

CAMV

COMITÉ DE ACREDITACIÓN DE
CONOCIMIENTOS EN EL MERCADO DE VALORES



UNIVERSIDAD TÉCNICA
FEDERICO SANTA MARÍA



**Material de Apoyo Examen
de Acreditación Componente
General**

Módulo
**CONCEPTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS,
PRODUCTOS Y MATEMÁTICA FINANCIERA**

Tabla de contenido

1.	Conocimientos básicos de economía	5
1.1.	Variables económicas fundamentales	5
1.2.	Clasificación de los mercados según nivel de competencia	26
1.3.	Definiciones y roles de los participantes de los mercados	30
2.	Análisis básico de estados financieros	33
2.1.	Definiciones	34
2.2.	Indicadores	49
2.3.	Conceptos: Activo disponible para la venta, inversión permanente.....	54
3.	Conceptos básicos de matemática financiera.....	59
3.1.	Tasa de interés simple y compuesta	59
3.2.	Reajustabilidad	63
3.3.	Principios de valorización de activos	64
3.4.	Determinación de tasas de descuento	72
3.5.	Duración de instrumentos de deuda	74
4.	Productos	79
4.1.	Acciones y cuotas de fondos	79
4.1.1.	Fondos de inversión	81
4.1.2.	Fondos mutuos.....	82
4.2.	Instrumento de deuda	85
4.3.	Intermediación financiera	86
4.4.	Tipos de operaciones en el mercado de valores: definición	86
4.5.	Según plazo de liquidación	95
4.5.1.	Operaciones contado (PH, PM, contado normal)	95
4.5.2.	Operaciones a plazo	98
4.6.	Operaciones repo y a plazo.....	98
4.6.1.	Pactos	98

4.6.2.	Simultáneas	99
4.6.3.	Venta corta y préstamos	100
4.6.4.	Opciones	103
4.6.5.	Forwards (Derivados)	108
4.7.	Ahorro previsional (APV)	109
4.8.	Títulos representativos de Facturas	110
4.9.	Repos de Productos Agropecuarios	113
5.	Otros conceptos relevantes	117
5.1.	Variaciones de capital: dividendos, emisiones, canjes y otros	117
5.2.	Índices bursátiles: Interpretaciones, Benchmark	118
5.3.	Presencia bursátil.....	121
5.4.	Free float	121

Introducción

En esta sección del componente general, el objetivo es que las personas que se someten al proceso de acreditación cuenten con conocimientos básicos de micro y macro economía, que sean capaces de identificar las principales variables que permiten describir la actividad económica y su efecto en los ciclos económicos, que conozcan las características particulares que presentan los mercados bajo distintos niveles de competencias e identifiquen los principales agentes de la actividad económica y los factores relevantes que determinan el equilibrio de mercado, entre otros. Adicionalmente, deben contar con conocimientos respecto del contenido, utilización y análisis de la información que contienen los estados financieros, incluyendo sus componentes y clasificaciones, y conocer los conceptos básicos de matemática financiera y la resolución de problemas.

En este documento se incluyen los principales conceptos y descripciones relacionadas con las materias previamente señaladas, no obstante, se recomienda que las personas que deseen acreditarse profundicen además estos temas utilizando la documentación a la que se haga referencia en la bibliografía del temario proporcionado por el Comité de Acreditación para el Mercado de Valores (CAMV).



1. Conocimientos básicos de Economía

Para medir el pulso de una economía, se usa comúnmente una serie de indicadores que nos ayudan a comprender y evaluar las condiciones económicas actuales. Estos indicadores son calculados por agencias gubernamentales (institutos de estadística y banco central, entre otros), así como por entidades privadas (por ejemplo, instituciones educativas y empresas participantes del mercado financiero). En esta sección veremos algunos de los principales indicadores utilizados en Chile considerando las variables económicas fundamentales de nuestro país.

1.1. Variables económicas fundamentales

Cuando nos referimos al nivel de actividad económica de un país, lo que se pretende es medir la suma total de producción en la economía. Al igual que cuando se define la función de producción para un bien particular, debemos evaluar la relación entre los factores de producción, capital y trabajo, y el producto total de la economía.

Es decir, lo que queremos es medir el nivel de producto agregado Y que una economía puede producir considerando una función de producción F , con una dotación de factores K para denotar capital, y L para denotar trabajo:

El total de la producción de un país depende de sus factores capital y trabajo:

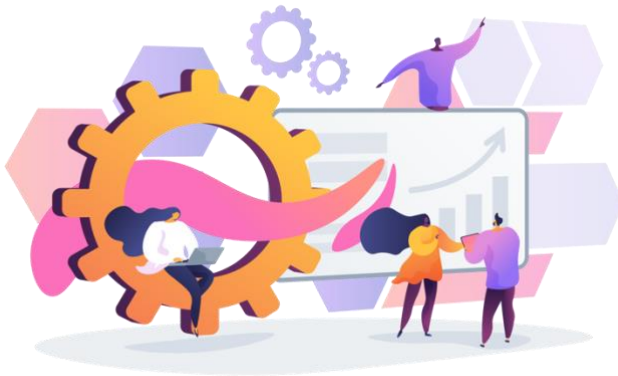
$$Y = F(K, L)$$

Producto Interno Bruto (PIB)¹

Ahora bien, el nivel de actividad de un país se mide a través del Producto Interno Bruto (PIB), que representa el valor de la producción final de bienes y servicios en un período.

Se mide la producción final con el objeto de evitar contar los bienes intermedios, que son aquellos que se usan en la producción de otros bienes. De esta forma se evita la doble, o más bien múltiple contabilidad de bienes.

¹ Para esta sección se utilizó contenidos del documento: "Macroeconomía Teoría y Políticas" Capítulo 2 - José de Gregorio.



El PIB también representa la producción dentro de la economía, independientemente de la nacionalidad de los propietarios de los factores. Es decir, contempla la producción utilizando los factores K y L existentes en la economía, sin distinguir si estos factores son de propiedad nacional o extranjera. Esto es particularmente importante con respecto al capital, ya que a veces es de propiedad extranjera. En otras ocasiones, las personas de una

economía pueden ser propietarias de capital en el extranjero. De ahí sale el concepto de **Producto Nacional Bruto (PNB)**, que incluye a nacionales que producen fuera del país, pero excluye a los extranjeros que producen en el país.

Por lo tanto, para calcular el PNB partiendo de la cifra del PIB, debemos agregar la producción de los nacionales del país fuera del territorio y restar la producción de extranjeros en el territorio, así la fórmula es:

$$PNB = PIB + P_n - P_{ex}$$

donde PNB es producto Nacional Bruto, PIB Producto Interno Bruto, P_n producción de los nacionales fuera del territorio y P_{ex} producción de extranjeros en el territorio.

El PIB es una variable de flujo, porque representa la cantidad producida en un período. Las variables de flujo tienen sólo sentido en la medida en que se refieran a un periodo de tiempo: exportaciones mensuales, anuales, etcétera. También se definen las variables de stock como aquellas que representan una variable en un instante, es decir, son como una “foto” en un instante.

Hay tres formas de medir el PIB:

- por el lado del gasto, que se refiere al gasto en bienes y servicios de los diferentes agentes económicos: empresas, hogares, gobierno y extranjeros;
- directamente como el producto total, es decir, el valor de la producción final de la economía, y
- por último, por el lado de los ingresos.

A. Medición por el lado del gasto

Todos los bienes que una economía produce se gastan. Incluso si no se vende un producto y se guarda para venderlo después, corresponderá a una forma de gasto involuntario en que incurren las empresas en forma de acumulación de inventarios. Asimismo, si una empresa no puede vender sus productos y estos se destruyen (por ejemplo, bienes agrícolas que no se pueden almacenar), entonces la empresa también habrá realizado un gasto.

Según el agente económico que realiza el gasto (hogares, empresas, gobierno, o extranjeros) y la naturaleza de este, el PIB por el lado del gasto se puede escribir como:

$$Y = C + I + G + XN$$

Donde Y es PIB, C es consumo, I inversión, G gasto de gobierno y XN exportaciones netas, que corresponden a la diferencia entre exportaciones (X) e importaciones (M). Esto último también se conoce como **balanza comercial**; es decir, el saldo en la balanza comercial es:

$$XN = X - M$$

Una breve descripción de los distintos componentes del PIB es la siguiente:

- a) *Consumo*: Es el gasto final de los hogares e instituciones sin fines de lucro. Este consumo puede ser de bienes durables, como autos, televisores y otros bienes de consumo no durables, o servicios, como educación, comunicaciones, etcétera. El consumo representa aproximadamente dos tercios del gasto total de la economía.
- b) *Inversión*: La inversión se clasifica en dos grandes rubros: inversión fija y variación de existencias. La diferencia clave entre inversión y consumo es que la inversión consiste en bienes que se mantienen para el futuro y, por lo tanto, no son consumidos. Los bienes se mantienen, ya sea para la producción de bienes, como es el caso de las maquinarias y los edificios, o como productos finales para ser vendidos en el futuro, en cuyo caso corresponden a inventarios. La variación de existencias es la variación de inventarios. Las empresas pueden acumular inventarios voluntaria o involuntariamente.

La inversión fija también se conoce como formación bruta de capital fijo. La palabra fijo se usa para destacar que, contrariamente a los inventarios, estos



bienes estarán fijos en la economía durante un tiempo largo y se usarán para producir nuevos bienes. En consecuencia, la inversión es la adición de bienes de capital al stock existente.

Pero no todo es adición al capital (K), también hay reemplazo. Las maquinarias, las construcciones, los caminos, etcétera se van gastando con el tiempo y, por tanto, parte de la inversión simplemente repone el capital que se desgata o deprecia.

A partir de esta distinción se diferencia entre inversión neta e inversión bruta. La inversión bruta es la cantidad total que invierte la economía en un periodo, tanto para reponer el capital que se ha ido gastando como para agregar nuevo capital. La inversión neta es la cantidad de capital que se agrega por sobre el capital ya existente; en consecuencia, es la inversión bruta menos la depreciación:

$$Inversión Bruta = Inversión Neta + Depreciación$$

Luego, si denotamos como K_t al capital a inicios del periodo t (recuerde que es una variable de stock) y como I_t a la inversión fija bruta en el periodo t , se tiene que:

$$I_t = K_{t+1} - K_t + \delta K_t$$

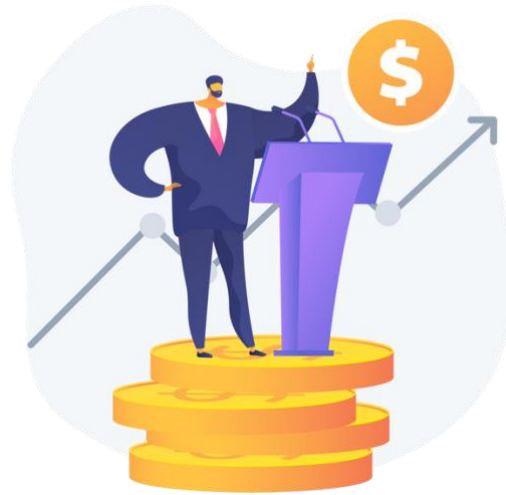
donde la diferencia $K_{t+1} - K_t$ representa la inversión neta; K_{t+1} es el capital a principios del periodo $t + 1$, o a fines del periodo t , y δK_t representa la depreciación durante el periodo t , es decir desde principios de t hasta principios de $t + 1$.

La depreciación es una variable de flujo, pues representa cuánto capital se desvalorizó producto del desgaste o uso en un período. En consecuencia,

$$I_t = \Delta K_t + \delta K_t$$

Por tanto, el capital a fines del periodo t , K_{t+1} , que es lo mismo que el capital a principios de $t + 1$, corresponde al capital que queda después de la depreciación, $K_t(1 - \delta)$ más la inversión bruta.

- c) *Gasto de gobierno*: Representa el gasto del gobierno en bienes y servicios de consumo final. Entonces, es una medida análoga a C, pero gastada por el gobierno. Por supuesto que hay diferencias en los determinantes de C y G, y resulta útil separarlos para efectos de entender los agregados macroeconómicos. Como ya se señaló, esto no incluye la inversión pública, que está incluida en la inversión total.



Ejemplos de gasto de gobierno son defensa, educación, servicios provistos por el Estado, etcétera.

Como es difícil medir el consumo del gobierno, ya que en la mayoría de los casos no existe mercado donde obtener información sobre los precios, parte importante de G se mide indirectamente, como el gasto del gobierno en sueldos y salarios. En consecuencia, se intenta medir indirectamente el valor de los servicios que consume el gobierno a través de la medición de su costo. G solo representa una parte del total de lo que el gobierno gasta, y en la práctica es casi la mitad de todo el gasto, el resto consiste en transferencias hechas por el gobierno al sector privado. Esto representa el ingreso de los hogares, y ellos son los que decidirán gastarlo en forma de C o ahorrarlos.

- d) *Gasto interno (A)*: Hasta ahora hemos definido el gasto total de los nacionales: hogares, empresas y gobierno. El total de los gastos de los nacionales se llama gasto interno o absorción, el que corresponde a:

$$A = C + I + G$$

Sin embargo, no todo el gasto interno corresponde a gasto en bienes y servicios producidos dentro del país, o sea PIB. Parte importante de los bienes de consumo demandados por los hogares es importado, al igual que la inversión.

El gasto de gobierno también incluye bienes importados. Por tanto, si queremos saber el gasto que los nacionales hacen en bienes domésticos, deberíamos descontar las importaciones.

Asimismo, no solo los nacionales gastan en bienes producidos internamente; sino que también los extranjeros consumen bienes nacionales. Por lo tanto, para llegar al PIB debemos agregar el gasto de los extranjeros en bienes nacionales, es decir, las exportaciones (X).

Luego, podemos escribir la ecuación del PIB como:

$$Y = A + X - M = A + XN$$

En esta ecuación, M representa las importaciones y XN representa las exportaciones netas o saldo comercial, tal cual definido previamente. Cuando existe un déficit en la balanza comercial, es decir, el saldo es negativo, el gasto interno es mayor que el producto. Esto es, el país gasta más de lo que produce. Por otro lado, cuando la balanza comercial es positiva, es decir, las exportaciones son mayores que las importaciones, tenemos un exceso de producto por sobre gasto.

B. Medición por el lado del producto

En lugar de medir el producto por los distintos tipos de gasto, también se puede medir directamente, calculando la producción final de bienes y servicios. Para esto, en la práctica la actividad económica se separa en muchos sectores y se mide la producción final de cada uno.

Se debe destacar que nos interesa la producción final, por eso, el PIB no mide todo lo que se produce en la economía, sino el valor agregado. El ejemplo más clásico es el del trigo, la harina y el pan. Suponga que sumamos el valor de producción del trigo, la harina y el pan. Como la harina es un insumo en la producción del pan, y por lo tanto su costo estará reflejado en el precio, habremos contado dos veces la producción de harina. Para evitar la doble, o más bien múltiple contabilidad, solo se considera el valor agregado, descontando en cada etapa el valor de los insumos intermedios. En consecuencia, si la harina solo se usa en pan y es el único insumo empleado en su producción, al valor de la producción del pan se le descontará el valor de la producción de harina, y esta diferencia sería el valor agregado en la producción de pan. Igualmente se hará con la harina, y así se sumarán los valores agregados de cada sector sin contabilizar la misma producción dos veces.

