>(1.030)</b>	<b>(35)</b>	<b>49</b>

**Fuente: Prospecto Cruzados Primera Emisión de Acciones.**

### Anexo D.4.2: Balance General inicio de la Concesión de Cruzados SADP (En millones de \$)

ACTIVOS	
Descripción	Actual
<b>Total Activos Circulantes</b>	<b>35.862</b>
Disponibles	22.500
Impuestos diferidos	13.362
<b>Total Activos Fijos</b>	<b>0</b>
<b>Total Otros Activos</b>	<b>11.905.518</b>
Intangibles	11.905.518
<b>Total Activos</b>	<b>11.941.380</b>
PASIVOS	
Descripción	Actual
<b>Total Pasivos Circulantes</b>	<b>5.928.960</b>
Documentos por pagar	98.716
Documentos y cuentas por pagar empresas relacionadas	5.751.645
Provisiones	78.599
<b>Total Pasivos a Largo Plazo</b>	<b>12.420</b>
Documentos por pagar largo plazo	12.420
<b>Total Patrimonio</b>	<b>6.000.000</b>
Capital pagado	6.000.000
<b>Total Pasivos</b>	<b>11.941.380</b>

Fuente: Prospecto Cruzados Primera Emisión de Acciones.

### Anexo E.1: Estructura Organizacional de Hites.



Fuente: Prospecto Hites primera emisión de Acciones

## Anexo E.2: Antecedentes Financieros.

### Anexo E.2.1: Balance General, Estado de Resultado y Otros

EN MILLONES DE PESOS DE SEPTIEMBRE 2009	2007	2008	SEP 2008	SEP 2009
<b>BALANCE</b>				
Caja y Equivalentes	2.503	5.686	2.601	8.435
Deudores por venta (neto)	71.832	71.855	69.719	65.932
Otros activos circulantes	19.104	21.865	29.592	20.563
Total activos circulantes	93.439	99.407	101.912	94.930
Total activos fijos	26.760	25.838	26.215	26.452
Total otros activos	10.895	10.997	10.827	16.546
<b>Total activos</b>	<b>131.093</b>	<b>136.242</b>	<b>138.954</b>	<b>137.928</b>
Total pasivos circulantes	48.318	43.081	47.806	42.535
Total pasivos a largo plazo	30.577	39.684	40.492	41.284
Total pasivos exigibles	78.895	82.765	88.298	83.819
Interés minoritario	2	8	6	12
Total patrimonio	52.196	53.469	50.650	54.097
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>				
Ingresos de explotación	145.174	157.161	107.998	98.894
Costos de explotación	(79.998)	(80.219)	(56.060)	(50.565)
Resultado operacional	9.620	12.636	4.841	2.603
Resultado no operacional	(4.811)	(9.134)	(4.678)	(3.111)
Utilidad (pérdida) ejercicio	3.782	2.938	131	(403)
EBITDA <sup>20</sup>	12.234	17.304	8.364	7.002
Gastos Financieros Netos	(2.393)	(4.919)	(3.427)	(3.517)
<b>FLUJO DE CAJA</b>				
Flujo de Operación	(4.036)	(3.893)	(13.601)	8.137
Flujo de Actividades de Inversión	(10.054)	(6.600)	(2.803)	(1.398)
Flujo de Actividades de Financiamiento	13.108	13.794	16.579	(4.232)
<b>RAZONES FINANCIERAS</b>				
Razón de endeudamiento <sup>20</sup>	1,51	1,55	1,74	1,55
Proporción deuda corto plazo / deuda total	61,24%	52,05%	54,14%	50,75%
Proporción deuda largo plazo / deuda total	38,76%	47,95%	45,86%	49,25%
Margen de Explotación	44,90%	48,96%	48,09%	48,87%
Margen Operacional	6,63%	8,04%	4,48%	2,63%
Margen EBITDA	8,43%	11,01%	7,74%	7,08%
Margen Neto	2,60%	1,87%	0,12%	-0,41%
ROE	7,25%	5,50%	0,26%	-0,75%
ROA	2,88%	2,16%	0,09%	-0,29%

Fuente: Prospecto Hites primera emisión de Acciones

## Anexo F.1: Estructura Compañía Pesquera Camanchaca S.A.



Fuente: Prospecto Camanchaca primera emisión de Acciones

## Anexo F.2: Balance General, Estado de Resultado y Razones Financieras.

BALANCE GENERAL (MILES US\$)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Jun-09	Jun-10
Caja y Equivalentes de Caja	8.435	6.185	6.029	10.504	8.866	3.411	15.146	11.925
Cuentas por Cobrar	47.149	56.050	58.658	68.287	99.160	70.952	65.214	52.943
Existencias	93.047	90.383	118.255	180.712	161.046	94.618	135.059	83.786
Otros	4.540	11.349	8.679	19.771	21.433	24.941	14.711	17.677
<b>Total Activos Circulantes</b>	<b>153.171</b>	<b>163.967</b>	<b>191.621</b>	<b>279.274</b>	<b>290.505</b>	<b>193.922</b>	<b>230.130</b>	<b>171.331</b>
Terrenos	7.787	9.166	9.330	9.213	7.951	7.951	7.951	7.951
Construcción y obras de infraestructura	44.124	55.752	61.414	80.500	84.711	85.918	85.200	86.094
Maquinarias y equipos	193.679	227.426	251.055	271.888	297.207	304.635	303.573	305.504
Depreciación acumulada	-114.381	-139.453	-146.731	-155.569	-181.205	-206.830	-196.492	-219.559
Otros activos fijos	14.354	15.686	17.167	13.622	13.220	12.435	12.862	12.498
<b>Total Activo Fijo</b>	<b>145.563</b>	<b>168.577</b>	<b>192.235</b>	<b>219.654</b>	<b>221.884</b>	<b>204.109</b>	<b>212.894</b>	<b>192.488</b>
<b>Total Otros Activos</b>	<b>23.653</b>	<b>34.707</b>	<b>53.957</b>	<b>60.597</b>	<b>65.479</b>	<b>70.650</b>	<b>68.379</b>	<b>71.378</b>
<b>Total Activos</b>	<b>322.387</b>	<b>367.251</b>	<b>437.813</b>	<b>559.465</b>	<b>577.868</b>	<b>468.681</b>	<b>511.403</b>	<b>435.197</b>
Deuda Corto Plazo	64.051	70.042	98.923	144.190	183.207	41.659	181.942	42.404
Cuentas por pagar	18.041	26.510	30.926	70.630	58.457	33.909	40.154	19.172
Otros	6.962	9.024	16.246	11.309	9.708	10.279	8.495	8.219
Pasivos Circulantes	89.054	105.576	146.095	226.129	251.372	85.847	230.591	69.795
Deuda Plazo	41.690	75.825	65.018	88.411	138.071	277.159	137.301	265.883
Otros	4.098	4.039	4.650	5.803	3.060	802	1.763	24
Pasivos largo plazo	45.788	79.864	69.668	94.214	141.131	277.961	139.064	265.907
Interés Minoritario	0	0	0	0	289	-40	75	0
Patrimonio	187.545	181.811	222.050	239.122	185.076	104.913	141.473	99.495
<b>TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO</b>	<b>322.387</b>	<b>367.251</b>	<b>437.813</b>	<b>559.465</b>	<b>577.868</b>	<b>468.681</b>	<b>511.403</b>	<b>435.197</b>