Al valor total de la producción, incluyendo los insumos intermedios, se le llama valor bruto de la producción, y al descontar las compras intermedias se llega al valor agregado:

$$\text{Valor Agregado} = \text{Valor Bruto de la Producción} - \text{Compras Intermedias}$$

C. Medición por el lado de los ingresos

Para entender la medición del PIB por el lado de los ingresos, es útil visualizar el flujo circular de una economía, que por simplicidad supondremos que es cerrada:

En primer lugar, los hogares, dueños del capital y del trabajo de la economía, arriendan sus factores a las empresas para que ellas, a través de la función de producción, produzcan bienes que van tanto a hogares como a gobierno (suponemos que la inversión la realizan los hogares, pero mirando la rentabilidad de las empresas).

Los hogares y gobierno gastan en $C + I + G$, que es la medición por el lado del gasto. Por el lado de los ingresos, las empresas deben pagar a las familias por arrendar el capital y el trabajo. Entonces podemos medir el ingreso al capital y al trabajo, pero no todo eso es el PIB, pues una fracción de los ingresos que están en el valor de los bienes y servicios que las empresas venden se va al gobierno, y corresponde a los impuestos indirectos (como el IVA y los impuestos específicos). En una economía abierta habría que agregar aranceles.

Empleo ²

Tanto el nivel del PIB como el desempleo son indicadores importantes para medir el desempeño de una economía en términos de actividad.

El empleo corresponde al número de personas que trabajan, aunque cuando vamos a medirlo como un factor en la función de producción, podríamos tratar de corregir por horas trabajadas y calidad de la mano de obra. Por ahora solo nos concentraremos en números de personas, pero para medir la proporción de gente trabajando es necesario referirse a la población de la economía. Partiendo de la población total de una economía, debemos definir quiénes se encuentran en condiciones de trabajar y, dentro de estos, quiénes quieren hacerlo. El desempleo es aquella fracción de los que quieren trabajar, y que se encuentran en condiciones pero no consiguen hacerlo.



En primer lugar, la población de la economía se divide entre quienes están en edad de trabajar y quienes no lo están. Al respecto, tenemos los siguientes conceptos:

- La población en edad de trabajar (**PET**), se define como aquella integrada por los mayores de cierta edad que por lo general, y dependiendo del país, está entre los 14 y 16 años. Pero no todos los que están en edad de trabajar desean hacerlo.
- la fuerza de trabajo (**FT**), también llamada población económicamente activa, es la población que está en edad de trabajar y desea hacerlo. Hay gente que está en edad de trabajar y no desea hacerlo. Quienes están en edad de trabajar y no desean hacerlo son los inactivos.
- La tasa de participación (**TP**), es la razón entre la fuerza de trabajo y población en edad de trabajar. Es decir:

$$TP = \frac{FT}{PET}$$

Multiplicado por 100, esto representa el porcentaje de gente en edad de trabajar que desea hacerlo. Podemos definir tasas de participación para diferentes grupos, por

² Para esta sección se utilizó contenidos del documento: “Macroeconomía Teoría y Políticas” Capítulo 2 - José de Gregorio

ejemplo, la tasa de participación de jóvenes menores de 25 años. Esta será menor que la TP promedio de la economía, pues es de suponer que hay más jóvenes que adultos estudiando. Lo mismo se puede hacer para comparar las TP de hombres y mujeres.

- Desocupados (**D**), son aquellos que, perteneciendo al grupo de la fuerza de trabajo, es decir, a todos aquellos que desean trabajar, no consiguen hacerlo. Los demás están ocupados.

Es importante notar que hay dos tipos de desocupados: aquellos que buscan trabajo por primera vez y los cesantes. Estos últimos, que constituyen la mayor parte de los desempleados, son quienes han perdido su trabajo y, por lo tanto, quedan cesantes.

- La tasa de desocupación o tasa de desempleo (u , por su término en inglés *unemployment*) corresponde a la proporción de personas que desean trabajar, pero están desocupadas; es decir:

$$u = \frac{D}{FT}$$

Es importante notar que la tasa de desempleo puede variar por dos razones:

- a. En el corto plazo, las economías están en distintas posiciones cíclicas. Las que están en un periodo de altos niveles de actividad pueden tener tasas de desempleo excepcionalmente bajas, y lo contrario ocurre en economías que están en periodos de recesión.
- b. Porque sus tasas de desempleo de largo plazo son distintas. Mercados laborales generosos en materia de subsidios de desempleo, y que por lo tanto no inducen búsqueda activa, o mercados laborales con elevados costos de contratación o despido, probablemente tendrán tasas de desempleo de largo plazo más elevadas.

Tal como muestra la definición de la tasa de desempleo, se debe reconocer que ésta puede aumentar porque hay menos empleo o porque sube la fuerza de trabajo. Para esto, denotando con E el número de empleados, la tasa de desempleo se puede reescribir como:

$$u = \frac{FT - E}{FT}$$

Por lo tanto, si el empleo cae, dado FT, la tasa de desempleo aumentará. Por otro lado, si la fuerza de trabajo sube y el empleo permanece constante, la tasa de desempleo aumentará. Asimismo, si mucha gente desea trabajar y el mercado del trabajo no alcanza a absorber a todos, es posible que FT aumente más rápidamente que E, y el cociente entre FT - E y FT también aumente.

Los movimientos de la fuerza de trabajo en el ciclo pueden responder a dos factores.

1. Por un lado, en una economía con buenas perspectivas, la fuerza de trabajo puede aumentar debido a que la gente decide dejar de ser inactiva ante las mejores oportunidades.
2. Por otro, una economía deprimida también podría generar un incentivo para que más gente dentro de un hogar salga a conseguir trabajo con el fin de paliar las malas condiciones económicas.

Por ello, aunque el empleo y la fuerza de trabajo tienden a moverse en una misma dirección, este no es siempre el caso. Estos fenómenos tampoco ocurren simultáneamente: pueden observarse fluctuaciones en la tasa de desempleo por razones más asociadas a cambios en la fuerza de trabajo que a la evolución del empleo.

Por lo anterior, no basta con analizar la tasa de desempleo para tener una visión completa del mercado de trabajo: también es importante observar el dinamismo del empleo y la incorporación de nuevas personas a la fuerza de trabajo.

Inflación.

El concepto de inflación se refiere a un alza sostenida en el nivel general de los precios de los bienes y servicios existentes en una economía. El fenómeno de la inflación se manifiesta principalmente a través de dos condiciones económicas de mercado:

- La inflación de gasto o de demanda: Se produce cuando el crecimiento de la demanda interna de bienes y servicios sobrepasa la capacidad que tiene el país para producir, es decir, si el ritmo de gasto es mayor al ritmo de producción se producirá una escasez que presionará al alza en los niveles de precios.
- La inflación de costos o de oferta: Se produce cuando existe un aumento en el nivel de precios de los factores productivos, incluyendo los importados, trayendo como consecuencia un aumento en el costo de producción de los bienes y servicios que termina traspasándose a los precios que enfrenta el consumidor final.



Es importante señalar la relevancia de las decisiones de políticas macroeconómicas en el control de la inflación, principalmente la monetaria, dado que una irresponsable emisión de papel moneda estimularía significativamente el gasto por sobre el nivel de producto.

Ahora bien, cuando la política macroeconómica es contractiva, la restricción del gasto puede lograr que el nivel general de precios de la economía sufra una caída, evidenciando un fenómeno llamado **deflación** (caída generalizada y prolongada del nivel de los precios de bienes y servicios).

Resulta lógico que, de la medición periódica de la variación del nivel general de precios en una economía, se obtenga la tasa de Inflación para cada período. En este contexto, es necesario tener claro los siguientes conceptos utilizados en su medición:

- índice de Precios al Consumidor (IPC): En Chile, para medir la tasa de inflación se utiliza el IPC. Sin embargo, como la cantidad de bienes transados en una economía es muy extensa, por razones de factibilidad actualmente en Chile este índice solo mide el costo o precio ponderado total de aproximadamente trescientos veinte bienes y servicios constituidos en una canasta de consumo representativa de una familia media donde los precios de cada bien considerado en la canasta se registran de manera ponderada de acuerdo a la proporción del gasto de cada producto sobre el gasto total.

Luego de determinar un año base para comparar los precios de cada bien, la canasta se valora a los precios de dicho año. Esto nos señala que, si bien es cierto, la variación del IPC no es en estricto rigor sinónimo de la variación del nivel general de precios de un país, sí podemos decir que es un indicador oficialmente válido. Ahora bien, la

canasta de bienes y servicios es establecida y actualizada por el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) el cual es un organismo estatal chileno encargado de realizar los censos de población y vivienda, y de generar y publicar las estadísticas oficiales del país y que, por lo tanto, es el mismo que registra las variaciones de los costos de estos bienes y servicios entre periodos, en comparación, como ya se explicó, con un año base predefinido.

$$\text{Índice de precios al Consumidor} = \frac{\text{Precio actual de la Canasta (\$)}}{\text{Precio de la canasta período base (\$)}} \times 100$$

- **Cálculo de tasa de Inflación:** La variación porcentual del IPC es la forma de calcular la tasa de inflación, que todos están interesado en conocer, ya que de su valor dependen muchas cosas, como por ejemplo el aumento que tenga la unidad de fomento (UF), el cual es un indicador que en Chile representa una unidad de cuenta que funciona como un mecanismo de reajuste indexado a la tasa de inflación, utilizada en muchos instrumentos financieros como bonos y pagarés, en la que se expresan los créditos hipotecarios, o los aumentos que tengan los sueldos que hayan sido pactados teniendo en cuenta este valor. Ahora bien, la variación del IPC entre períodos se determina de la siguiente manera:

$$\Delta \text{IPC} = \frac{(\text{Valor actual IPC} - \text{Valor inicial IPC})}{\text{Valor inicial del IPC}}$$

Tipo de cambio³

En primer lugar, es necesario distinguir entre tipo de cambio nominal y tipo de cambio real.

1. Tipo de cambio nominal

El tipo de cambio nominal, que denotaremos e, es el precio de una moneda extranjera, usualmente el dólar estadounidense, en términos de la moneda nacional. Si la moneda local es el peso chileno, el tipo de cambio e corresponde al número de pesos chilenos necesarios para comprar un dólar. Es la forma de medir el precio de cualquier bien, es

³ Para esta sección se utilizó contenidos del documento: “Macroeconomía Teoría y Políticas” Capítulo 2 - José de Gregorio

decir, cuántos pesos se requiere por unidad de bien. En el caso del tipo de cambio, el bien corresponde a la moneda extranjera.



El tipo de cambio se aprecia, o también se dice que la moneda local se aprecia o valoriza, cuando la moneda extranjera se hace más barata. En nuestra definición, e cae. En caso contrario se habla de una depreciación del tipo de cambio. Obviamente, cuando una moneda se aprecia respecto de otra, la otra se deprecia. Cuando el tipo de cambio se aprecia, la moneda local es la que se aprecia, es decir, aumenta su valor con respecto a la moneda extranjera. Dicho de otra forma, la moneda extranjera se hace más barata, es decir, se deprecia.

La **apreciación** de una moneda se conoce también como un fortalecimiento de la moneda, mientras que una **depreciación**, es decir, una pérdida de valor corresponde a un debilitamiento.

Otros términos muy usados son **devaluación** y **revaluación**. Estas expresiones se emplean muchas veces como sinónimos de depreciación y apreciación, respectivamente. Sin embargo, y con mayor rigor, la devaluación y la revaluación se refieren más bien a cambios discretos del tipo de cambio decretados por la autoridad económica. Entonces, devaluación y revaluación se usan cuando el tipo de cambio varía en esquemas en los cuales la autoridad decide su valor. En cambio, cuando estas variaciones ocurren en el mercado cambiario, es decir, están más asociadas a sistemas de tipo de cambio flexible, se habla de depreciación y apreciación.

Otra forma muy usual de medir el tipo de cambio es usar el inverso de e , es decir, $1/e$. En este caso, dicha medida es cuántos dólares, o moneda extranjera en general, se requiere por unidad de moneda nacional. Esta forma es muy común en los países desarrollados. Medido el tipo de cambio de esta forma ($1/e$), una apreciación corresponde a un aumento del tipo de cambio, es decir, $1/e$ sube. Si bien esta alternativa para medir el tipo de cambio tiene la desventaja de que no se expresa el precio de la moneda extranjera al igual que el precio de cualquier otro bien en la economía, tiene la ventaja de que una apreciación de una moneda es equivalente a un aumento de $1/e$. Es decir, la moneda aumenta su valor cuando $1/e$ sube, ya que esta variable corresponde al precio de la moneda local en términos de moneda extranjera.

Por lo tanto, $1/e$ representa el valor de la moneda local expresado en términos de moneda extranjera. Sin duda, esto lleva a confusiones; en particular cuando se dice que el tipo de cambio sube o baja, hay que ser preciso sobre la medición a la que uno se refiere. Sobre lo que no hay duda es cuando se dice que una moneda se aprecia, valoriza o fortalece versus una moneda que se deprecia, desvaloriza o debilita. Cuando la moneda se aprecia, significa que puede comprar más monedas extranjeras, es decir, $1/e$ aumenta o disminuye.

Para analizar la posición de una moneda respecto de las otras monedas del mundo, podemos usar el tipo de cambio multilateral. Esta medida consiste en ponderar los tipos de cambio con respecto a diferentes monedas; es decir, crear una canasta de monedas y medirla a partir de una unidad común. Los ponderadores regularmente se calculan respecto de la importancia del comercio de un país o de algún otro indicador relevante para la economía.

2. Tipo de cambio real

Si bien el tipo de cambio nominal es una variable relevante desde el punto de vista financiero y monetario, uno también está interesado en saber no solo cuántos pesos se requiere para comprar un dólar, sino el poder de compra de esos pesos. Para esto se define el tipo de cambio real, que se asocia también a la competitividad.

Si e es el tipo de cambio nominal, P el nivel de precios domésticos (costo en moneda doméstica de una canasta de bienes nacionales) y P^* el nivel de precios internacional (precio de bien externo en moneda extranjera), el tipo de cambio real (TCR) se define como:

$$TCR = \frac{eP^*}{P}$$

Las unidades de TCR ya no son monedas nacionales por unidad de moneda extranjera, sino bienes nacionales por unidad de bien extranjero. Es decir, si el tipo de cambio real se aprecia (TCR cae), se hace más caro el bien nacional.

Esto puede ocurrir por una disminución de los precios en el extranjero medidos en moneda nacional, lo que a su vez puede ocurrir porque el precio en moneda extranjera baja o el peso se aprecia, o un alza de los precios de los bienes nacionales.

¿Es bueno o malo que el tipo de cambio real se aprecie? Esto es equivalente a preguntarse si es bueno que los bienes nacionales se hagan más caros que los bienes extranjeros. La respuesta no es obvia, ya que el tipo de cambio real es una variable endógena cuyo valor de equilibrio depende de las condiciones económicas. En todo caso, hay algo positivo en una apreciación del tipo de cambio real, ya que se abaratan los bienes extranjeros, y habría que destinar menos bienes nacionales para comprar un bien extranjero. Sin embargo, también tiene un lado negativo, y es que la rentabilidad de los productores nacionales se reduce respecto de la de los extranjeros, haciendo a las empresas locales menos competitivas en los mercados internacionales.

Si e se deprecia, pero el nivel de precios nacional sube en la misma proporción, claramente el TCR se mantiene constante. De ahí la importancia de analizar medidas de precios relativos entre los bienes nacionales y extranjeros.