ESTADO DE RESULTADOS (MILES US\$)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Jun - 09	Jun - 10
Ingresos	244.270	253.617	315.938	320.018	411.807	255.296	133.320	138.019
Costo de Venta	-190.294	-224.360	-221.413	-263.014	-400.350	-273.955	-137.737	-111.934
Margen Bruto	53.976	29.257	94.525	57.005	11.457	-18.659	-4.417	26.085
GAV	-14.526	-17.476	-17.912	-18.354	-21.682	-22.144	-9.832	-9.923
Resultado Operacional	39.450	11.781	76.613	38.651	-10.225	-40.803	-14.249	16.162
Margen operacional	16,2%	4,6%	24,2%	12,1%	-2,5%	-15,7%	-10,7%	11,7%
Resultado No Operacional	2.921	-7.806	-13.437	-13.404	-46.719	-49.091	-29.954	-20.754
Ingresos financieros	972	526	1.057	1.558	191	46	34	1
Otros ingresos fuera de explotación	4.497	2.803	2.244	3.582	7.870	1.294	855	785
Amortización menor valor de inversión	-	-	0	0	0	231	-	-
Gastos financieros	-4.364	-7.077	-9.774	-13.151	-14.871	-19.814	-9.934	-8.105
Otros egresos fuera de explotación	-2.900	-4.267	-6.705	-7.367	-33.425	-33.234	-22.894	-11.991
Utilidad (pérdida) inversión EE.RR.	-17	-485	-454	-137	-1.651	306	84	104
Diferencia de cambio	4.735	694	197	2.111	-2.833	2.542	2.010	-1.433
Resultado antes de Impuestos	42.371	3.975	63.176	25.247	-56.944	-88.894	-44.203	-4.592
Utilidad	34.503	3.413	52.844	21.569	-47.730	-76.120	-39.361	-5.819
Margen utilidad	14,1%	1,4%	16,7%	6,7%	-11,6%	-29,8%	-29,5%	-3,9%
Ebitda	58.281	32.950	97.691	63.138	19.269	-16.691	1.933	25.422
Margen Ebitda	23,9%	13,0%	30,9%	19,7%	4,7%	-6,5%	1,4%	18,4%
<b>RAZONES FINANCIERAS</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>Jun-09</b>	<b>Jun-10</b>
Cobertura de gastos financieros (1)	10,7	1,6	7,5	2,9	-2,4	-3,5	-3,5	0,4
Liquidez corriente (2)	1,7	1,6	1,3	1,2	1,2	2,3	1,0	2,5
Razón ácida (3)	0,7	0,7	0,5	0,4	0,5	1,2	0,4	1,3
Razón de endeudamiento (4)	0,7	1,0	1,0	1,3	2,1	3,5	2,4	3,4
Deuda de largo plazo / deuda total (5)	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,8	0,4	0,8
Rentabilidad del patrimonio (6)	18,4%	2,0%	23,8%	9,0%	-25,8%	-72,6%	-52,0%	-41,3%
Rentabilidad activos operacionales (7)	27,1%	8,1%	45,4%	20,1%	-4,7%	-18,4%	-13,6%	-5,1%

- (1) Cobertura gastos financieros: (utilidad del ejercicio antes de impuestos más gastos financieros) / gastos financieros  
(2) Liquidez corriente: activo circulante / pasivo circulante  
(3) Razón ácida: fondos disponibles / pasivos circulantes (fondos disponibles = activos circulantes netos de existencias)  
(4) Razón de endeudamiento: (total pasivos circulantes más total pasivo de largo plazo) / (total patrimonio más interés minoritario)  
(5) Deuda de largo plazo / deuda total  
(6) Rentabilidad del patrimonio: utilidad del ejercicio últimos doce meses / patrimonio promedio  
(7) Rentabilidad de activos operacionales: resultado operacional últimos doce meses / activos operacionales año anterior (activo operacional = activos fijos)

**Fuente: Prospecto Camanchaca de Primera Emisión de Acciones.**

**Anexo F.3: Estructura Accionaria.**

Inversiones Camanchaca S.A.	2.655.450.000	90,03%	Inmobiliaria Camanchaca S.A.	17.500.000 00	0,59%
Inversiones Tamarugal S.A.	276.770.000	9,38%			

Fuente: Prospecto Camanchaca de Primera emisión de Acciones.

**Anexo G.1: Directorio de CFR Pharmaceuticals.**



Fuente: Prospecto CFR Pharmaceuticals de Primera emisión de Acciones.

**Anexo H.1: Estructura Accionaria de AquaChile.**

ESTRUCTURA ACCIONARIA			
ACCIONISTA	RUT	Nº DE ACCIONES	%
Fondo de Inversión Privado Patagonia	76.004.326-5	385.000.000	50%
Fondo de Inversión Privado Aqua	53.306.900-2	210.000.000	27%
Inversiones Acuicolas S.A.	76.932.880-7	175.000.000	23%
<b>TOTAL</b>		<b>770.000.000</b>	<b>100%</b>

Fuente: Prospecto AquaChile de Primera emisión de Acciones 2010.

## Anexo H.2: Directorio AquaChile al 31 de Diciembre de 2010.

<b>Presidente:</b>	Victor Hugo Puchi Acuña	22 años en la industria
<b>Directores:</b>	Humberto Fischer Llop	26 años en la industria
	Mario Puchi Acuña	43 años en la industria
	Pablo Aguilera Marin	43 años en la industria <sup>3</sup>
	Claudio Fischer Llop	26 años en la industria
	Álvaro Varela Walker	29 años en la industria <sup>2</sup>
	Mauricio Cárdenas García	20 años en la industria

Fuente: Prospecto AquaChile de Primera emisión de Acciones 2010.

## Anexo H.3: Gerencia AquaChile al 31 de Diciembre de 2010.

Gerente General	Alfonso Mirquez de la Plata Cortés
Gerente de Finanzas	José Luis Vial van Wersch
Gerente Comercial	Franco Adam Raffo
Gerente Técnico	Francisco Javier Serra Freire
Gerente Operacional	Agustín Ugalde Preuss
Gerente Agua de Mar y Operaciones	Roberto Berndt Schumacher
Gerente Agua Dulce Salmón del Atlántico	Juan Miguel Urdangarín Chávez
Gerente Agua Dulce Región Aysén	Juan Carlos Puchi Acuña
Gerente Agua Dulce Truchas	Juan Carlos López Sebastián
Gerente Plantas de Proceso	Ignacio Sandoval Gallardo
Director Asuntos Institucionales	Felipe Sandoval Precht
Salud	Ulises Jara Gallegos
Recursos Humanos	Alejandra Cid Peña

Fuente: Prospecto AquaChile de Primera emisión de Acciones 2010.

## Anexo H.4. Antecedentes Financieros AquaChile.

### Anexo H.4.1: Razones Financieras.

RAZONES FINANCIERAS	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Cobertura de Gastos Financieros <sup>4</sup>	7,8	16,6	16,7	13,9	11,7	3,1	-0,8	-1,1	3,9
Liquidez Corriente <sup>5</sup>	3,5	1,7	2,0	1,6	1,7	1,6	1,1	2,2	2,3
Razón de Endeudamiento <sup>6</sup>	1,4	1,4	1,5	2,5	1,5	2,7	6,1	n.a	n.a
Deuda de Largo Plazo / Deuda Total <sup>7</sup>	67,4%	33,6%	46,2%	53,3%	40,8%	49,3%	35,7%	82,0%	79,0%

<sup>1</sup> Incluye las siguientes cuentas: Deudores por Venta, Documentos por Cobrar y Acreedores Varios  
<sup>2</sup> Incluye las siguientes cuentas: Cuentas por Pagar, Documentos por Pagar y Acreedores Varios  
<sup>3</sup> Resultado Operacional + Depreciación del Ejercicio + Amortización del Ejercicio  
<sup>4</sup> EBITDA / Gastos Financieros  
<sup>5</sup> Activos Circulantes / Pasivo Circulante  
<sup>6</sup> Pasivo Circulante más Pasivo Largo Plazo / Total Patrimonio más interés minoritario  
<sup>7</sup> Pasivo Largo Plazo / Pasivo Circulante más Pasivo Largo Plazo

Fuente: Prospecto AquaChile de Primera emisión de Acciones 2010.

## Anexo H.4.2: Balance y Estado de Resultado AquaChile.

BALANCE										
MILES DE US\$	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
<b>Activos Circulantes</b>	76.884	87.581	155.214	206.549	307.508	364.933	388.984	206.968	255.704	
Caja	10.182	3.847	12.162	25.593	26.089	18.786	20.709	28.469	28.416	
Cuentas por Cobrar <sup>1</sup>	15.130	17.063	34.982	42.834	72.922	46.641	69.631	48.903	70.590	
Existencias	42.667	62.213	104.159	127.024	192.133	265.912	269.747	115.956	138.276	
<b>Activo Fijo Neto</b>	35.181	38.209	62.970	113.590	134.083	167.316	167.483	149.175	139.835	
Otros Activos	5.210	8.973	17.229	56.488	67.606	70.446	94.348	114.107	138.075	
<b>Total Activos</b>	<b>117.275</b>	<b>134.762</b>	<b>235.413</b>	<b>376.627</b>	<b>509.197</b>	<b>602.695</b>	<b>650.615</b>	<b>470.250</b>	<b>533.614</b>	
<b>Pasivo Circulante</b>	22.011	51.394	76.058	125.720	182.098	221.759	359.517	93.188	112.812	
Cuentas por Pagar <sup>2</sup>	12.037	16.123	23.267	31.861	67.190	70.304	98.975	58.929	76.253	
Deuda Financiera	4.005	21.871	35.696	31.832	82.805	113.938	222.466	12.781	11.856	
<b>Pasivo Largo Plazo</b>	45.549	26.051	66.111	143.382	125.316	215.857	199.246	425.056	425.659	
Deuda Financiera	33.000	24.752	64.789	137.985	117.227	204.528	187.125	412.453	410.210	
Interés Minoritario	0	0	9.022	15.572	25.974	14.772	15.917	17.760	16.804	
<b>Total Patrimonio</b>	49.714	57.318	83.422	91.953	175.809	150.307	75.935	-66.554	-21.661	
<b>Total Pasivos y Patrimonio</b>	<b>117.275</b>	<b>134.762</b>	<b>235.413</b>	<b>376.627</b>	<b>509.197</b>	<b>602.695</b>	<b>650.615</b>	<b>470.250</b>	<b>533.614</b>	
<b>Deuda Financiera Neta</b>	<b>26.822</b>	<b>42.776</b>	<b>88.323</b>	<b>144.224</b>	<b>173.943</b>	<b>299.680</b>	<b>388.882</b>	<b>396.765</b>	<b>393.650</b>	
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>										
MILES DE US\$	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
<b>Ingresos de Explotación</b>	<b>137.258</b>	<b>127.860</b>	<b>212.578</b>	<b>325.636</b>	<b>501.137</b>	<b>483.707</b>	<b>553.214</b>	<b>439.522</b>	<b>387.841</b>	
Costos de Explotación	-115.013	-92.522	-167.448	-240.607	-355.991	-425.708	-561.629	-480.150	-326.111	
<b>Margen Explotación</b>	<b>21.445</b>	<b>35.339</b>	<b>45.130</b>	<b>85.029</b>	<b>145.146</b>	<b>57.999</b>	<b>-8.415</b>	<b>-40.636</b>	<b>61.730</b>	
Gastos de Adm. y Ventas	-4.338	-7.526	-10.440	-15.327	-25.118	-24.534	-26.627	-23.205	-17.913	
<b>Resultado Operacional</b>	<b>17.106</b>	<b>27.812</b>	<b>34.690</b>	<b>69.702</b>	<b>120.028</b>	<b>33.465</b>	<b>-35.042</b>	<b>-63.841</b>	<b>43.817</b>	
Margen Operacional	12,5%	21,0%	16,3%	21,4%	24,0%	6,9%	-6,3%	-14,5%	11,3%	
<b>EBITDA<sup>3</sup></b>	<b>22.202</b>	<b>33.626</b>	<b>42.594</b>	<b>80.485</b>	<b>136.350</b>	<b>49.403</b>	<b>-15.929</b>	<b>-40.420</b>	<b>57.767</b>	
Margen EBITDA	16,2%	26,3%	20,0%	24,7%	27,2%	10,2%	-2,9%	-9,2%	14,9%	
Resultado No Operacional	-5.589	-2.968	-2.899	-6.545	-13.657	-17.292	-55.819	-103.950	-15.465	
<b>Utilidad del Ejercicio</b>	<b>9.522</b>	<b>20.604</b>	<b>26.104</b>	<b>50.798</b>	<b>84.060</b>	<b>15.039</b>	<b>-74.646</b>	<b>-142.489</b>	<b>45.415</b>	
Margen Neto	6,9%	16,1%	12,3%	15,6%	16,8%	3,1%	-13,5%	-32,4%	11,7%	

Fuente: Prospecto AquaChile de Primera emisión de Acciones 2010.