Las mediciones del tipo de cambio real son importantes para evaluar la competitividad de las economías. El tipo de cambio nominal da solo una visión parcial, pues no corrige por la evolución de los precios internos ni externos.

Sin embargo, en países con inflación similar a la internacional, la corrección al ajustar por la evolución de los precios no es tan importante. Eso es algo de lo que ocurre hoy día, cuando las inflaciones en todo el mundo han caído y los tipos de cambio fluctúan mucho más. En consecuencia, en las fluctuaciones del TCR en la actualidad, las fluctuaciones del

tipo de cambio nominal son mucho más relevantes que las de las inflaciones de los países.

Gobierno y Política Fiscal ⁴

La unidad encargada de la administración central del Estado, los ministerios y todas las reparticiones directamente dependientes, se llama gobierno central. Cuando uno agrega los gobiernos locales, como es el caso de las municipalidades y estados en países federales, hablamos del gobierno general. En esta parte, no referiremos al gobierno central.

El gasto total de gobierno tiene tres componentes principales: gasto final en consumo de bienes y servicios, que denotamos por G ; transferencias, representadas por TR , e inversión pública, I_g , que forma parte de la inversión total, I . Los tres componentes son relevantes desde el punto de vista presupuestario, pero solo el primero y el último lo son desde el punto de vista de la demanda agregada por bienes y servicios finales. Ese es el consumo de gobierno y parte de la inversión.

Por su parte, las transferencias del gobierno al sector privado finalmente son gastadas por los consumidores. Al gasto en bienes y servicios de consumo final del gobierno y las transferencias se le llama **gasto corriente**. Si a eso agregamos la inversión, o sea el gasto en capital, llegamos al **gasto total** del gobierno.

Abusando de la notación, llamaremos G al gasto total del gobierno, para ahorrarnos llevar por separado las transferencias e inversión pública, y T a sus ingresos, principalmente tributarios. Si además el gobierno tiene una deuda neta de B_t a comienzos del periodo t y paga una tasa de interés de i , llegamos a que el déficit fiscal global, DF , corresponde a:

$$DF_t = G_t + iB_t - T_t$$

Si DF es negativo, entonces corresponde a un superávit. Como se puede observar en esta ecuación, el déficit puede ser alto no solo porque el gasto no financiero supera a los ingresos, sino porque el pago de intereses puede ser elevado.

Este último, a su vez, puede ser elevado, pues la tasa de interés que se paga por la deuda pública es alta —caso común en los países latinoamericanos— o el volumen de la deuda pública es elevado, típico caso de los países europeos.

Tal como ocurre en el caso de los hogares, si alguien gasta más (o menos) de lo que recibe, entonces debe endeudarse (o prestar) por la diferencia.

Esto significa que el déficit fiscal del gobierno corresponde a sus necesidades de financiamiento, o sea a lo que se “endeuda”, o más bien a lo que aumenta su stock de

⁴ Parte de esta sección se utilizó contenidos del documento: “Macroeconomía Teoría y Políticas” Capítulo 5 - José de Gregorio

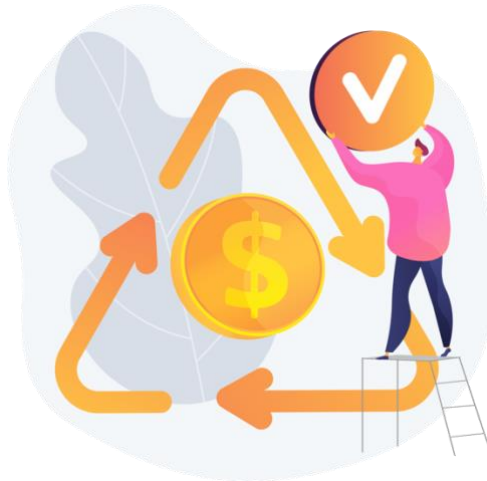
pasivos. Los pasivos netos del gobierno son denotados por B , entonces la restricción presupuestaria es:

$$DF_t = B_{t+1} - B_t = G_t + iB_t - T_t$$

Por otra parte, B representa deuda neta (o más en general pasivos netos). De la deuda bruta debemos descontar los activos del gobierno, como por ejemplo las reservas internacionales y los depósitos que tiene en el sistema financiero y el banco central.

Ciclo económico y balance estructural

Por diversas razones, el PIB fluctúa en el tiempo alrededor de su tendencia de largo plazo. El PIB de tendencia se conoce como PIB potencial o PIB de pleno empleo. Las fluctuaciones alrededor de la tendencia se conocen como ciclo económico. Por otra parte, las cuentas fiscales también dependen del PIB, con lo cual es esperable que estén afectadas por el ciclo económico. Si G y T fueran constantes a lo largo del ciclo, el balance fiscal no se vería afectado. Sin embargo, tanto el gasto como la recaudación tributaria están afectados por la posición cíclica de la economía.



Dos conceptos importantes a este respecto son:

1. Estabilizadores automáticos. Son aquellos componentes de las finanzas públicas que se ajustan automáticamente a los cambios en la actividad económica, generando un comportamiento contracíclico. Es decir, son componentes del gasto que aumentan (se reducen) en periodos de baja (alta) actividad. También son componentes de los ingresos que se reducen (aumentan) cuando la actividad económica se debilita (fortalece).

El caso más importante es el de los impuestos, que generalmente están relacionados con el nivel de actividad a través de impuestos a las utilidades, a los ingresos, a las ventas, etcétera. En periodos de baja actividad económica, las empresas reciben menos

utilidades, por lo cual pagan menos impuestos. Las personas también reciben menos ingresos, con lo cual pagan menos impuesto a la renta, y también consumen menos, lo que reduce la recaudación por impuestos indirectos (por ejemplo, IVA). Por el lado del gasto, los estabilizadores más importantes son los programas sociales ligados al desempleo, en particular los subsidios de desempleo.

2. Balance estructural. Conocido también como balance de pleno empleo o balance ajustado cíclicamente, es el balance del presupuesto público que corrige por los efectos cíclicos sobre ingresos y gastos. Para ello se usan las variables de mediano y largo plazo para medir los principales componentes del gasto y los impuestos. Por lo tanto, los estabilizadores automáticos estarán en su nivel de tendencia. Los impuestos se deben medir asumiendo que el producto está en pleno empleo. Si la economía está en recesión, los impuestos efectivos serán menores que los ingresos estructurales.

Se debe notar que, si bien los ingresos del gobierno caen con una reducción, por ejemplo, en el precio de los recursos naturales, esto no corresponde a un estabilizador automático, sino más bien lo contrario: a un desestabilizador. Los menores precios no son un beneficio para los residentes, lo que les permitiría compensar su merma de ingresos, sino un beneficio para el mundo, pues ellos son quienes pagan el menor precio por el recurso natural. Esto termina por poner presión sobre el presupuesto en periodos de malos términos de intercambio. Más aún, si el fisco enfrenta mayores problemas de financiamiento en estos periodos, y además la economía pasa por una baja actividad, debido a que enfrenta restricciones de liquidez en los mercados financieros, su situación fiscal se puede deteriorar aún más. De ahí la importancia de que, para evaluar y diseñar la política fiscal, sea útil mirar al balance de pleno empleo.

La base monetaria

La base monetaria (B) se define como la cantidad total de billetes y monedas emitidos por el Banco Central en poder de las personas (E) más la porción de los depósitos no generadores de intereses mantenido por las instituciones financieras públicas o privadas, es decir las reservas bancarias (R).

$$B = E + R$$

Factores que podrían alterar la Base Monetaria:

- Superávit o Déficit en Balanza de Pagos: cuando una economía se abre a las relaciones con el resto del mundo, aparece una cuenta nacional llamada Balanza de Pagos (BP), la cual registra la entrada, y salida de divisas (moneda extranjera) hacia y desde el país. Luego si durante un período hay un ingreso de dólares al país, ya sea por transacciones financieras y/o comerciales, que resulta ser mayor a su salida, se

produce un superávit en BP. Del mismo modo, cuando las entradas de divisas al país son inferiores a las salidas, habrá una reducción en la cantidad de dólares dentro del país que se reflejaría con un déficit en BP.



Por lo anterior, en las economías donde el Banco Central canaliza las operaciones comerciales y/o financieras con sus reservas, un superávit en BP generado por un significativo aumento en la oferta de dólares en el país contraerá el precio del dólar. Luego si esta situación provoca estragos en el sector exportador, el Banco Central podría terminar comprando divisas con el propósito de incrementar su valor, lo que provocaría un aumento de la base monetaria. Y siguiendo esta lógica, un déficit en BP que eleve el precio del dólar de tal manera que ponga en riesgo las

metas inflacionarias de la economía, tomando en cuenta que una gran porción de los productos, que constituyen la canasta de consumo básica con la que se mide el IPC, son importados o su elaboración requiere de insumos provenientes del exterior cuyo costo está indexado al dólar, eventualmente podría impulsar al Banco Central a ejecutar una venta de divisas, con el propósito de disminuir su valor, lo que produciría una disminución de la base monetaria.

- Déficit o Superávit Presupuestario Fiscal: Un déficit fiscal generalmente termina siendo financiado con el ahorro interno del país. Sin embargo, cuando se produce este tipo de situaciones, una posible opción es endeudarse con el Banco Central. Luego una eventual emisión de dinero por parte del Banco Central, requerida por el Fisco para financiar su déficit, claramente hará aumentar la base monetaria. Es importante señalar que, este tipo de decisiones de financiamiento fiscal están restringidas debido a que un aumento no planificado de la base monetaria podría tener efectos inflacionarios. Por ello la autonomía del Instituto emisor es bien ponderada por todas las economías.

Ahora bien, si un superávit fiscal fuera depositado en una cuenta del Banco Central, entonces ese monto de dinero en moneda local que entra a las arcas del Banco Central, haría disminuir la base monetaria

- Superávit o Déficit de liquidez del sistema Bancario: no es de extrañar que, en ciertos períodos de inestabilidad financiera, los bancos comerciales no pueden hacer frente a las fuertes demandas de dinero líquido en forma de créditos por parte de las

empresas y personas, pues han guardado un pequeño porcentaje de los depósitos, en reservas (R).

Cuando esta situación es evidenciable, hablamos de la existencia de un déficit de liquidez bancaria el cual puede traer serias consecuencias económicas debido a la paralización del multiplicador del dinero que en definitiva financia el proceso productivo de un país. Sin duda esta es una poderosa razón por la cual el Banco Central, en función de sus objetivos de política monetaria, puede intervenir en el sistema financiero, incrementando el crédito a los distintos intermediarios financieros bancarios para darle más liquidez. Por tanto, a través de estos créditos de rescate este instituto emisor hará aumentar la base monetaria.

Por otra parte, un aumento de liquidez en la banca comercial conduciría a una reducción de créditos del Instituto emisor al sistema bancario, lo que hará disminuir la base monetaria.

- Operaciones de mercado Abierto (compra y venta de títulos públicos): corresponde a operaciones de compra o venta de títulos públicos, u otra clase de instrumentos financieros, por el Banco Central en el mercado abierto. Estos instrumentos suelen ser Bonos o Pagarés reajustables en UF, o en pesos.

Para comprar dichos activos financieros, el Banco debe entregar dinero a cambio, lo que ocasiona un aumento de la emisión y en definitiva un aumento de la base monetaria en circulación. Por ejemplo, si el Banco Central decide comprar deuda pública, la compra de estos títulos aumentará la base monetaria y por consiguiente habrá más dinero circulando. Por otro lado, cuando el Banco Central vende instrumentos financieros está retirando circulante y, en consecuencia, disminuyendo la base monetaria.

Cabe hacer notar que este último factor constituye un importante instrumento de política monetaria, puesto que le permite al Banco Central una mayor libertad para restringir o ampliar a voluntad la base monetaria, en comparación a los anteriores.

En definitiva, podemos decir que tanto el sector externo, el sector público, los préstamos a la banca privada, y la compraventa de títulos del Banco Central, determinan la base monetaria (B) que a la postre termina como efectivo en manos del público (E) y reservas de los bancos (R).

La cuenta financiera y la balanza de pagos

La balanza de pagos es el registro de todas las transacciones entre un país y el resto del mundo. Está compuesta por la cuenta corriente y la cuenta financiera y de capitales. Esta última la llamaremos por brevedad cuenta financiera. Hace algunos años, y por mucho tiempo, a la cuenta financiera y de capitales se le llamaba cuenta de capitales, y aún mucha gente usa ese término. En recientes modificaciones de los manuales de balanza de pagos, se ha decidido enfatizar el aspecto financiero de esta cuenta.

La cuenta corriente registra todos los flujos de bienes y servicios (incluidos los servicios financieros), más las transferencias.

La cuenta financiera, por su parte, registra todo lo que un país pide prestado y presta al resto del mundo. Más rigurosamente, mide los cambios en su posición de activos y pasivos respecto del resto del mundo. En suma, esta cuenta corresponde al financiamiento de la cuenta corriente.

Naturalmente, en la cuenta financiera no solo nos referimos a préstamos bancarios. Cuando un extranjero invierte en una empresa local, le está prestando al país recursos y está teniendo un derecho sobre los activos del país. Es decir, el país aumenta sus pasivos con el exterior. Si el saldo en la cuenta financiera en algún período fuera positivo (superávit), ello significa que los extranjeros han invertido más en el país de lo que los habitantes del país han invertido en el resto del mundo.

1.2. Clasificación de los mercados según nivel de competencia ⁵

Mercado competitivo

La diferencia en la estructura del mercado determina las decisiones sobre la asignación de precios y el nivel de producción que toman las empresas que operan en estos mercados. En esta sección revisaremos cómo se comportan las empresas competitivas. Un mercado es competitivo si cada comprador y vendedor es pequeño en comparación con el tamaño del mercado y, por consiguiente, tiene poca capacidad para influir en los precios del mercado. Por otro lado, si una empresa puede influir en el precio de mercado del producto que vende, se dice que tiene **poder de mercado**.

Un mercado competitivo, algunas veces llamado mercado de competencia perfecta, tiene dos características:

- Existen muchos compradores y vendedores en el mercado.
- Los bienes ofrecidos por los diversos vendedores son básicamente los mismos.

Como resultado de estas condiciones, las acciones de un solo comprador o vendedor en el mercado tienen un efecto insignificante en el precio de mercado. Cada comprador y vendedor toma el precio de mercado como dado.

Como ejemplo, considere el mercado de la leche. Ningún consumidor de leche por sí solo puede influir en el precio de la misma, porque cada uno adquiere una pequeña cantidad en relación con el tamaño del mercado. De la misma manera, cada productor tiene control limitado sobre el precio, porque muchos vendedores ofrecen leche que es esencialmente idéntica. Dado que cada vendedor puede vender todo lo que quiera al precio de mercado, no tendrá razones para cobrar menos, y si cobra más, los compradores se irán a otro lugar. Compradores y vendedores en mercados competitivos deben aceptar el precio que determina el mercado y, por lo tanto, se dice que son **tomadores de precios**.



Además de las dos condiciones anteriores para la competencia, agregaremos una tercera que en general, se asocia a los mercados de competencia perfecta:

- Las empresas pueden entrar y salir libremente del mercado.

Si, por ejemplo, cualquiera puede decidir iniciar una empresa de producción de lácteos y cualquier productor existente de leche puede decidir dejar el negocio, la industria de los

⁵ Para esta sección se utilizó contenidos del documento: “Principios de Economía – Séptima Edición” N. Gregory Mankiw

lácteos satisface esta condición. Una buena parte del análisis de las empresas competitivas no requiere el supuesto de libre entrada y salida, porque esta condición no es necesaria para que las empresas sean tomadoras de precios. Sin embargo, si hay libre entrada y salida en el mercado competitivo, esta es una fuerza poderosa que contribuye a establecer el equilibrio a largo plazo.