## Anexo I.1: Estructura Accionaria Australis Seafoods.

Nombre Accionista	Nº Acciones	% Participación
Aseorias e Inversiones Benjamin S.A.	118.924.508	9,72%
Fondo de Inversión Privado Australis.	1.101.077.936	90,03%
Otros	3.000.000	0,25%
<b>Total</b>	<b>1.223.002.444</b>	<b>100,00%</b>

Fuente: Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones.

## Anexo I.2: Directorio Australis Seafoods.

Rodrigo Fernando Arriagada Astrosa	Presidente
Isidoro Ernesto Quiroga Moreno	Director
Luis Felipe Correa Gonzalez	Director
Alfredo Luis Carvajal Molinare	Director
Federico Rodriguez Marty	Director
Hernan Buchi Buc	Asesor

Fuente: Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones.

## Anexo I.3: Gerencia Corporativa Australis Seafoods.

<b>AUSTRALIS SEAFOODS S.A.</b>	
Rodrigo Fernando Arriagada Astrosa	Presidente del Directorio
Luis Andrés Saint-Jean Hernández	Gerente General
Alfredo Luis Carvajal Molinare	Gerente de Finanzas Corporativo
Luis Felipe Correa Gonzalez	Gerente Legal
<b>AUSTRALIS MAR S.A.</b>	
Luis Andrés Saint-Jean Hernández	Gerente General
Gabriel Guajardo Gonzalez	Gerente de Producción y Operaciones
Carlos Palma Opazo	Gerente Comercial
Luis Francisco Norambuena Astorga	Gerente de Administración y Finanzas
<b>LANDCATCH CHILE S.A.</b>	
José Manuel Bernaldes Balbontin	Gerente General
Dionisio Salvador Ramos Salgado	Gerente de Producción
Fernando Silva Villanueva	Gerente de Administración y Finanzas

Fuente: Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones.

## Anexo I.4.1: Balance General.

BALANCE GENERAL ( EN MILES DE PESOS DE DICIEMBRE DE 2010 )					
	Dic-10	Dic-09		Dic-10	Dic-09
Caja y equivalentes de caja	5.507.600	1.907.710	Deuda corto plazo	5.910.602	20.943.453
Cuentas por cobrar	9.190.831	6.362.470	Cuentas por pagar	12.245.920	8.939.057
Existencias	33.204.250	19.340.110	Otros	7.206.588	1.694.221
Otros	3.096.484	1.000.712			
<b>Total activos circulantes</b>	<b>50.999.165</b>	<b>28.611.002</b>	<b>Pasivos circulantes</b>	<b>25.363.110</b>	<b>31.576.731</b>
Terrenos	433.014	309.092	Deuda largo plazo	24.454.671	196.923
Constr. y obras de infraestructura	11.187.521	7.616.800	Otros	1.693.353	10.636.731
Maquinarias y equipos	5.982.347	4.682.555	Pasivos largo plazo	26.148.024	10.833.654
Depreciación acumulada	-4.209.372	-2.979.494			
Otros activos fijos	1.652.099	1.919.233			
<b>Total activo fijo</b>	<b>15.045.609</b>	<b>11.548.186</b>	<b>Interés minoritario</b>	<b>0</b>	<b>104.656</b>
<b>Total otros activos</b>	<b>10.139.780</b>	<b>8.838.365</b>	<b>Patrimonio</b>	<b>24.673.420</b>	<b>6.482.512</b>
<b>Total activos</b>	<b>76.184.554</b>	<b>48.997.553</b>	<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>76.184.554</b>	<b>48.997.553</b>

Fuente: Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones.

## Anexo I.4.2: Estados de Resultados.

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (EN MILES DE PESOS DE DICIEMBRE DE 2010)		
	Dic-10	Dic-09
Ingresos de explotación	40.280.115	29.859.374
Costos de explotación	-27.177.714	-21.838.004
<b>Margen de explotación</b>	<b>13.102.401</b>	<b>8.021.370</b>
Gastos de administración y ventas	-3.801.178	-1.768.019
<b>Resultado de explotación</b>	<b>9.301.223</b>	<b>6.253.351</b>
Ingreso financiero	110.958	16.055
Otros ingresos fuera de la explotación	227.113	40.606
Perdida inversión empresa relacionada	-175	-770
Amortización menor valor de inversión	0	0
Gasto financiero	-580.234	-772.382
Otros egresos fuera de la explotación	-1.082.247	-2.235.999
Corrección monetaria	128.184	-472.235
Diferencia de cambio	535.821	6.177.208
<b>Resultado fuera de explotación</b>	<b>-660.580</b>	<b>2.752.483</b>
<b>Resultado antes de impuesto</b>	<b>8.640.643</b>	<b>9.005.834</b>
Impuesto renta	-1.015.962	-1.641.722
Utilidad (pérdida) antes de interés minoritario	7.624.681	7.364.112
Interés minoritario	-675	386.332
<b>Utilidad (pérdida) líquida</b>	<b>7.624.006</b>	<b>7.750.444</b>
Amortización mayor valor de inversiones	1.2012	881
<b>UTILIDAD (PÉRDIDA) DEL EJERCICIO</b>	<b>7.636.018</b>	<b>7761.325</b>
<b>EBITDA</b>	<b>10748.947</b>	<b>6.947.943</b>

Fuente: Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones.