Una empresa que opera en un mercado competitivo, como muchas otras en la economía, trata de maximizar sus beneficios (ingresos totales menos costos totales).

Sin embargo, en un mercado con libre entrada y salida, los beneficios a largo plazo son cero. En este equilibrio a largo plazo, todas las empresas producen a su escala eficiente, el precio es igual al mínimo del costo total promedio y el número de empresas se ajusta para satisfacer la cantidad demandada a este precio.

Asimismo, los cambios en la demanda tienen diferentes efectos dependiendo del horizonte de tiempo. A corto plazo, un incremento de la demanda incrementa el precio y produce beneficios, y una disminución de la demanda reduce los precios y provoca pérdidas. Pero si las empresas pueden entrar y salir libremente del mercado, el número de empresas a largo plazo se ajusta para restablecer el equilibrio de cero beneficios en el mercado.

Monopolio

Una empresa se encuentra en un monopolio si es la única que vende un producto, y si este producto no tiene sustitutos cercanos. La causa fundamental del monopolio es erigir barreras de entrada: un monopolio es el único vendedor en su mercado, porque otras empresas no pueden entrar a éste ni competir con él. A su vez, las barreras de entrada tienen tres causas principales:

- Recursos del monopolio: un recurso clave para la producción es propiedad de una sola empresa.
- Regulaciones del gobierno: las autoridades conceden a una sola empresa el derecho exclusivo de fabricar un producto o servicio.
- Proceso de producción: una sola empresa produce a un costo menor que un gran número de productores.

La manera más sencilla de que surja un monopolio es que una sola empresa sea propietaria de un recurso clave. Por ejemplo, considere el mercado del agua de un pequeño pueblo del lejano oeste. Si docenas de habitantes del pueblo tienen pozos en funcionamiento, el modelo competitivo describe la conducta de los vendedores. Como consecuencia de la competencia entre los proveedores de agua, el precio del litro llega a ser igual al costo marginal de extraer un litro adicional. Pero si en el pueblo hay sólo un pozo y es imposible extraer agua de otros lugares, el propietario del pozo tiene el monopolio del agua. Como

cabría esperar, el monopolista tiene mucho más poder de mercado que cualquier empresa en un mercado competitivo.

En el caso de un artículo de primera necesidad, como el agua, el monopolista podría establecer un precio muy alto, aun cuando el costo marginal de extraer un litro más de agua sea bajo.

En muchos casos, los monopolios surgen porque el gobierno le ha otorgado a una persona o empresa el derecho exclusivo de vender un bien o servicio. A veces el monopolio es fruto únicamente del poder político del aspirante a monopolio. Por ejemplo, en la antigüedad los reyes otorgaban a sus amigos y aliados licencias de negocios exclusivas. Otras veces, los gobiernos conceden monopolios porque consideran que hacerlo es en aras del interés público.

La legislación sobre patentes y derechos de propiedad intelectual son dos importantes ejemplos. Cuando una compañía farmacéutica descubre un nuevo medicamento, puede solicitar a las autoridades una patente, si las autoridades consideran que el fármaco es verdaderamente original, aprueban la patente, la cual le otorga a la empresa el derecho exclusivo de fabricar y vender dicho fármaco durante un periodo de 20 años.

Una industria es un monopolio natural cuando una sola empresa puede ofrecer un bien o servicio al mercado completo a menor costo que dos o más empresas. Un monopolio natural surge cuando hay economías de escala en el rango de producción relevante. En este caso, una sola empresa puede producir cualquier cantidad al menor costo posible. Es decir, para cualquier cantidad producida, una mayor cantidad de empresas produce menos por empresa y a un costo total promedio mayor.



Un ejemplo de monopolio natural es la distribución de agua. Para suministrar agua a los habitantes de una ciudad, una empresa debe construir una red de tuberías. Si dos o más empresas compitieran por el suministro de este servicio, cada una tendría que pagar el costo fijo de construir una red. Por lo tanto, el costo total promedio del agua es más bajo si sólo una empresa abastece a todo el mercado.

Cuando una empresa es un monopolio natural, se preocupa menos de la posibilidad de que otras empresas entren a su mercado y reduzcan su poder monopolístico. Por lo general, una empresa tiene problemas para mantener su posición de

monopolio cuando no es propietaria de un recurso clave o no está protegida por el gobierno. Los beneficios de un monopolio atraen a nuevas empresas al mercado, lo que hace que este mercado se vuelva más competitivo. Por el contrario, la entrada a un mercado en el que una empresa tiene un monopolio natural no es atractiva. Las empresas que aspiran a entrar en ese mercado saben de antemano que no pueden conseguir los mismos costos bajos de que

disfruta el monopolio existente, ya que, después de entrar, cada empresa tendría una parte menor del mercado.

Quienes diseñan las políticas pueden responder de cuatro formas a la ineficiencia de la conducta del monopolio. Pueden emplear las leyes antimonopolio para tratar de que la industria sea más competitiva. Pueden regular los precios que asigna el monopolio y convertir al monopolio en una empresa administrada por el gobierno, o si se considera que la falla del mercado es pequeña en comparación con las imperfecciones inevitables de las distintas políticas, pueden no hacer nada.

Oligopolio

Un mercado oligopólico tiene sólo un número pequeño de vendedores, una característica fundamental del oligopolio es la tensión entre la cooperación y el interés propio. El grupo de empresas oligopólicas se beneficia si coopera y actúa como un monopolio, es decir, si produce una pequeña cantidad de producto y establece un precio por encima del costo marginal. Pero como cada empresa oligopólica se preocupa sólo por su propio beneficio, existen fuertes incentivos en acción que dificultan que el conjunto de empresas mantenga el resultado obtenido en cooperación.

Para entender la conducta de los oligopolios, considere un oligopolio con dos miembros, llamado duopolio. Un duopolio es el tipo más simple de oligopolio. Los oligopolios con tres o más miembros enfrentan los mismos problemas que un duopolio.

Las empresas oligopólicas quisieran formar carteles y obtener beneficios de monopolio, pero muchas veces esto no es posible. Las disputas entre los miembros del cartel sobre cómo dividir los beneficios del mercado pueden provocar que sea difícil llegar a un acuerdo. Además, las leyes antimonopolio, como cuestión de política pública, prohíben expresamente los acuerdos entre oligopolistas. Incluso hablar sobre fijar precios y restricciones de producción entre competidores puede ser un delito.

1.3. Definiciones y roles de los participantes de los mercados ⁶

Mercados

En el lenguaje cotidiano, la palabra mercado se refiere al lugar donde la gente compra y vende bienes como pescado, carne, frutas y vegetales. En economía, sin embargo, el término mercado tiene un significado más amplio. Un mercado es cualquier acuerdo que permite a compradores y vendedores obtener información sobre algún bien o servicio y hacer negocios entre sí. Un ejemplo es el mercado donde se compra y vende petróleo: el mercado mundial de petróleo. Este mercado no es un lugar, sino una red de productores, usuarios, mayoristas e intermediarios que compran y venden petróleo. En el mercado mundial de petróleo, estos individuos no se reúnen físicamente, sino que hacen tratos internacionales utilizando medios electrónicos.

Sin mercados organizados, podríamos perder una parte sustancial de los beneficios potenciales que ofrece el comercio. Empresarios individuales y empresas, al perseguir cada uno sus propios intereses, se han beneficiado de la creación de mercados y permanecen listos para comprar o vender los artículos en los que se especializan. Pero los mercados sólo funcionan cuando existen derechos de propiedad. Donde se hacen cumplir los derechos de propiedad, las personas tienen el incentivo de especializarse y producir los bienes en los que poseen una ventaja comparativa.

Una empresa es una unidad económica que contrata factores de producción y los organiza para producir y vender bienes y servicios.

Los individuos y las empresas hacen elecciones económicas y los mercados coordinan dichas elecciones. Los individuos eligen las cantidades de trabajo, tierra, capital y habilidades empresariales que venderán o rentarán a las empresas a cambio de salarios, rentas, intereses y utilidades. Asimismo, eligen cómo gastarán sus ingresos entre los diversos tipos de bienes y servicios disponibles.

Las empresas eligen las cantidades de factores de producción que contratarán, así como las cantidades de los bienes y servicios que producirán.

Los mercados de bienes y los de factores coordinan estas elecciones de los individuos y las empresas.

En un mercado interactúan dos partes:

- a) los compradores: son quienes determinan la demanda de un bien o producto, por lo tanto, la cantidad demandada de un bien o producto es la cantidad del mismo que están dispuestos a adquirir los compradores.

⁶ En parte de esta sección se utilizó contenidos del documento: "Microeconomía" Michael Parkin y Eduardo Loria

- b) los vendedores: son quienes determinan a oferta de un bien o producto, por lo tanto, la cantidad ofrecida de cualquier bien o servicio es la cantidad que los vendedores quieren y pueden vender.



Algunos mercados son lugares físicos donde se reúnen vendedores y compradores y un subastador o intermediario que ayuda a determinar los precios. Ejemplo de este tipo de mercado es la Bolsa de Valores de Nueva York. Otros consisten en grupos de personas dispersos alrededor del mundo, cuyos integrantes nunca se encuentran físicamente y saben muy poco unos de otros, pero se mantienen conectados de manera electrónica o mediante el teléfono. Ejemplos de lo anterior son los mercados de comercio electrónico y de divisas. Sin embargo, la mayoría de los mercados son en realidad conjuntos desorganizados de

compradores y vendedores. Tradicionalmente el mercado era entendido como un lugar donde se efectúan los procesos de cambio de bienes y servicios, entre demandantes y oferentes, pero con la aparición de la tecnología, los mercados ya no necesitan un espacio físico.

Los productores (vendedores) ofrecen en venta sus artículos sólo si el precio es suficientemente alto para cubrir su costo de oportunidad. Los consumidores (compradores), por su parte, responden al cambio en el costo de oportunidad buscando alternativas más baratas para los artículos más caros. Por esa razón, hay mercado mientras haya intenciones de comprar y de vender, y los participantes estén de acuerdo en efectuar los intercambios, a un precio acordado.

En la vida diaria, el precio de un objeto es el número de dólares, pesos, euros o cualquier otra moneda que se debe ceder para obtenerlo. Los economistas se refieren a este precio como precio monetario o nominal.

El Estado es el agente económico cuya intervención en la actividad económica es más compleja. Por una parte, el Estado acude a los mercados de factores y de bienes y servicios como oferente y como demandante. Al igual que las personas, es propietario de factores productivos que ofrece a las empresas de las que también demanda gran cantidad de bienes y servicios. A la vez es el mayor productor de bienes y servicios. Por otra parte, a diferencia de los otros agentes económicos, tiene capacidad coactiva para recaudar impuestos, tanto de las empresas como de las personas. Así mismo destinará parte de sus ingresos a realizar transferencias sin contrapartida a ciertas empresas que considere de interés social o a algunas personas mediante subsidios de desempleo, pensiones de jubilación y otras.

Este agente económico tiene una influencia más compleja en las actividades económicas ya que posee la capacidad de controlar la oferta y la demanda.

El Estado se encarga de estipular el costo de los impuestos, proponer leyes, regular los precios, entre otras labores. Además, establece la cantidad de dinero que estará disponible en la economía y en las tasas de interés.

2. Análisis básico de Estados Financieros

El objetivo de los estados financieros es suministrar información sobre la posición financiera, el desempeño financiero y sus variaciones en una empresa. Esta información debe ser útil a una amplia gama de usuarios para la toma de sus decisiones económicas; entre los principales usuarios se encuentran en primer lugar los trabajadores de la empresa, los inversionistas, los acreedores, los clientes, las entidades gubernamentales involucradas, y los ciudadanos. Es necesario considerar que los estados financieros no suministran toda la información que dichos usuarios necesitan para tomar sus decisiones económicas, puesto que tales estados reflejan principalmente los efectos financieros de sucesos pasados y no contienen necesariamente información más allá del contexto financiero.

Con el fin de cumplir sus objetivos los estados financieros se preparan sobre la base de la acumulación o del devengo contable (momento en el que nace la obligación de un pago).

Los estados financieros se preparan normalmente bajo el supuesto de que la empresa está funcionando y que continuará su actividad dentro de un futuro previsible. Para elaborar los estados financieros la gerencia deberá evaluar la capacidad que tiene la entidad para continuar en funcionamiento. Los estados financieros se elaborarán bajo la hipótesis del negocio en marcha, a menos que la gerencia pretenda liquidar la entidad o cesar en su actividad o bien no exista otra alternativa más realista que proceder de una de estas formas. Cuando la gerencia, al realizar esta evaluación, esté consciente de la existencia de incertidumbres importantes, relativas a eventos o condiciones que puedan aportar dudas significativas sobre la posibilidad de que la entidad siga funcionando, normalmente deberá proceder a revelarlas en los estados financieros.

Las características cualitativas son los atributos que hacen útil, para los usuarios, la información suministrada en los estados financieros. Las cuatro principales características cualitativas son comprensibilidad, relevancia, confiabilidad y comparabilidad. En la práctica, a menudo es necesario un equilibrio o contrapeso entre estas características.⁷

⁷ En esta sección se utilizó contenidos del documento: “Finanzas 2007 – Problemas sobre estados financieros” Cristóbal Videla-Hintze

2.1. Definiciones ⁸

La actividad empresarial genera una enorme cantidad de información de diferentes tipos; desde información sobre sus objetivos y como se plantea alcanzarlos hasta lo referente a los productos y servicios que ofrece a sus clientes, pasando por sus resultados o por las personas que integran su proyecto empresarial, los mercados en los que actúa o sus planes de futuro. Dentro de este gran cúmulo de posible información en torno a las empresas, los estados financieros que éstas emiten tienen por objetivo informar sobre su actividad económica. Concretamente su objetivo es proporcionar información sobre el patrimonio de la compañía, su situación financiera y los resultados que ésta genera. Y además, esta información debe ser útil para sus usuarios de modo que les permita tomar decisiones.

Nos encontramos, por tanto, con una información con dos características fundamentales:

- a) Se centra en la posición económica y financiera de la empresa. El objetivo de toda empresa es conseguir beneficios, por lo que la información financiera debe mostrar cómo éstos se generan a lo largo de un período determinado. Por otra parte, para poder alcanzar este objetivo, las compañías se dotan de inversiones que deben ser financiadas a través de recursos que pueden obtener de diferentes fuentes. Por tanto, la información financiera no sólo mostrará los resultados que obtiene la empresa, sino que también tiene que informar sobre la estructura financiera y económica de ésta.
- b) Debe resultar útil para que sus usuarios puedan tomar decisiones. En la actividad económica nos encontramos con que las compañías necesitan fondos para financiar sus inversiones y su actividad habitual y, por otra parte, existen recursos en manos de inversores y prestamistas que buscan una oportunidad para invertir directamente en las empresas o a través de las entidades financieras.

Evidentemente, los potenciales usuarios de la información financiera representan una gama muy amplia de agentes que van desde los inversores hasta las entidades financieras, pasando por otros muchos. Pero todos ellos necesitan una información útil y relevante que les permita tomar decisiones adecuadas. Las empresas son una de sus principales fuentes a través de la información financiera que emiten.