## Anexo I.4.3: Estado Consolidado.

ESTADO CONSOLIDADO DE SITUACIÓN FINANCIERA CLASIFICADO PROFORMA (EN MILES DE US\$)					
	31-Dic-10	01-Ene-10		31-Dic-10	01-Ene-10
<b>Activos corrientes</b>	<b>98.696</b>	<b>51.471</b>	<b>Pasivos corrientes</b>	<b>50.331</b>	<b>58.103</b>
Caja	11.768	3.670	Deuda financiera	12.630	40.365
Cuentas por cobrar	19.637	12.656	Cuentas por pagar	37.701	17.738
Existencias	2.008	2.638	<b>Pasivos no corrientes</b>	<b>60.517</b>	<b>24.328</b>
Activos biológicos, corrientes	59.158	31.261	Deuda financiera	52.252	379
Otros	6.125	1.246	Otros	8.265	23.949
<b>Activos no corrientes</b>	<b>69.611</b>	<b>47.438</b>	<b>Patrimonio total</b>	<b>57.459</b>	<b>16.478</b>
<b>Total activos</b>	<b>168.307</b>	<b>98.909</b>	<b>Total pasivos y patrimonio</b>	<b>168.307</b>	<b>98.909</b>

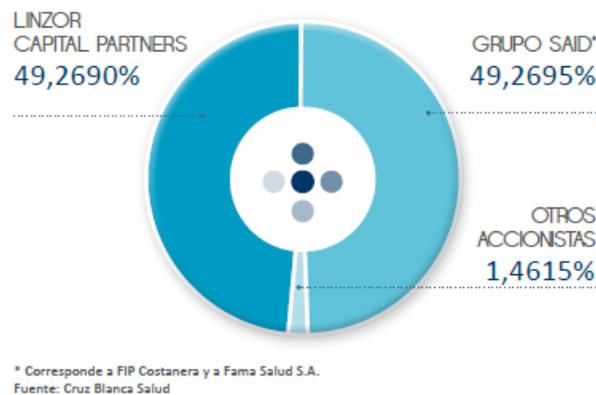
Fuente: Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones.

#### Anexo I.4.4: Estado Consolidado.

ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADOS INTEGRALES POR FUNCIÓN (EN MILES DE US\$)	
31-Dic-10	
Ingresos de actividades ordinarias	84.401
Costo de ventas	-65.486
<b>Ganancia bruta</b>	<b>18.915</b>
Otros ingresos, por función	10.042
Costos de distribución	-2.923
Gastos de administración	-5.217
Otros egresos, por función	-2.736
Ingresos financieros	238
Costos financieros	-1.241
Diferencias de cambio	2.362
<b>Ganancia antes de impuestos</b>	<b>19.440</b>
Impuestos	-2.047
<b>Ganancia del ejercicio</b>	<b>17.393</b>

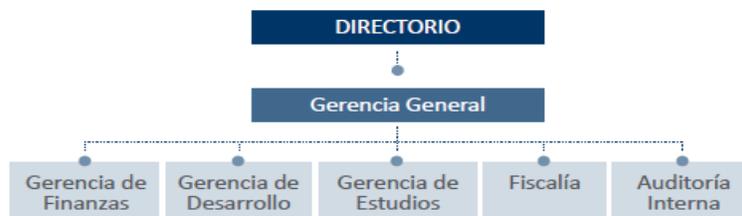
Fuente: Prospecto Australis Seafoods Primera Emisión de Acciones.

#### Anexo J.1: Estructura Accionaria de Cruz Blanca.



Fuente: Prospecto Cruz Blanca Primera Emisión de Acciones.

#### Anexo J.2: Organigrama Cruz Blanca.



Fuente: Prospecto Cruz Blanca Primera Emisión de Acciones.

## Anexo J.3: Estados Financieros Cruz Blanca.

ESTADOS CONSOLIDADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA CLASIFICADOS			
En Ch\$ miles	31/12/2009	31/12/2010	1T - 2011
Activos Corrientes	51.122.025	66.111.643	82.144.857
Activos No Corrientes	167.938.387	266.768.640	267.799.991
<b>Total Activos</b>	<b>219.060.412</b>	<b>331.880.283</b>	<b>349.944.848</b>
Pasivos Corrientes	79.952.264	86.228.028	90.067.988
Pasivos No Corrientes	66.471.732	153.330.871	156.826.000
Patrimonio atribuible a los propietarios de la controladora	57.589.304	78.712.012	80.273.267
Participaciones no controladoras	15.047.112	13.609.372	13.777.593
<b>Total Patrimonio</b>	<b>72.636.416</b>	<b>92.321.384</b>	<b>103.060.860</b>
<b>Total Patrimonio y Pasivos</b>	<b>219.060.412</b>	<b>331.880.283</b>	<b>349.944.848</b>

Fuente: Prospecto Cruz Blanca Primera Emisión de Acciones.

ESTADOS CONSOLIDADOS DE RESULTADOS POR FUNCIÓN					
En Ch\$ miles	31/12/2009	31/12/2010	1T - 2010	1T - 2011	UDM Mar -11 (6)
Ingresos de actividades ordinarias	280.141.591	367.445.447	71.765.487	99.031.693	380.242.790
Costo de ventas	-240.176.258	-288.953.286	-57.035.182	-71.998.643	-295.296.099
<b>Ganancia bruta</b>	<b>39.965.333</b>	<b>78.492.161</b>	<b>14.730.305</b>	<b>27.033.050</b>	<b>84.956.691</b>
Otros ingresos, por función	2.032.098	2.125.471	237.352	1.570.857	3.425.759
Gasto de administración	-36.142.303	-55.840.063	-10.495.179	-14.460.664	-55.103.070
Otros gastos, por función	-172.720	-1.347.177	0	-3.625	-1.177.422
Otras pérdidas	-1.840.132	-2.148.895	-536.444	-720.362	-2.332.813
Ingresos financieros	2.555.838	1.038.281	703.700	380.663	696.641
Costos financieros	-3.869.380	-7.042.736	-621.145	-2.296.857	-8.231.770
Diferencias de cambio	3.060	-666.781	325	915	-661.468
Resultados por unidades de ajuste	-270.404	-178.019	-45.610	-13.645	-98.456
<b>Ganancia, antes de impuestos</b>	<b>2.481.390</b>	<b>14.432.242</b>	<b>3.973.304</b>	<b>11.490.332</b>	<b>21.474.092</b>
Gasto por impuestos a las ganancias	-193.552	-3.281.025	-622.721	-2.600.785	-5.119.089
<b>Ganancia (pérdida) procedente de operaciones continuadas</b>	<b>2.287.838</b>	<b>11.151.217</b>	<b>3.150.583</b>	<b>8.829.547</b>	<b>16.355.003</b>
Ganancia, atribuible a participaciones no controladoras	1.200.124	1.310.021	393.203	345.448	1.282.266
<b>Ganancia, atribuible a los propietarios de la controladora</b>	<b>1.087.714</b>	<b>9.841.196</b>	<b>2.757.380</b>	<b>8.484.099</b>	<b>15.072.737</b>
<b>EBITDA (8)</b>	<b>8.013.569</b>	<b>31.152.615</b>	<b>5.278.334</b>	<b>14.708.638</b>	<b>38.494.708</b>

Fuente: Prospecto Cruz Blanca Primera Emisión de Acciones.