Siguiendo el marco conceptual definido por la International Accounting Standards Board (IASB), una información útil para tomar decisiones debe cumplir dos características cualitativas básicas: relevancia y fiabilidad.

- 1) Información **relevante** es aquella que influye en las decisiones que toman los usuarios. Y esto es posible si a través de esta información el usuario puede confirmar las conclusiones obtenidas con datos históricos y/o le permite realizar predicciones para el futuro que sean necesarias en su toma de decisiones. Por ejemplo, un inversor necesita

⁸ En esta sección se utilizó contenidos del documento “Estados financieros, interpretación y análisis” Juan Palomares, María José Peset

información que le permita confirmar las evaluaciones sobre la rentabilidad de la inversión que haya realizado, así como poder elaborar predicciones acerca del futuro de ésta.

A la hora de determinar si una información es relevante, hay que tener en cuenta su importancia relativa. Si la omisión de una información puede influir en la toma de una decisión, entonces ésta es relevante. Por tanto, la importancia relativa o materialidad de la información es la línea que delimita cuándo una información es relevante o no.

- 2) Información **fiable** es aquella que representa la imagen fiel de la situación económica financiera de la empresa. Esto es así porque podemos encontrarnos con una información relevante para tomar una decisión pero que no represente con fidelidad aquello que quiere mostrar, de modo que no resulte de ninguna utilidad para tomar una decisión. Por ejemplo, para un inversor es relevante conocer la rentabilidad obtenida por su inversión para decidir si mantenerla o no, ahora bien, si la información de la que dispone no es fiable, su decisión se verá dañada por ello. Sin embargo, por el contrario, una información fiable por sí misma no tiene necesariamente por qué ser útil. El inversor puede acceder a información elaborada con enorme fiabilidad pero que, a pesar de ello, no le permita conocer la rentabilidad de su inversión porque no sea relevante para esta cuestión y, por tanto, no resulte útil.



Por otra parte, para que una información resulte fiable deberá ser completa, neutral y libre de error. Para esto deberá cumplir con los siguientes requerimientos:

- a. La información será completa siempre que proporcione una descripción y explicaciones suficientes, de forma que aquellos elementos que se omitan no den lugar a equívocos o a falsedades.
- b. La información se considera neutra siempre que no tenga un sesgo en su presentación y/o contenido que predetermine la toma de decisiones por parte del usuario.
- c. La información deberá estar libre de error u omisiones, es decir, el proceso de elaboración de la información ha de llevarse a cabo sin datos erróneos ni deben faltar datos relevantes.

La información financiera, además de ser relevante y fiable, deberá presentar otra serie de características cualitativas de mejora de su utilidad: comparabilidad, verificabilidad, oportunidad y comprensibilidad.

Los estados financieros están compuestos de cinco elementos básicos en los que se reflejarán los efectos de los sucesos que afectan al patrimonio de la empresa:

- Activos
- Pasivos
- Patrimonio Neto
- Ingresos
- Gastos

De esta forma, tendremos tres elementos que figurarán en el balance de situación, como son los activos, los pasivos y los elementos de patrimonio neto, y dos elementos que se mostrarán en la cuenta de resultados, como son los ingresos y los gastos.

Es importante tener en cuenta que las definiciones de estos elementos, que detallamos a continuación, son de carácter general y no incluyen las condiciones que deben cumplir para que sean reconocidos como tales en los estados financieros. Ahora bien, para poder delimitar si un elemento determinado debe ser considerado en cualquiera de las cinco categorías indicadas, deberá prevalecer el fondo económico y no deberemos fijarnos únicamente en su forma legal.

Activos

Un activo es un recurso controlado por la empresa como resultado de sucesos pasados del que ésta espera obtener, en el futuro, beneficios económicos (IASB,2008). Del análisis de esta definición obtenemos importantes conclusiones.

- a) Recurso controlado por la empresa: El concepto de control del recurso tiene una doble implicación en la delimitación de qué podrá considerarse contablemente un activo. Por una parte, atendiendo a la prevalencia del fondo económico, los activos son recursos controlados económicamente por la compañía, lo que puede o no ser consistente con su forma legal. Para que un recurso se considere controlado económicamente deberán haber sido traspasados todos los riesgos y beneficios inherentes a su propiedad, pero puede darse el caso de que esto suceda sin que se haya traspasado su propiedad legal. Un ejemplo de ello sería un arrendamiento financiero en el que el bien arrendado figura en el balance de situación como activo y, sin embargo, legalmente la propiedad no se traspasa hasta que no se ejerce la opción de compra.

Otra cuestión importante relacionada con el concepto de control de un recurso para que pueda ser considerado un activo contable se refiere al tratamiento de los recursos humanos. Es habitual leer en la prensa y en los textos sobre gestión empresarial la gran relevancia para las compañías de sus personas, sus equipos o sus directivos, a los que se considera su activo más importante. Sin embargo, aunque innegablemente estos recursos forman parte de la riqueza de una empresa, no figuran en el activo de su balance dado que no son controlados económicamente por ella. Un empleado se incorpora a una compañía y puede abandonarla cuando decida hacerlo. Por tanto, la compañía no controla los posibles beneficios futuros que éste pueda generar. Existe una única excepción a este hecho, y se produce en las sociedades anónimas deportivas, que contemplan en su activo intangible a los jugadores traspasados de otros clubes por el coste de dicho traspaso.

- b) Resultado de sucesos pasados: Los activos son recursos procedentes de transacciones u otro tipo de hechos que deben haber tenido lugar en el pasado. Por ejemplo, para que una máquina se considere activo debe haber sido adquirida (transacción), fabricada por la propia empresa o donada (otros sucesos). En sentido contrario, los activos no pueden referirse a sucesos futuros y/o potenciales. Por ejemplo, el que la empresa haya decidido que el próximo ejercicio adquirirá la anterior máquina no es suficiente para considerarla un activo en el balance.
- c) Expectativa de beneficios económicos futuros: Los beneficios futuros incorporados a un activo se refieren a que éste va a ser capaz de hacer llegar a la empresa flujos de

efectivo a través de su utilización o venta. Ahora bien, se trata de una expectativa, es decir, debe plantearse que la probabilidad de que dichos beneficios se lleven a cabo sea alta ya que, de lo contrario, el coste del recurso deberá considerarse gasto del ejercicio. Por ejemplo, esta característica de los activos ha dado lugar a diferentes tratamientos de los gastos que generan las empresas en actividades de investigación y desarrollo debido a la dificultad de evaluación de las expectativas de generación de beneficios de este tipo de procesos. Así, el Financial Accounting Standards Board (FASB) no considera activos los gastos de I+D; mientras que el IASB permite reconocer como activos los gastos de desarrollo y el Plan General de Contabilidad español permite que gastos tanto de investigación como de desarrollo figuren entre los intangibles del activo.

Pasivos

Un pasivo es una obligación presente de la empresa, surgida a raíz de sucesos pasados, al vencimiento de la cual, y para cancelarla, la empresa espera desprenderse de recursos que incorporan beneficios económicos. Veamos a continuación las principales consecuencias de esta definición.

- a) Obligación presente de la empresa: Por tanto, habrá que distinguir entre obligaciones que existan actualmente, por ejemplo, la surgida a raíz de una adquisición de un activo que está pendiente de pago, y las obligaciones potenciales, como realizar un encargo. Estas últimas no se consideran pasivos hasta que se reciba el bien/servicio encargado, a no ser que dicho encargo sea irrevocable. Por otra parte, cuando se indica que se trata de una obligación, se hace referencia no sólo a aquellas exigibles legalmente sino también, atendiendo al fondo sobre la forma, a aquellas que se contraen por la actividad habitual de la empresa o sobre las que se considera que existe un alto grado de probabilidad de ocurrencia. Tal sería el caso de las provisiones, tanto para posibles riesgos o gastos futuros como las que se derivan de la actividad comercial.
- b) Surgen a raíz de sucesos pasados Esta característica implica que los pasivos son deudas que se generan por situaciones ya producidas en el momento de su reconocimiento en el balance. Así, una deuda generada por la adquisición de un bien es considerada un pasivo porque se refiere a un hecho que ha sucedido, mientras que conocer que en el



próximo ejercicio se va a realizar una adquisición no supone ningún pasivo hoy para la empresa.

Hay que tener en cuenta que, si bien las provisiones son obligaciones sobre las que actualmente puede existir un cierto grado de incertidumbre en relación con su importe definitivo y/o sobre el momento en el que serán exigibles, sin embargo, deben referirse a hechos que han sucedido en el pasado. Por ejemplo, habrá que dotar una provisión cuando la empresa tenga pendiente la resolución de una demanda por un incumplimiento en la normativa medioambiental de la que se considere que existe un alto grado de probabilidad de que sea desfavorable. Se trata de un pasivo puesto que el incumplimiento es un hecho del pasado. Ahora bien, supongamos el caso en el que una empresa decide que el próximo ejercicio va a instalar una depuradora en cumplimiento de una normativa. Esta situación no generaría un pasivo puesto que el suceso, que es dicha instalación, es un evento futuro.

- c) La empresa espera desprenderse de recursos que incorporan beneficios futuros: Generalmente las obligaciones han de cancelarse entregando recursos, y, además, recursos que incorporan beneficios para que el receptor pueda ver satisfecho su derecho de cobro. Los recursos que se pueden entregar no son sólo efectivo, sino también otros activos, o bien se puede prestar servicios, cancelar otra deuda o entregar instrumentos de patrimonio neto, como por ejemplo acciones. Ahora bien, también es posible que la compañía cancele la obligación renunciando a ella o a causa de una pérdida de los derechos del acreedor.

Patrimonio neto

El patrimonio neto es la diferencia entre los activos y los pasivos de la empresa. Esta definición tiene un carácter residual, es decir, no se delimitan las características que deben cumplir los elementos que componen el patrimonio, sino que vendrá determinado por el valor de los activos y pasivos que posea la empresa.

Es importante tener en cuenta dos cuestiones que se derivan de esta definición.

- a) Valoración del patrimonio empresarial: El valor del patrimonio neto o de la riqueza de la empresa estará determinado por la valoración que la compañía realice de sus activos y pasivos. Esta valoración se realiza en función de criterios contables, lo que da lugar a que el valor del patrimonio neto contable o valor en libros muy rara vez coincida con el precio de mercado de la compañía o su valor liquidativo.
- b) Elementos que componen el patrimonio neto: A pesar del carácter residual de su definición, el patrimonio neto se presenta subdividido en el balance, que diferencia entre las aportaciones de los socios y los resultados generados que no han sido distribuidos a éstos. Es importante tener en cuenta que sólo se considerarán aportaciones de socios aquellas que se han producido a través de la adquisición de capital social o para

compensar pérdidas, y no se incluyen las aportaciones en forma de préstamo recuperable, que se considerarán pasivos. En cuanto a los resultados generados no distribuidos, se incluirán tanto los del ejercicio pendientes de distribuir (pérdidas y ganancias) como los relativos a ejercicios anteriores que se ha acordado no distribuir (reservas, remanente, etc.) y aquellos que no se consideran todavía repartibles (ajustes de valor, subvenciones, donaciones, etc.).

Ingresos

Los ingresos son incrementos de patrimonio neto, excluidos los relativos a las aportaciones de los socios, y que siempre implican un aumento de activos y/o una disminución de pasivos. Supongamos que una empresa vende productos fabricados por ella y los cobra al contado. Esto implicará un aumento de la tesorería de la empresa (activo) y del patrimonio neto (ingreso). Si vende los mismos productos pero para su pago cancela una deuda que puede tener con el cliente, este hecho continúa representando un ingreso puesto que se trata de un aumento de patrimonio neto (ingreso) y una disminución de un pasivo (deuda).

En determinadas normativas, como la del IASB, dentro del concepto global de ingresos se distingue entre ingreso ordinario y ganancia. Los ingresos ordinarios tienen lugar en la actividad habitual de la empresa y recogen una amplia gama de conceptos, como por ejemplo las ventas, la prestación de servicios, los ingresos por intereses, por dividendos, los arriendos, etc. Las ganancias no están relacionadas con la actividad habitual de la empresa y suelen presentarse netas de los gastos que originan, por ejemplo, el resultado por la venta de activos no corrientes.

Gastos

Los gastos son reducciones del patrimonio neto que suponen siempre disminuciones de activos y/o aumentos de pasivos. Se excluyen del concepto de gasto las reducciones del patrimonio neto derivadas del reparto de dividendos o de la devolución de las aportaciones de los socios. Así, el pago de una nómina de sueldos al contado supone una disminución de la tesorería de la empresa (activo) a la vez que una reducción del patrimonio neto (gasto). Si el pago se aplazara, se produciría un aumento de las obligaciones de la empresa (pasivo) en vez de la reducción del activo, y se mantendría la disminución del patrimonio neto. Sin embargo, si se adquiriese una máquina que va a permanecer en la empresa cinco años durante los cuales va a generar beneficios, éstos se reconocerán a lo largo de este período. Por tanto, esta adquisición no se considera un gasto ya que no implica una reducción del patrimonio, sino un aumento de activo cuya contrapartida será un aumento de pasivo (más deuda) y/o una reducción de activo (menor tesorería). La reducción de patrimonio tendrá lugar a lo largo de la vida útil de la máquina debido a su consumo y se reconocerá contablemente a través del gasto de amortización, cuya contrapartida será la reducción del valor contable del activo.

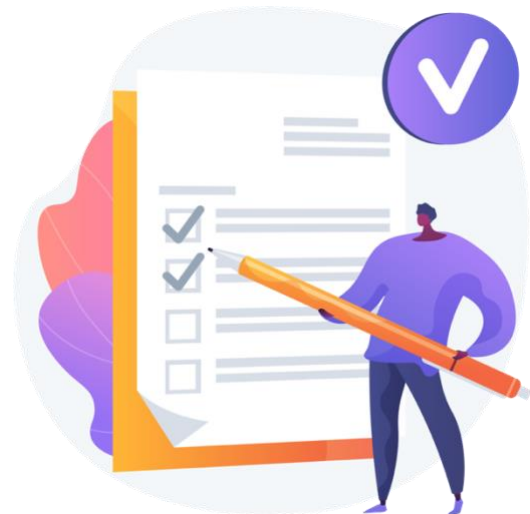
Una vez delimitadas las características que deben cumplir los elementos que componen los estados financieros, es necesario definir qué condiciones deben cumplir para su incorporación a ellos.

Para que un elemento se reconozca en los estados financieros debe cumplir tres condiciones:

1. Cumplir la definición de activo, pasivo, patrimonio neto, ingreso o gasto.
2. Que sea probable que se obtengan o que se entreguen recursos que lleven incorporados beneficios económicos.

Esta condición está directamente relacionada con la incertidumbre en la que opera la empresa. Cuando se decide si se reconoce como activo el desarrollo de un proyecto, es necesario valorar la probabilidad de que éste vaya a generar beneficios en el futuro para la empresa. Si esta probabilidad no se considerara suficientemente alta, entonces el coste en el que se incurra deberá considerarse un gasto del ejercicio ya que únicamente supondrá entrega de recursos, pero no beneficios económicos. De igual forma, si existe parte de un contrato con un proveedor de materias primas que todavía no se ha cumplido, la obligación que podría derivarse de ella no se reconocería como un pasivo.