INDICADORES FINANCIEROS			
	31/12/2009	31/12/2010	1T - 2011
Deuda Financiera Neta (Ch\$ miles)	47.843.489	115.883.349	103.079.727
Endeudamiento (1)	2,0	2,6	2,4
Endeudamiento Financiero (2)	0,7	1,3	1,0
Liquidez Corriente (3)	0,6	0,8	0,9
Deuda Financiera Neta / EBITDA (4)	5,9	3,7	2,7 (7)

(1) (Pasivos Corrientes más Pasivos No Corrientes) / Total Patrimonio, en veces.  
(2) (Otros Pasivos Financieros Corrientes más Otros Pasivos Financieros No Corrientes) / Total Patrimonio, en veces.  
(3) Activos Corrientes Totales / Pasivos Corrientes Totales, en veces.  
(4) (Otros Pasivos Financieros Corrientes más Otros Pasivos Financieros No Corrientes menos Efectivo y Equivalentes al Efectivo) / EBITDA, en veces.  
(5) UDM es un promedio de los últimos doce meses de operación y se calcula considerando las cifras auditadas del ejercicio 2010 (12 meses) más las cifras contables del primer trimestre 2011 menos un promedio del primer trimestre 2010 que incluye las cuentas de resultado de Integrarmédica S.A.  
(6) Ingresos de actividades ordinarias menos Costos de ventas menos Gasto de administración más los gastos por Depreciación y Amortización más Comisión cuenta corriente excedentes más Comisión por administración.  
(7) Últimos doce meses.

Fuente: Prospecto Cruz Blanca Primera Emisión de Acciones.

**Anexo K:****Tabla K.1: Determinación del Rendimiento de cada Título.**

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume	HITES	
20091203	206	221	206	216,29	136015000	Ri1	0,04995146
20091210	224,99	224,99	221	222,99	2209741	Ri5	-0,00888928
20100106	258	267	258	266,78	1289847	Ri21	0,03403101
Fecha	Open	High	Low	Close	Volume	ENJOY	
20090708	50	52,6312	45,8086	48,2257	585444400	Ri1	-0,035486
20090714	50,2	48,83	47,7579	48,7326	7164952	Ri5	-0,02923108
20090806	48,25	47,0269	46,7833	46,8027	1698011	Ri21	-0,02999585
Fecha	Open	High	Low	Close	Volume	CFR	
20110505	85	98	84	96,36	2232589000	Ri1	0,13364706
20110511	105,59	107,2	105	105,07	51013570	Ri5	-0,00492471
20110602	113,51	114	113,5	114	474430	Ri21	0,0043168
Fecha	Open	High	Low	Close	Volume	AQUACHILE	
20110519	500	500	453	475,65	473903400	Ri1	-0,0487
20110526	460,85	462	455	456,46	6534600	Ri5	-0,00952588
20110616	413,89	408,51	400	401,06	6816533	Ri21	-0,03099857
Fecha	Open	High	Low	Close	Volume	AUSTRALIS	
20110609	185	200	185	187,43	224390500	Ri1	0,01313514
20110615	187,75	187	183,99	184	1846593	Ri5	-0,01997337
20110708	190,5	193	190	193	85373	Ri21	0,01312336
Fecha	Open	High	Low	Close	Volume	AZUL AZUL	
20081117	480	480	480	480	4000000	Ri1	0
20081121	410	425	410	420,01	367616	Ri5	0,02441463
20081216	478	480	480	480	56	Ri21	0,0041841
Fecha	Open	High	Low	Close	Volume	CAMANCHACA	
20101201	82	86	80,5	81,43	1492494000	Ri1	-0,00695122
20101207	81,4	81,4	75	79,01	18466510	Ri5	-0,02936118
20101230	76	77	75	75	1993926	Ri21	-0,01315789
Fecha	Open	High	Low	Close	Volume	CRUZ BLANCA	
20110623	530	530	495	497,81	288875300	Ri1	-0,06073585
20110630	483,02	501,43	488	493	3911285	Ri5	0,02066167
20110722	474,5	475	470	470,52	92732	Ri21	-0,00838778
Fecha	Open	High	Low	Close	Volume	CRUZADOS	
20091204	310	335	310	325,5	51604770	Ri1	0,05
20091211	309	315	309	313,5	207808	Ri5	0,01456311
20100107	309	310	308	308	66686	Ri21	-0,00323625

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de la página web de La Bolsa de Comercio de Santiago.

## Anexo L: Determinación del Retorno del Mercado a partir del Índice IGPA.

Tabla L.1: Cálculo del Retorno del Índice de Mercado mediante IGPA para los Días 1, 5 y 21.

Fecha	Open (Pm0)	High	Low	Close (Pm1)	Volume	<b>Azul Azul</b>	
17-11-2008	12.054	12.063	11.893	11.992	28.705.140.000	Rm1	-0,005129
24-11-2008	11.373	11.575	11.374	11.548	71.095.490.000	Rm5	0,0153681
17-12-2008	11.195	11.253	11.157	11.239	78.924.810.000	Rm21	0,0039402
Fecha	Open (Pm0)	High	Low	Close (Pm1)	Volume	<b>Enjoy</b>	
08-07-2009	14.771	14.800	14.656	14.661	68.755.800.000	Rm1	-0,00744
15-07-2009	14.994	15.243	14.997	15.220	116.139.800.000	Rm5	0,015097
07-08-2009	15.497	15.556	15.511	15.518	55.167.880.000	Rm21	0,0013673
Fecha	Open (Pm0)	High	Low	Close (Pm1)	Volume	<b>Hites</b>	
03-12-2009	15.700	15.763	15.639	15.640	108.121.100.000	Rm1	-0,003802
11-12-2009	15.750	16.039	15.779	16.037	152.286.600.000	Rm5	0,0182341
07-01-2010	16.865	17.036	16.806	17.023	141.910.800.000	Rm21	0,0093511
Fecha	Open (Pm0)	High	Low	Close (Pm1)	Volume	<b>Cruzados</b>	
04-12-2009	15.640	15.756	15.645	15.718	71.157.720.000	Rm1	0,0049347
14-12-2009	16.037	16.154	15.982	16.146	63.540.630.000	Rm5	0,0067605
08-01-2010	17.023	17.207	17.041	17.194	90.114.920.000	Rm21	0,0100234
Fecha	Open (Pm0)	High	Low	Close (Pm1)	Volume	<b>Camanchaca</b>	
01-12-2010	22.928	23.080	22.924	22.943	243.618.500.000	Rm1	0,0006791
09-12-2010	23.125	23.156	22.994	23.034	132.640.400.000	Rm5	-0,003945
03-01-2011	22.979	23.163	22.979	23.148	503.470.600.000	Rm21	0,0073244
Fecha	Open (Pm0)	High	Low	Close (Pm1)	Volume	<b>CRF</b>	
05-05-2011	22.565	22.719	22.516	22.686	272.490.500.000	Rm1	0,0053618
12-05-2011	22.946	23.020	22.802	23.013	81.809.860.000	Rm5	0,0029443
03-06-2011	22.981	23.026	22.881	23.007	95.329.450.000	Rm21	0,0011479
Fecha	Open (Pm0)	High	Low	Close (Pm1)	Volume	<b>AquaChile</b>	
19-05-2011	22.986	23.051	22.804	22.804	310.797.900.000	Rm1	-0,007924
26-05-2011	22.753	22.933	22.753	22.897	106.310.300.000	Rm5	0,0063338
17-06-2011	21.604	21.980	21.604	21.965	154.345.100.000	Rm21	0,0167149
Fecha	Open (Pm0)	High	Low	Close (Pm1)	Volume	<b>Australis</b>	
09-06-2011	22.764	22.827	22.542	22.559	145.784.500.000	Rm1	-0,009
16-06-2011	21.790	21.799	21.587	21.604	116.169.300.000	Rm5	-0,008511
11-07-2011	22.612	22.612	22.407	22.551	55.086.960.000	Rm21	-0,002699
Fecha	Open (Pm0)	High	Low	Close (Pm1)	Volume	<b>Cruz Blanca</b>	
23-06-2011	22.286	22.290	22.086	22.202	218.696.400.000	Rm1	-0,003801
01-07-2011	22.642	22.753	22.533	22.696	75.306.530.000	Rm5	0,0023452
25-07-2011	22.020	22.021	21.904	21.985	62.579.970.000	Rm21	-0,001596