3. Que tengan un valor o un coste que pueda ser cuantificado con fiabilidad.



Como hemos visto anteriormente, una de las características básicas de la información financiera es su fiabilidad, que viene reforzada por la falta de error material y de sesgo y su carácter de información completa, lo que permite la confianza de los usuarios en ella. Cuando se realiza una valoración, ésta debe alcanzar un grado suficiente de fiabilidad. En caso contrario, el recurso no se registrará en el balance o en la cuenta de resultados y, dependiendo de la importancia de la información, puede incluirse en las notas o memoria.

Supongamos que una empresa está siendo investigada por la inspección de trabajo y se considera que es posible que sea sancionada, pero no se puede realizar una valoración fiable del importe de la sanción. En este caso no se reconocería un pasivo, aunque debería informarse de ello en las notas o la memoria.

Los estados financieros anuales son el conjunto de estados que deben presentar las compañías y los grupos empresariales, con una periodicidad anual y elaborados siguiendo las pautas de la normalización contable vigente en el país en el que se emitan.

Los estados financieros anuales están compuestos por cinco estados financieros:

- Balance General o de situación.
- Cuenta de resultados o cuenta de pérdidas y ganancias.
- Estado de cambios en el patrimonio neto (ECPN).
- Estado de flujos de efectivo (EFE).
- Notas a los estados financieros.

Balance General o de Situación

El balance general o de situación se ha considerado durante mucho tiempo el estado más relevante de la información financiera que emitían las empresas. De hecho, el análisis de los estados financieros se ha venido denominando a menudo análisis de balances. Sin embargo, actualmente, no se comprende un análisis completo y exhaustivo de la situación económica y financiera de las empresas sin tener en cuenta el resto de los estados financieros que componen los estados financieros anuales.

Esta relevancia del balance se debe a que proporciona abundante información financiera y económica sobre la compañía.

En primer lugar, cuantifica su patrimonio, es decir, los bienes y derechos que posee la empresa menos las obligaciones que tiene contraídas en un momento dado. Sobre esta información es conveniente tener en cuenta las siguientes cuestiones:

- a) **Carácter estático del balance:** el valor del patrimonio empresarial que muestra el balance se refiere a un momento concreto. Es decir, informa sobre la riqueza y los componentes de la compañía en una fecha determinada.

Una misma empresa presentará diferentes balances de situación según las diferentes fechas a las que éstos se refieran. Por ello, suele decirse que se trata de una fotografía de la empresa, ya que proporciona una visión estática de ella.

- b) **Muestra variables fijas:** el carácter estático del balance se debe a que informa sobre stocks (bienes, derechos y obligaciones), es decir, trabaja con variables fijas. Es el único estado financiero de los que componen las cuentas anuales con estas características, ya que los restantes (cuenta de resultados, EFE y ECPN) se refieren a movimientos producidos durante un período de tiempo, es decir, muestran variables flujo.
- c) **Valor contable de la riqueza:** el valor patrimonial que proporciona el balance no se refiere ni a su valor de mercado ni a su valor liquidativo. Se trata de un valor calculado en base a criterios específicamente contables (precio adquisición, valor razonable, coste amortizado, etc.). Por tanto, lo normal es que difiera del valor liquidativo que se refiere al efectivo que se podría obtener en un momento dado si se realizaran todos sus activos y se pagaran todos sus pasivos. También difiere del valor de mercado de la compañía puesto que esta valoración incluye aspectos que no se tienen en cuenta contablemente (por ejemplo, las expectativas futuras sobre la empresa) e incorpora los datos con una mayor rapidez (las empresas emiten información contable con una periodicidad dada mientras que el mercado alimenta su información de forma continua).

En segundo lugar, y gracias a su estructura, el balance muestra las inversiones que posee la empresa en un momento dado (activos) y sus fuentes de financiación (Neto + Pasivos). Esta información se deriva de la ecuación fundamental del patrimonio:

$$\text{Activos} - \text{Pasivos} = \text{Patrimonio Neto}$$

El balance de situación muestra esta ecuación ordenada de la siguiente forma:

$$\text{Activos} = \text{Pasivos} + \text{Patrimonio Neto}$$

Cuenta de Resultados

La cuenta o estado de resultados, también denominada “cuenta de pérdidas y ganancias”, desglosa los componentes del saldo de la cuenta de patrimonio neto denominada “resultado del ejercicio”. En ésta se registran los ingresos y gastos que se han producido durante el ejercicio siguiendo fundamentalmente los principios de devengo y prudencia valorativa.

El resultado de una empresa referido a un ejercicio económico es la variación del patrimonio neto que tiene lugar en él y que no se produce a causa de modificaciones en las aportaciones de socios ni del reparto de dividendos. Estas variaciones se calculan a través de la comparación entre los ingresos y los gastos que se generan en un período determinado.

Los ingresos pueden implicar aumentos de activos o disminuciones de pasivos, mientras que los gastos pueden suponer disminución de activos o aumentos de pasivos. En ambos casos nos encontramos con variaciones cuya contrapartida son elementos de activo o pasivo que tradicionalmente han venido valorándose a coste histórico. Ahora bien, la introducción de criterios valorativos que permiten la actualización de algunos de estos elementos, como puede ser el criterio de valor razonable, ha dado lugar a que en determinados casos las variaciones de valor debidas a la aplicación de estos criterios no se consideren resultados realizados hasta que no se cumplan unas condiciones determinadas. Tal es el caso, por ejemplo, de las inversiones financieras calificadas como disponibles para la venta, que se valoran a valor razonable y en las que los cambios que tienen lugar por aplicación de este criterio se reconocen como resultado en el patrimonio neto hasta que tenga lugar la baja de la inversión en el balance, momento en el que pasarán a formar parte del resultado del ejercicio.

Por tanto, se pueden producir dos tipos de variaciones de patrimonio neto, excluidas las aportaciones de socios y el reparto de dividendos. Por una parte, aquellas que surgen de ingresos y gastos que se consideran resultado del ejercicio y, por otra, las que nacen de la aplicación de determinados criterios valorativos, que deben cumplir unas condiciones específicas para ser reconocidas como resultado del ejercicio.

En síntesis, nos encontramos con un resultado global, el que se produce a causa de la variación del conjunto del patrimonio neto de la compañía (con las exclusiones indicadas) y

que tendrá dos componentes: un resultado que denominamos resultado del ejercicio, que es el resultado generado durante el ejercicio, se reparte entre los accionistas o se lleva a las reservas de la sociedad y es la base sobre la que se aplican los criterios fiscales para el cálculo del impuesto de sociedades.

El segundo componente es la parte del resultado global no se considera resultado del ejercicio y que denominamos otro resultado global. Este segundo componente figura en las partidas de patrimonio neto de «ajustes por cambios de valor».

El resultado del ejercicio es el que se muestra en el estado financiero cuenta de resultados o de pérdidas y ganancias.

Estado de Flujo de Efectivo (EFE)



El EFE informa sobre los flujos de tesorería y equivalentes durante el ejercicio, así como sobre sus componentes. Se trata de una información fundamental para evaluar la generación de efectivo de la compañía y su liquidez. También es importante en el análisis del rendimiento de la explotación, puesto que elimina el efecto de las hipótesis con las que trabaja la contabilidad.

En la denominación de este estado financiero se utiliza el término efectivo y equivalente al efectivo, que incluye tanto el efectivo de las cuentas de tesorería (dinero en la caja y en cuentas corrientes bancarias de disponibilidad inmediata) como los activos financieros a muy

corto plazo sin un nivel de riesgo apreciable.

Se trata de un estado financiero que proporciona información sobre generación de flujos, es decir, nos indica las variaciones que se han producido a lo largo del ejercicio. En ese sentido es similar a la cuenta de resultados, que también informa sobre flujos. Ahora bien, mientras que esta última muestra ingresos y gastos, el EFE informa sobre cobros y pagos. La diferencia fundamental entre unos y otros estriba en que los ingresos/gastos se refieren a transacciones de bienes y servicios y se reconocen en función del principio de devengo, mientras que los cobros/pagos son corrientes financieras y se registran en base al criterio de caja.

En primer lugar, muestra la capacidad que tiene la empresa para generar flujos de efectivo a través de su actividad operativa. Una compañía en una situación estable debería generar más efectivo a través de los cobros a sus clientes que los pagos a sus proveedores. Si la empresa no consigue generar flujos de efectivo positivos a través de sus operaciones de forma persistente, puede ser un indicador de la falta de rentabilidad del negocio. Pero también es cierto que cuando una empresa se encuentra en fase de crecimiento, puede ocurrir que los flujos de efectivo de sus operaciones sean negativos, bien porque invierten efectivo en gastos que van a mantener el futuro crecimiento (gastos de I+D, estudios de mercado, publicidad, etc.) o porque realizan esta inversión en fondo de maniobra (inventarios, cuentas a cobrar o a pagar).

El EFE muestra también si la empresa ha invertido en crecimiento y permite evaluar si necesita flujos de efectivo externos para crecer o puede llevar a cabo las inversiones necesarias para ello con sus propios recursos de efectivo generado. En el caso de que necesite financiación externa, muestra si la política que sigue está orientada al endeudamiento o bien a la captación de recursos propios. En cualquiera de ambos casos,

podremos evaluar si la compañía genera efectivo para hacer frente al pago de los intereses, de la devolución de la deuda y/o el pago de dividendos.

Estado de Cambios en el patrimonio Neto (ECPN)

El estado de cambios en el patrimonio neto es un estado financiero que forma parte de los estados financieros anuales que emiten las empresas en el que, como se desprende de su nombre, se informa sobre los cambios que se han producido durante el ejercicio en el conjunto del patrimonio neto de la compañía. Estamos, por tanto, ante un estado financiero que muestra variables flujo, es decir, movimientos a lo largo de un período de tiempo. Estos movimientos se refieren a los cambios en la riqueza global de la entidad, es decir, al patrimonio neto.

Dentro de este concepto de variación de la riqueza global de la empresa, cabe destacar aquella que se produce como consecuencia del “cambio en el patrimonio neto durante un ejercicio, que procede de transacciones y otros sucesos, distintos de aquellos cambios derivados de transacciones con los propietarios en su condición de tales” (IASB, 2008). Es lo que en la normativa internacional se define como resultado global y que incluye dos grupos de ingresos y gastos:

- a) Los ingresos y gastos que tradicionalmente se han denominado resultado del ejercicio, cuya diferencia conforma el saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias y cuyo importe es la base del cálculo del impuesto de beneficios y el reparto de dividendos. Este resultado es el que se muestra desglosado en el estado financiero cuenta de resultados o de pérdidas y ganancias.
- b) Los ingresos y gastos que, si bien suponen aumentos o disminuciones del patrimonio neto, no se reconocerán como realizados. Por ello, no forman parte de la base del impuesto sobre beneficios hasta que no se den determinadas condiciones. Estos movimientos de patrimonio neto pueden tener su origen en los ajustes por valoración a valor razonable de determinados activos o en las subvenciones de capital, entre otros.

El resultado global de la compañía no comprenderá los movimientos en el patrimonio neto que se produzcan en el ejercicio que estén derivados de cambios relacionados con sus propietarios, como son por ejemplo las variaciones en el capital social, las aportaciones de los socios para compensar pérdidas o el reparto de dividendos.

Como ya se ha indicado, el estado de cambios en el patrimonio neto muestra cómo se ha generado la riqueza total de la empresa durante el ejercicio y comprenderá dos tipos de movimientos del patrimonio neto:

- a) Cambios en el resultado global de la empresa.
- b) Otros cambios en el patrimonio neto, como aquellos relacionados con los propietarios en su condición de tales. Se trata de transacciones o eventos que darán lugar a cambios en el PN y que se derivan de su condición de poseedores de

instrumentos de patrimonio. Por tanto, no se incluirán los préstamos de los socios a la entidad, pero sí las aportaciones para compensar pérdidas.

Como consecuencia de todo ello, este estado financiero se divide en dos partes:

1. un primer documento que recoge el resultado global del ejercicio tal y como lo hemos definido y que se denomina “estado de ingresos y gastos reconocidos en el ejercicio” y,
2. otro documento que muestra el cambio total en el patrimonio neto y que comprende tanto el resultado global como cualquier otro tipo de variación en el patrimonio neto durante el ejercicio.

Notas a los Estados Financieros

El quinto estado financiero que comprende las cuentas anuales es la memoria, también denominada notas a los estados financieros. Se trata de un estado financiero que “completa, amplía y comenta la información contenida en los otros documentos que integran las cuentas anuales” (PGC, 2007). Estamos, por tanto, ante un documento de fundamental importancia para poder comprender la posición económica y financiera de la empresa y sin el cual los otros estados financieros resultan incompletos.

Es un documento redactado, con información adicional a la obtenida en los otros estados financieros que han sido elaborados siguiendo el método contable por excelencia, la partida doble.

Se trata de un documento que presenta información tanto cuantitativa como cualitativa y que puede tener carácter tanto narrativo como numérico.

Las notas a los estados financieros presentan información histórica, referida al ejercicio en el que se emiten los estados financieros anuales. Trata, por tanto, de información sobre sucesos que han acontecido y no incluye información prospectiva, esto es, previsiones sobre posibles sucesos.

La información que presenta este documento es auditable, es decir, es verificable en los mismos términos que el resto de los estados financieros que componen la totalidad de los estados financieros anuales.

La normativa, tanto nacional como internacional, plantea una estructura e información de contenido mínimo, si bien en el caso de que esta información no se considere significativa, no será obligatoria su inclusión en dicho estado. Con ello, la normativa deja a decisión de la entidad emisora la posibilidad



de incluir información o no en función de la relevancia que ésta considere que tiene para la consecución del objetivo fundamental de los estados financieros anuales, es decir, para mostrar “la imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de los resultados de la empresa» (PGC, 2007).

2.2. Indicadores Financieros⁹

Las razones o indicadores financieros son el producto de establecer resultados numéricos basados en relacionar dos cifras o cuentas bien sea del Balance General y/o del Estado de Pérdidas y Ganancias. Los resultados así obtenidos por si solos no tienen mayor significado, sólo cuando los relacionamos unos con otros y los comparamos con los de años anteriores o con los de empresas del mismo sector y a su vez el analista se preocupa por conocer a fondo la operación de la compañía, podemos obtener resultados más significativos y sacar conclusiones sobre la real situación financiera de una empresa.

Adicionalmente, nos permiten calcular indicadores promedio de empresas del mismo sector, para emitir un diagnóstico financiero y determinar tendencias que nos son útiles en las proyecciones financieras.

El analista financiero, puede establecer tantos indicadores financieros como considere necesarios y útiles para su estudio. Para ello puede simplemente establecer razones financieras entre dos o más cuentas, que desde luego sean lógicas y le permitan obtener conclusiones para la evaluación respectiva.

Para una mayor claridad en los conceptos de los indicadores financieros, los hemos seleccionado en cuatro grupos:

1. Indicadores de liquidez
2. Indicadores operacionales o de actividad
3. Indicadores de endeudamiento
4. Indicadores de rentabilidad

1. Indicadores Financieros de Liquidez

Los indicadores de liquidez miden la capacidad de una empresa para cumplir sus obligaciones de corto plazo, esto es, las que vencen en un plazo menor a un año. Al conceder un crédito a corto plazo a una empresa, no interesa tan directamente la cobertura de la deuda por el total de los activos, sino que si es que la empresa es capaz de obtener el efectivo para pagar el crédito en el corto plazo. Esta es una de las razones de porque los analistas de crédito calculan varios indicadores financieros de liquidez.

⁹ En esta sección se utilizó contenidos del documento: “Finanzas 2007 – Problemas sobre estados financieros” Cristóbal Videla-Hintze

Las empresas poseen activos con distintos grados de liquidez. En general, los documentos por cobrar son relativamente líquidos, en cambio, las propiedades inmobiliarias son relativamente ilíquidas.