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de la página web Bolsa de Comercio de Stgo

## Anexo Ll:

Tabla Ll.1: Retorno Anormal Ajustado por el Mercado (MAAR) para cada IPO a partir del Índice IGPA

<b>AQUACHILE</b>		<b>Acción</b>	<b>IGPA</b>		<b>AQUACHILE</b>	
Ri1	-0,0487	<b>AquaChile</b>	Rm1	-0,00792383	<b>MAAR 1</b>	-4,110185448
Ri5	-0,0095259	AquaChile	Rm5	0,00633377	<b>MAAR 5</b>	-1,575982474
Ri21	-0,0309986	AquaChile	Rm21	0,01671488	<b>MAAR 21</b>	-4,69290366
<b>AUSTRALIS</b>		<b>Acción</b>	<b>IGPA</b>		<b>AUSTRALIS</b>	
Ri1	0,01313514	<b>Australis</b>	Rm1	-0,00900016	<b>MAAR 1</b>	2,233632554
Ri5	-0,0199734	Australis	Rm5	-0,00851096	<b>MAAR 5</b>	-1,156080573
Ri21	0,01312336	Australis	Rm21	-0,00269897	<b>MAAR 21</b>	1,586514913
<b>AZUL AZUL</b>		<b>Acción</b>	<b>IGPA</b>		<b>AZUL AZUL</b>	
Ri1	0	<b>Azul Azul</b>	Rm1	-0,00512863	<b>MAAR 1</b>	0,515506471
Ri5	0,02441463	Azul Azul	Rm5	0,0153681	<b>MAAR 5</b>	0,890961195
Ri21	0,0041841	Azul Azul	Rm21	0,00394022	<b>MAAR 21</b>	0,024292802
<b>CAMANCHACA</b>		<b>Acción</b>	<b>IGPA</b>		<b>CAMANCHACA</b>	
Ri1	-0,0069512	<b>Camanchaca</b>	Rm1	0,00067909	<b>MAAR 1</b>	-0,762513288
Ri5	-0,0293612	Camanchaca	Rm5	-0,0039446	<b>MAAR 5</b>	-2,551723878
Ri21	-0,0131579	Camanchaca	Rm21	0,00732444	<b>MAAR 21</b>	-2,03334074
<b>CFR</b>		<b>Acción</b>	<b>IGPA</b>		<b>CFR</b>	
Ri1	0,13364706	<b>CRF</b>	Rm1	0,00536181	<b>MAAR 1</b>	12,76010758
Ri5	-0,0049247	CRF	Rm5	0,00294434	<b>MAAR 5</b>	-0,784594632
Ri21	0,0043168	CRF	Rm21	0,00114791	<b>MAAR 21</b>	0,316525406
<b>HITES</b>		<b>Acción</b>	<b>IGPA</b>		<b>HITES</b>	
Ri1	0,04995146	<b>Hites</b>	Rm1	-0,00380191	<b>MAAR 1</b>	5,395850747
Ri5	-0,0088893	Hites	Rm5	0,0182341	<b>MAAR 5</b>	-2,663767049
Ri21	0,03403101	Hites	Rm21	0,0093511	<b>MAAR 21</b>	2,445126408
<b>ENJOY</b>		<b>Acción</b>	<b>IGPA</b>		<b>ENJOY</b>	
Ri1	-0,035486	<b>Enjoy</b>	Rm1	-0,00743978	<b>MAAR 1</b>	-2,825644267
Ri5	-0,0292311	Enjoy	Rm5	0,015097	<b>MAAR 5</b>	-4,36688052
Ri21	-0,0299959	Enjoy	Rm21	0,00136734	<b>MAAR 21</b>	-3,132037213
<b>CRUZ BLANCA</b>		<b>Acción</b>	<b>IGPA</b>		<b>CRUZ BLANCA</b>	
Ri1	-0,0607358	<b>Cruz Blanca</b>	Rm1	-0,00380053	<b>MAAR 1</b>	-5,715253133
Ri5	0,02066167	Cruz Blanca	Rm5	0,00234516	<b>MAAR 5</b>	1,827365796
Ri21	-0,0083878	Cruz Blanca	Rm21	-0,0015958	<b>MAAR 21</b>	-0,680283666
<b>CRUZADOS</b>		<b>Acción</b>	<b>IGPA</b>		<b>CRUZADOS</b>	
Ri1	0,05	<b>Cruzados</b>	Rm1	0,00493468	<b>MAAR 1</b>	4,484403064
Ri5	0,01456311	Cruzados	Rm5	0,00676047	<b>MAAR 5</b>	0,775024299
Ri21	-0,0032362	Cruzados	Rm21	0,01002343	<b>MAAR 21</b>	-1,312809027

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de la página web de La Bolsa de Comercio de Santiago.