Los índices de liquidez miden la capacidad de una empresa para convertir sus activos en efectivo o de obtener efectivo para satisfacer su pasivo circulante. Se puede decir, que mide la capacidad de una empresa para cumplir sus obligaciones financieras que vencen dentro del año. Mientras mayores sean los índices de liquidez, mayor será la solvencia de la empresa.

- **Liquidez de Capital de Trabajo**

El **Capital de Trabajo** de una empresa se define como la diferencia entre los Activos Circulantes y los Pasivos Circulantes.

El ratio de liquidez de capital de trabajo es el cociente entre el Capital de Trabajo y los Activos Totales de una empresa. Mide aproximadamente la reserva potencial de caja de la empresa:

$$\text{Liquidez de Capital de Trabajo} = \frac{\text{Capital de Trabajo}}{\text{Activos Totales}} (\text{veces})$$

- **Razón Circulante o Razón Corriente.**

La razón circulante es el cociente entre Activos Circulantes y Pasivos Circulantes. Se mide en veces.

$$\text{Razón Circulante} = \frac{\text{Activos Circulantes}}{\text{Pasivos Circulantes}} (\text{veces})$$

Si una empresa comienza a atrasarse en el pago de sus obligaciones, especialmente las facturas de proveedores, o financia activos de largo plazo con pasivos de corto plazo, disminuye la razón circulante, pues aumentan sus pasivos circulantes, luego este indicador también permite monitorear el comportamiento de pago de la empresa.

- **Prueba Ácida**

Dado que los activos tienen distinto grado de liquidez, si surge algún problema, en general, es más difícil liquidarlos o convertirlos en efectivo rápidamente de las existencias a buen precio. En la Prueba Ácida, en lenguaje popular conocida como 'la prueba de la blancura', se excluyen las Existencias de los Activos Circulantes al compararlos con los Pasivos Circulantes.

$$\text{Prueba Ácida} = \frac{\text{Activos Circulantes} - \text{Existencias}}{\text{Pasivos Circulantes}} \text{ (veces)}$$

2. Indicadores Financieros de Endeudamiento

Cuando una empresa se endeuda se genera un compromiso de una serie de pagos fijos a futuro. Dado el caso, los accionistas obtienen a futuro sólo lo que resta después del pago de estos compromisos. Esto se conoce con el nombre de *endeudamiento o leverage o apalancamiento financiero*. Las variaciones en las utilidades de la empresa tienen un mayor impacto sobre la rentabilidad del patrimonio cuando las empresas están apalancadas (empresas con leverage alto), debido a que las utilidades de los accionistas son residuales con respecto a los acreedores. Por tanto, el apalancamiento financiero aumenta el riesgo sobre la rentabilidad del patrimonio. En casos extremos, un alto apalancamiento puede inducir a la quiebra de una empresa. El apalancamiento financiero se puede medir con varios indicadores:

- **Índice de endeudamiento patrimonial**

En algunos casos conocido también como apalancamiento o leverage financiero. Permite conocer la capacidad de pago que presenta la entidad con terceras personas. El resultado que se obtiene de este indicador refleja la deuda por cada peso invertido por parte de los accionistas.

$$\text{Endeudamiento Patrimonial} = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio}}$$

- **Razón de Endeudamiento de Largo Plazo**

La **razón de endeudamiento de largo plazo es** el cociente entre la Deuda a Largo Plazo y la suma de la Deuda a Largo Plazo con el Patrimonio:

$$\text{Razón de Endeudamiento} = \frac{\text{Deuda Largo Plazo}}{\text{Deuda Largo Plazo} + \text{Patrimonio}}$$

- **Cobertura de Intereses**

Indica el grado en el cual la Utilidad obtenida durante el Ejercicio cubre el pago de los Intereses. Es saludable para las empresas que la Utilidad sea lo suficientemente grande como para pagar los Intereses. La Cobertura de Intereses es el cociente entre el EBIT (Earning Before interest and Taxes o Resultado operacional o de la explotación) y el pago de Intereses.

$$\text{Cobertura Intereses} = \frac{\text{EBIT (Utilidad Operacional Neta)}}{\text{Intereses}} (\text{veces})$$

- **Cobertura Líquida de Intereses**

Se ha visto que la depreciación se deduce cuando la empresa calcula la utilidad, aunque no implica salida de efectivo. Entonces, en lugar de preguntarse si la sola Utilidad es suficiente para cubrir los intereses, sería interesante conocer el grado de cobertura que tiene el Flujo de Caja Neto (Utilidad más Depreciación) para cubrir los intereses. Este índice es el cociente entre el EBIT y la Depreciación divididos por los Intereses.

$$\text{Cobertura Líquida Intereses} = \frac{\text{EBIT} + \text{Depreciación}}{\text{Intereses}} (\text{veces})$$

3. Indicadores Financieros de Rentabilidad

La rentabilidad significa ganancia, su presencia en una organización asegura la supervivencia empresarial en el presente y genera buenas perspectivas de desarrollo a futuro. Sin embargo, generar utilidad no es suficiente para conocer si una empresa es rentable, es importante analizar determinadas cuentas para saber qué tan saludable se encuentra.

- **Margen de Utilidad Neta**

El margen de utilidad neta o margen operacional neto es el cociente entre la Utilidad Operacional Neta, calculada como el EBIT menos Impuestos (T), y los Ingresos por Ventas:

$$\text{Margen de Utilidad Neta} = \frac{\text{EBIT} * (1 - T)}{\text{Ingresos por Ventas}}$$

- **ROA (Return on Assets - Rentabilidad sobre los Activos)**

La rentabilidad sobre los activos es el cociente entre la Utilidad del Ejercicio y los Activos Totales:

$$\text{Rentabilidad sobre los Activos} = \frac{\text{Utilidad del Ejercicio}}{\text{Activos Totales Medios}}$$

Cabe señalar que una elevada rentabilidad de los activos no implica que se pueda comprar los mismos activos hoy y obtener una rentabilidad similar ya que el valor de los activos en general cambia con el tiempo. Lo mismo ocurre a la inversa, es decir, si la rentabilidad calculada es baja.

- **ROE (Return on Equity - Rentabilidad sobre el Patrimonio).**

Esta medida indica la rentabilidad que obtienen los accionistas:

$$\text{Rentabilidad del Patrimonio} = \frac{\text{Utilidad del Ejercicio}}{\text{Patrimonio Medio}}$$

- **Beneficio por acción (BPA)**

El beneficio por acción expresa el importe atribuible del beneficio a cada una de las acciones ordinarias de una compañía. El numerador estará integrado por el resultado neto menos los dividendos preferentes, en caso de existir acciones preferentes, ya que éste sería el beneficio disponible para las acciones ordinarias. El denominador se corresponderá con el número de acciones ordinarias.

$$\text{Beneficio por acción (BPA)} = \frac{\text{Resultado neto} - \text{Dividendos preferentes}}{\text{Número de acciones ordinarias}}$$

2.3. Conceptos: Activo disponible para la venta, inversión permanente

I. Inversiones financieras

Las inversiones son activos de propiedad de una empresa. Según la intención de la empresa con relación a la compra y tenencia de este tipo de activos, estas inversiones se pueden clasificar en Temporales y Permanentes. En otras palabras, los dos tipos de inversiones están clasificadas en función de la finalidad por la que se tienen y no tanto por su naturaleza:

1) Inversiones Temporales

Su normativa está establecida en gran medida en la Norma Internacional de Información Financiera 9 (NIIF 9). Además en algunos aspectos se complementan con la Norma Internacional de Contabilidad 32 (NIC 32) y la Norma Internacional de Información Financiera 7 (NIIF 7).

Las inversiones temporales, son Instrumentos Financieros adquiridos para mantenerlos en el corto plazo como forma de administrar los flujos de caja y que tienen como objetivo principal la obtención de una renta adicional al negocio de explotación y/o la obtención de liquidez ya que son fácilmente convertibles en efectivo por medio de su venta en el mercado.

Activo disponible para la venta ¹⁰

La NIIF 9 introduce un nuevo enfoque de clasificación, basado en dos conceptos: Las características de los flujos de efectivo contractuales de los activos y el modelo de negocio de la entidad.

La NIIF 9 tiene 3 categorías de valoración (i) coste amortizado, (ii) valor razonable con cambios en otro resultado integral (patrimonio) y (iii) valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.

La clasificación dependerá del modo en que una entidad gestiona sus instrumentos financieros (su modelo de negocio) y la existencia o no de flujos de efectivo contractuales de los activos financieros específicamente definidos.

¹⁰ Parte de este contenido fue obtenido del documento "NIIF 9 Instrumentos financieros. Lo que hay que saber desde la perspectiva de las empresas no financieras" Deloitte.

- Si el objetivo del modelo de negocio es mantener un activo financiero con el fin de cobrar flujos de efectivo contractuales y, según las condiciones del contrato, se reciben flujos de efectivo en fechas específicas que constituyen exclusivamente pagos del principal más intereses sobre dicho principal, el activo financiero se valorará al coste amortizado.
- Si el modelo de negocio tiene como objetivo tanto la obtención de flujos de efectivo contractuales como su venta y, según las condiciones del contrato, se reciben flujos de efectivo en fechas específicas que constituyen exclusivamente pagos del principal más intereses sobre dicho principal, los activos financieros se valorarán a su valor razonable con cambios en otro resultado integral (patrimonio). Los intereses, deterioro y diferencias de cambio se registran en resultados como en el modelo de coste amortizado. El resto de las variaciones de valor razonable se registran en partidas de patrimonio y podrán reciclarse a pérdidas y ganancias en su venta.
- Fuera de estos escenarios, el resto de activos se valorarán a valor razonable con cambios en pérdidas y ganancias.



Respecto a los intermediarios de valores, la CMF ha emitido una norma de carácter general Norma de Carácter General 514 (NCG 514) que establece la forma de valorizar las inversiones en valores inmobiliarios y pactos.

2) Inversiones Permanentes

Inversiones permanentes son aquellas que se efectúan en otras empresas con objetivos diferentes a la mera administración del capital de trabajo y respecto a las cuales existe la intención de mantenerlas como inversión a largo plazo (más de un año), con propósitos de control, administración o influencia significativa en otra entidad. Se registran como activos no corrientes.



En este contexto, se utilizan los siguientes conceptos:

- Compañía matriz (controladora): es la compañía que directa o indirectamente controla a otra compañía (conocida como filial).
- Filial: es una compañía que está controlada directa o indirectamente por otra compañía (conocida como matriz).
- Compañía asociada: La compañía en la que se invierte es una compañía denominada indistintamente asociada o coligada de un inversionista, si:
 - a) No es una compañía filial de acuerdo con la definición anterior,
 - b) El inversionista tiene la facultad de ejercer una influencia significativa en las políticas financieras y en la operación de la compañía en la que invierte, y
 - c) El inversionista la adquirió con la intención de retener su participación en la compañía como inversión a largo plazo.
- Coligante: es la sociedad que mantiene participación en una empresa coligada, en la que tiene la facultad de ejercer influencia significativa.
- Control: Conforme a lo establecido en la NIC 27, situación modificada por la NIIF 10, se presume que existe control cuando una matriz posee, directa o indirectamente a través de otras filiales, más de la mitad del derecho de voto en otra empresa, a menos que, por circunstancias excepcionales pueda demostrarse que tal derecho no constituye control. Por otra parte, también existe control cuando posee la mitad o menos de los derechos de voto en otra empresa, si existe:
 - a) Poder sobre más de la mitad de los derechos de voto en virtud de un acuerdo con otros inversionistas.
 - b) Poder para dirigir las políticas financieras y de operación, obtenido por acuerdo o disposición reglamentaria.
 - c) Poder para nombrar o revocar a la mayoría de los miembros del Directorio, u otro órgano similar de administración.
 - d) Poder para controlar la mayoría de los votos en las reuniones del órgano de administración.

Ahora bien, conforme a las modificaciones establecidas por la NIIF 10, y que modifican en la parte que corresponde a la NIC 27, se determina:

Un inversor controla una participada cuando tiene derecho, a rendimientos variables procedentes de su implicación en la participada y tiene la capacidad de influir en esos rendimientos a través de su poder sobre la participada.

- **Influencia significativa:** implica que existe una participación importante en las decisiones de las políticas financieras y operativas de la compañía en la que se invierte, pero no se tiene el control de tales políticas. El ejercicio de la influencia significativa puede lograrse de varias maneras, por ejemplo, por representación en el directorio o similar, participación en los procesos de fijar políticas, celebración de transacciones importantes intercompañías, intercambio de personal directivo, o dependencias sobre información técnica.

Si el inversionista posee menos del 20% de los derechos de voto de la compañía en la que hace la inversión, debe suponerse que el inversionista no está capacitado para ejercer una influencia significativa, a menos que tal capacidad pueda ser claramente demostrada. Si bien las disposiciones legales vigentes a la fecha establecen que cuando se participa, directa o indirectamente, en un 10% o más de la propiedad de esta empresa, ésta constituye una coligada, en la práctica de los negocios es muy difícil que una participación inferior al 20% pueda permitir el desarrollo efectivo de influencia significativa.

- **Combinación de negocios:** es cuando mediante una adquisición o una unificación de intereses las operaciones de una empresa se integran con las operaciones de otra u otras empresas, las que pueden desarrollar negocios similares, o totalmente distintos.

En palabras simples, una combinación de negocio es una transacción u otro suceso en el que una empresa adquiriente obtiene el control de uno o más negocios.

- **Adquisición:** es una combinación de negocios en la que una de las empresas, el comprador, obtiene control sobre el patrimonio, las operaciones y la gestión de la otra empresa (el adquirido) a cambio del traspaso de activos, de incurrir o asumir un pasivo, de participar en una emisión de capital o de cancelar directamente su adquisición.
- **Valor justo:** es la cantidad por la cual puede intercambiarse un activo o liquidarse un pasivo entre partes enteradas y dispuestas, en una transacción de libre competencia, esto es, una venta que no es forzosa o liquidación impuesta. Los precios en mercados activos constituyen la mejor evidencia de precio justo y serán los empleados como base de medición. Si no estuvieran disponibles, la estimación de valor justo tendrá como base la información más fehaciente que esté disponible, como ser precios de activos y pasivos similares, valor actual de flujos de caja estimados considerando una

tasa de descuento compatible con los riesgos comprometidos, valores determinados por tasadores, etc.

Cuando las inversiones no se hacen solamente con la finalidad principal de obtener un rendimiento, que es lo típico en el caso de instrumentos financieros en inversiones temporales, sino que la intención principal son motivos de control de otras empresas, influencia significativa, administración, en estos casos es necesario identificar el objetivo de la inversión, ya que esto determinará el tratamiento a aplicar para efectos de registros y valorización, conforme se señalan básicamente en NIC 27, NIIF 10, NIC 28, NIIF 11, NIC 31.

3. Conceptos básicos de matemática financiera

3.1. Tasa de interés simple y compuesta ¹¹

El dinero, como cualquier otro bien, tiene un valor intrínseco, es decir, su uso no es gratuito, hay que pagar para usarlo. El dinero cambia de valor con el tiempo por el fenómeno de la inflación y por el proceso de devaluación. El concepto del valor del dinero dio origen al interés. Se define el interés como la justa compensación de la pérdida de valor del dinero en el tiempo. Además, el concepto del valor del dinero en el tiempo significa que sumas iguales de dinero no tendrán el mismo valor si se encuentran ubicadas en diferentes tiempos, siempre y cuando la tasa de interés que las afecta sea diferente a cero.