**Anexo M: Tabla M.1: Determinación del Retorno del Mercado a partir del Índice IPSA.**

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume		Azul Azul
20081117	2551,716	2551,74	2503,38	2532,479	28.705.140.000	Rm1	-0,00753885
20081121	2400,923	2438,751	2366,906	2369,655	60.028.100.000	Rm5	-0,01302332
20081216	2324,019	2344,115	2315,645	2335,702	61.727.490.000	Rm21	0,00502707

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume		Enjoy
20090708	3088,811	3096,922	3060,135	3061,447	68.755.800.000	Rm1	-0,00885907
20090714	3126,097	3161,944	3126,929	3154,895	69.062.870.000	Rm5	0,00921213
20090806	3307,569	3314,439	3275,381	3278,803	58.802.340.000	Rm21	-0,00869702

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume		Hites
20091203	3343,545	3360,279	3328,751	3328,978	108.121.100.000	Rm1	-0,00435675
20091210	3322,383	3365,254	3322,562	3361,078	268.585.900.000	Rm5	0,01164676
20100106	3624,098	3644,652	3616,487	3639,957	97.769.610.000	Rm21	0,00437599

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume		Cruzados
20091204	3328,978	3359,675	3329,93	3349,725	71.157.720.000	Rm1	0,00623224
20091211	3361,078	3435,51	3366,084	3435,117	152.286.600.000	Rm5	0,02202835
20100107	3639,957	3684,551	3623,316	3681,063	141.910.800.000	Rm21	0,01129299

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume		Camanchaca
20101201	4956,955	4998,738	4951,002	4956,786	243.618.500.000	Rm1	-0,0000341
20101207	4963,148	4992,527	4964,458	4989,05	125.630.400.000	Rm5	0,00521887
20101230	4888,105	4929,743	4884,063	4927,532	373.130.300.000	Rm21	0,00806591

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume		CRF
20110505	4758,66	4796,403	4744,571	4788,844	272.490.500.000	Rm1	0,00634296
20110511	4857,577	4867,537	4826,025	4848,895	107.642.800.000	Rm5	-0,00178731
20110602	4848,218	4877,354	4835,018	4870,581	335.304.900.000	Rm21	0,00461262

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume		AquaChile
20110519	4865,857	4883,128	4815,37	4816,494	310.797.900.000	Rm1	-0,01014477
20110525	4790,378	4810,959	4789,278	4800,821	101.937.000.000	Rm5	0,00217999
20110616	4572,091	4574,063	4525,819	4530,696	116.169.300.000	Rm21	-0,00905384

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume		Australis
20110609	4819,388	4837,97	4758,656	4762,442	145.784.500.000	Rm1	-0,01181602
20110615	4646,127	4649,731	4540,179	4572,091	615.480.200.000	Rm5	-0,01593499
20110708	4776,594	4776,594	4733,537	4769,393	66.178.310.000	Rm21	-0,00150756

Fecha	Open	High	Low	Close	Volume		Cruz Blanca
20110623	4711,093	4712,046	4660,441	4694,88	218.696.400.000	Rm1	-0,00344145
20110630	4771,435	4800,471	4762,165	4795,276	132.738.700.000	Rm5	0,00499661
20110722	4618,035	4657,801	4618,035	4627,799	60.491.240.000	Rm21	0,00211432

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de la página web de La Bolsa de Comercio de Santiago.

## Anexo N:

Tabla N.1: Retorno Anormal Ajustado por el Mercado (MAAR) para cada IPO a partir del índice IPISA.

AZUL AZUL		IPSA			AZUL AZUL	
Ri1	0	Azul Azul	Rm1	-0,00753885	<b>MAAR 1</b>	0,75961143
Ri5	0,02441463	Azul Azul	Rm5	-0,01302332	<b>MAAR 5</b>	3,79319591
Ri21	0,0041841	Azul Azul	Rm21	0,00502707	<b>MAAR 21</b>	-0,0838750
ENJOY		IPSA			ENJOY	
Ri1	-0,035486	Enjoy	Rm1	-0,00885907	<b>MAAR 1</b>	-2,6864926
Ri5	-0,02923108	Enjoy	Rm5	0,00921213	<b>MAAR 5</b>	-3,8092290
Ri21	-0,02999585	Enjoy	Rm21	-0,00869702	<b>MAAR 21</b>	-2,1485694
HITES		IPSA			HITES	
Ri1	0,04995146	Hites	Rm1	-0,00435675	<b>MAAR 1</b>	5,45458522
Ri5	-0,00888928	Hites	Rm5	0,01164676	<b>MAAR 5</b>	-2,0299619
Ri21	0,03403101	Hites	Rm21	0,00437599	<b>MAAR 21</b>	2,95258178
CRUZADOS		IPSA			CRUZADOS	
Ri1	0,05	Cruzados	Rm1	0,00623224	<b>MAAR 1</b>	4,34966751
Ri5	0,01456311	Cruzados	Rm5	0,02202835	<b>MAAR 5</b>	-0,7304339
Ri21	-0,00323625	Cruzados	Rm21	0,01129299	<b>MAAR 21</b>	-1,4366990
CAMANCHACA		IPSA			CAMANCHACA	
Ri1	-0,00695122	Camanchaca	Rm1	-0,00000341	<b>MAAR 1</b>	-0,6917361
Ri5	-0,02936118	Camanchaca	Rm5	0,00521887	<b>MAAR 5</b>	-3,4400512
Ri21	-0,01315789	Camanchaca	Rm21	0,00806591	<b>MAAR 21</b>	-2,1053982
CFR		IPSA			CFR	
Ri1	0,13364706	CRF	Rm1	0,00634296	<b>MAAR 1</b>	12,6501701
Ri5	-0,00492471	CRF	Rm5	-0,00178731	<b>MAAR 5</b>	-0,3143015
Ri21	0,0043168	CRF	Rm21	0,00461262	<b>MAAR 21</b>	-0,0294464
AQUACHILE		IPSA			AQUACHILE	
Ri1	-0,0487	AquaChile	Rm1	-0,01014477	<b>MAAR 1</b>	-3,8950372
Ri5	-0,00952588	AquaChile	Rm5	0,00217999	<b>MAAR 5</b>	-1,1680407
Ri21	-0,03099857	AquaChile	Rm21	-0,00905384	<b>MAAR 21</b>	-2,2145229
AUSTRALIS		IPSA			AUSTRALIS	
Ri1	0,01313514	Australis	Rm1	-0,01181602	<b>MAAR 1</b>	2,5249507
Ri5	-0,01997337	Australis	Rm5	-0,01593499	<b>MAAR 5</b>	-0,4103769
Ri21	0,01312336	Australis	Rm21	-0,00150756	<b>MAAR 21</b>	1,46530094
CRUZ BLANCA		IPSA			CRUZ BLANCA	
Ri1	-0,06073585	Cruz Blanca	Rm1	-0,00344145	<b>MAAR 1</b>	-5,7492254
Ri5	0,02066167	Cruz Blanca	Rm5	0,00499661	<b>MAAR 5</b>	1,55871772
Ri21	-0,00838778	Cruz Blanca	Rm21	0,00211432	<b>MAAR 21</b>	-1,0479937

Fuente: Elaboración propia a partir de los datos obtenidos de la página web de La Bolsa de Comercio de Santiago.