El interés se define como el coste de pedir dinero prestado, como en el caso de los intereses cobrados en el saldo de un préstamo. Pero no solo eso, pues cuando se habla de interés, también se puede estar haciendo alusión a los tipos que paga un banco al inversor por el dinero que tiene depositado en su entidad financiera.

En concreto, el interés se puede mirar desde dos puntos de vista:

- a) Como costo de capital: cuando se refiere al interés que se paga por el uso del dinero prestado.
- b) Como rentabilidad o tasa de retorno: cuando se refiere al interés obtenido en una inversión.

Usualmente el interés se mide por el incremento entre la suma original invertida o tomada en préstamo (P) y el monto o valor final acumulado o pagado.

De lo anterior se desprende que si hacemos un préstamo o una inversión de un capital de $\$P$, después de un tiempo n se tendría una cantidad acumulada de $\$F$, entonces se puede representar el interés pagado u obtenido, mediante la expresión siguiente:

$$I = F - P$$

De lo anterior se desprende que el interés es una función directa de tres variables: El capital inicial (P), la tasa de interés (i) y el tiempo (n). Entre mayor sea alguno de los tres, mayor serán los intereses.

Las razones a la existencia del interés se deben a:

¹¹ En esta sección se ha utilizado contenido del documento “Fundamentos de Matemáticas Financieras” Carlos Vicente Ramírez y otros.

- a) El dueño del dinero (prestamista) al cederlo se descapitaliza perdiendo la oportunidad de realizar otras inversiones atractivas
- b) Cuando se presta el dinero se corre el riesgo de no recuperarlo o perderlo, por lo tanto, el riesgo se toma si existe una compensación atractiva.
- c) El dinero está sujeto a procesos inflacionarios y devaluatorios en cualquier economía, implicando pérdida en el poder adquisitivo de compra.
- d) Quien recibe el dinero en préstamo (prestatario) normalmente obtiene beneficios, por lo cual, es lógico que el propietario del dinero, participe de esas utilidades.

La tasa de interés mide el valor de los intereses en porcentaje para un período de tiempo determinado. Es el valor que se fija en la unidad de tiempo a cada cien unidades monetarias (\$100) que se invierten o se toman en calidad de préstamo, por ejemplo, se dice: 25% anual, 15% semestral, 9 % trimestral, 3% mensual.

Por lo tanto, cuando una persona toma prestado dinero de un prestamista o de cualquier banco o institución financiera, la entidad crediticia cobra una cantidad adicional por el uso del dinero, que es el interés. El tipo de interés es pactado mutuamente por ambas partes, y se puede cobrar de dos formas: interés simple o interés compuesto.

Interés simple

Es aquel que se paga al final de cada periodo y por consiguiente el capital prestado o invertido no varía y por la misma razón la cantidad recibida por interés siempre va a ser la misma, es decir, no hay capitalización de los intereses.

El interés a pagar por una deuda, o el que se va a cobrar de una inversión, depende de la cantidad tomada en préstamo o invertida y del tiempo que dure el préstamo o la inversión, el interés simple varía en forma proporcional al capital (P) y al tiempo (n). El interés simple, se puede calcular con la siguiente relación:

$$I = P * i * n$$

En concreto, de la expresión se deduce que el interés depende de tres elementos básicos: El Principal (Capital Inicial) (P), la tasa de interés (i) y el tiempo (n).

En esta ecuación se deben tener en cuenta dos aspectos básicos:

- a) La tasa de interés se debe usar en tanto por uno y/o en forma decimal; es decir, sin el símbolo de porcentaje.
- b) La tasa de interés y el tiempo se deben expresar en las mismas unidades de tiempo. Si la unidad de tiempo de la tasa de interés no coincide con la unidad de tiempo del plazo, entonces la tasa de interés, o el plazo, tiene que ser convertido para que su unidad de tiempo coincida con la del otro. Por ejemplo, si en un problema específico el tiempo se expresa en trimestres, la tasa de interés deberá usarse en forma trimestral. Recuerde que si en la tasa de interés no se especifica la unidad de tiempo, entonces se trata de una tasa de interés anual.

Ejemplo:

Si se depositan en una cuenta de ahorros \$ 5.000.000 y la entidad financiera paga el 3% mensual. ¿Cuál es el pago mensual por interés?

$$P = \$ 5.000.000$$

$$n = 1 \text{ mes}$$

$$i = 3\%/mes$$

$$I = P \cdot i \cdot n ; I = 5.000.000 \cdot 1 \cdot 0.03 = \$ 150.000/ \text{ mes}$$

El depositante recibirá cada mes \$ 150.000 por interés.

Si la tasa de interés se expresara en términos anuales, supongamos 12%, el interés simple anual se debe dividir por 12 para obtener el interés mensual, en este caso sería de 1%.



Interés compuesto

El interés compuesto, es un sistema que capitaliza los intereses, por lo tanto, hace que el valor que se paga por concepto de intereses se incremente mes a mes, puesto que la base para el cálculo del interés se incrementa cada vez que se devengan los respectivos intereses. El interés compuesto es aplicado en el sistema financiero, se utiliza en todos los créditos que hacen los bancos sin importar su modalidad. La razón de la existencia de este sistema se debe al supuesto de la reinversión de los intereses por parte del prestamista.

Por lo tanto, el interés compuesto es aquel en el cual el capital cambia al final de cada periodo, debido a que los intereses se adicionan al capital para formar un nuevo capital denominado monto y sobre este monto volver a calcular intereses, es decir, hay capitalización de los intereses. En otras palabras, se podría definir como la operación financiera en la cual el capital aumenta al final de cada periodo por la suma de los intereses vencidos.

El interés compuesto es más flexible y real, ya que valora periodo a periodo el dinero realmente comprometido en la operación financiera y por tal motivo es el tipo de interés más utilizado en las actividades económicas.

El interés puede ser convertido en capital en forma anual, semestral, trimestral, mensual, etc. A dicho periodo se le da el nombre de periodo de capitalización. Al número de veces que el interés se capitaliza durante un año se le denomina frecuencia de conversión.

La fórmula para calcular el interés compuesto es:

$$P(1 + i)^n$$

(P = Principal, i = Tasa de interés, n = tiempo).

El rendimiento del interés compuesto es mucho mayor que el del interés simple. En el caso de las inversiones o planes de ahorro, las ganancias generadas son sumadas al capital, y si comienza un nuevo período, el interés se calculará sobre la base de este nuevo capital.

Ejemplo:

Se depositan en una caja de ahorros \$100 000 a una tasa de interés de 4.8% capitalizable mensualmente. ¿Cuál será el monto acumulado a interés compuesto en un periodo de 9 meses?

En este caso debe determinarse la tasa de interés mensual dividiendo la tasa anual entre la frecuencia de conversión:

$$i = \frac{\textit{Tasa de interés anual}}{\textit{Frecuencia de conversión}}$$

$$i = \frac{0.048}{12} = 0.004$$

Puesto que el tiempo de inversión está ya expresado en meses, se tienen todos los elementos necesarios para plantear y resolver el ejemplo:

$$P = 100\,000$$

$$i = 0.004 = 0.4\%$$

$$t = 9$$

Así, se sustituyen los valores en la fórmula y se tiene:

$$M = P(1 + i)^n$$

$$M = 100\,000(1 + 0.004)^9$$

$$M = 100\,000(1.036581)$$

$$M = 103\,658.10$$

Por lo tanto, un depósito de \$100 000 rendirá \$3 658.10 de interés, o dicho de otra forma, acumulará un monto total de \$103 658.10 al cabo de 9 meses.

El interés simple se calcula basándose únicamente en un porcentaje de la cantidad prestada, mientras que el interés compuesto se calcula en función de un porcentaje de la cantidad

prestada y el interés devengado que pasa a ser parte de la base del cálculo del interés del periodo siguiente. Cuanto mayor sea la frecuencia de capitalización, mayor será el rendimiento.

3.2. Reajustabilidad ¹²

Los sistemas de reajustabilidad autorizados por el Banco Central de Chile son:

- a) Unidad de Fomento (U.F.)
- b) Índice de Valor Promedio (I.V.P.)
- c) Valor del tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos de América o de alguna de las paridades de las demás monedas de general aceptación en los mercados de cambios internacionales, que publique el Banco Central de Chile conforme al inciso 2° del artículo 44 de su Ley Orgánica Constitucional.

El cálculo de los sistemas de reajustabilidad señalados anteriormente será el siguiente:

- a) La Unidad de Fomento se reajustará a partir del día diez de cada mes y hasta el día nueve del mes siguiente, en forma diaria, a la tasa promedio geométrica correspondiente a la variación que haya experimentado el Índice de Precios al Consumidor que determina el Instituto Nacional de Estadísticas o el organismo que lo reemplace, en el mes calendario inmediatamente anterior al período para el cual dicha unidad se calcule.
- b) El Índice de Valor Promedio se reajustará a partir del día diez de cada mes y hasta el día nueve del mes siguiente de acuerdo al factor diario determinado como sigue:

$$F = \left(\sqrt[k]{\frac{IPC_t}{IPC_{t-6}}} - 1 \right) * 100$$

F = Factor diario de reajuste porcentual del I.V.P.

k = número de días transcurridos en el semestre móvil correspondiente.

= Valor del Índice de Precios al Consumidor en el mes precedente a aquél en que se determina el I.V.P.

= Valor del Índice de Precios al Consumidor seis meses antes del mes precedente a aquél en que se determine el I.V.P.

¹² En esta sección se utilizó contenido del documento “Capítulo II.B.3 – 1 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile”

El Banco Central de Chile, a través de la Gerencia de Información Estadística, publicará en el Diario Oficial a más tardar el día 9 de cada mes, y por un período que abarcará desde el día 10 del mismo hasta el día 9 del mes siguiente ambos inclusive, el valor diario que tendrán las unidades de reajustabilidad señaladas en las letras a) y b) anteriores.

En relación al valor del tipo de cambio del dólar de los Estados Unidos de América (USD) y de las paridades, el Instituto Emisor lo dará a conocer diariamente mediante su publicación en el Diario Oficial.

Por lo tanto, para calcular el reajuste de un capital inicial expresado en pesos al término de un período, es necesario que el capital inicial se convierta a la unidad monetaria (Ej. U.F., I.V.P., USD) que se desea considerando el valor que tiene en la fecha del momento inicial, y al final del período se reconvierte a pesos considerando el valor de la unidad monetaria de esa fecha.

3.3. Principios de valorización de activos ¹³



El *valor del dinero en el tiempo* se refiere al hecho de que es mejor recibir dinero ahora que después. El dinero que se tiene ahora se puede invertir para obtener un rendimiento positivo, generando más dinero para mañana. Por esta razón, un peso ahora es más valioso que un peso en el futuro.

El análisis del valor del dinero en el tiempo ayuda a poder comparar el dinero de hoy con el dinero del futuro. Existen dos maneras de hacer esto.

Una es considerar la cantidad de dinero en el futuro que equivale a la cantidad de dinero que tenemos hoy. En otras palabras, calcular el *valor futuro* de ese dinero. El otro enfoque consiste en considerar el

importe actual que equivalente a un monto de dinero determinado que deseamos tener en el futuro. En otras palabras, calcular el *valor presente* de ese dinero que estamos considerando tener en el futuro.

Valor Futuro

Cuando hacemos una inversión, queremos saber ahora cuánto va a ser el valor de la inversión en el futuro. A esto le llamamos el valor futuro.

Su cálculo va a depender de cómo esté compuesta la inversión que estamos haciendo, sus tasas de interés, aportes o retiros que podamos hacer durante el periodo de inversión, y cualquier otro factor que afecte el valor final de nuestra inversión.

¹³ En esta sección se utilizó contenidos del documento “Matemáticas financieras” del Ministerio de Desarrollo Social de Chile.

Si tenemos una inversión simple, con una sola tasa de interés simple, sin retiros o abonos posteriores, simplemente vamos a calcular el valor futuro (V_f) con la fórmula que aprendimos anteriormente para calcular el capital final con interés simple:

$$V_f = I * (1 + r * n)$$

Veámoslo con un ejemplo. Vamos a depositar nuestros ahorros de \$500.000 por 6 meses en el banco, que nos ofrece una tasa del interés simple de 12% anual ¿Cuál será el valor al finalizar los 6 meses?

Primero debemos calcular cuál es la tasa mensual, ya que nosotros necesitamos una tasa para 6 meses, no para 12. Dado que es una tasa simple, solo debemos dividir la tasa de interés del año en 12 meses, es decir, 12% en 12, lo que nos da una tasa de interés mensual de 1%. Con esto ya tenemos todo lo necesario para hacer el cálculo:

$$I = \$500.000$$

$$r = 1\% = 0.01$$

$$n = 6$$

$$V_f = 500.000 * (1 + 0.01 * 6)$$

$$V_f = 530.000$$

Y si el interés es compuesto, el valor futuro (V_f) de esa inversión será la fórmula que aprendimos usando tasa de interés compuesta

$$V_f = I * (1 + r)^n$$

Sigamos con el mismo ejemplo. Nuestros mismos ahorros de \$500.000 por 6 meses en el banco, con la misma tasa de interés 12% anual (capitalizable mensualmente), pero esta vez con tasa de interés compuesta ¿Cuál será el valor al finalizar los 6 meses?

$$I = \$500.000$$

$$r = 1\% = 0.01$$

$$n = 6$$

$$V_f = 500.000 * (1 + 0.01)^6$$

$$V_f = 530.760$$

La tasa "r" usada corresponde al valor de la tasa de interés anual dividida en 12 meses, para obtener la tasa de interés mensual, esto es:

$$r = 12\%/12 = 1\%$$

La manera en que calculemos el valor futuro va a depender del tipo de inversión que estemos haciendo y los diversos factores involucrados en esta.

Valor Presente

El valor presente de una inversión es el capital actual que tengo que invertir para tener cierto valor en el futuro una vez terminada la inversión. En pocas palabras, es el inverso del valor futuro.

Para una inversión con tasa de interés simple, tenemos que el valor presente de la inversión es:

$$V_p = \frac{F}{(1 + r * n)}$$

Siguiendo el mismo ejemplo anterior. Sabemos que el valor final es \$530.000, por 6 meses a una tasa de 1% simple. Apliquemos la fórmula para traer a valor presente esta inversión:

$$V_f = \$530.000$$

$$r = 1\% = 0.01 \quad n = 6$$

$$V_p = 530.000 / (1 + 0.01 * 6)$$

$$V_p = 500.000$$

Y cuando utilizamos una tasa de interés compuesto:

$$V_p = \frac{F}{(1 + r)^n}$$

Siguiendo el mismo ejemplo anterior. Sabemos que el valor final es \$530.760, por 6 meses a una tasa de 1% compuesta. Apliquemos la fórmula para traer a valor presente esta inversión:

$$V_f = \$530.760$$

$$r = 1\% = 0.01$$

$$n = 6$$

$$V_p = \frac{530.760}{(1 + 0.01)^6}$$

$$V_p = 500.000$$



Valor Actual Neto (VAN)

Es un procedimiento que permite calcular el valor presente de un determinado número de flujos de caja futuros, originados por una inversión, restando esta última. La metodología consiste en descontar (mediante una tasa "r") al momento actual (t_0) todos los flujos de caja futuros, para así poderlos comparar con la inversión inicial.

Es una medida del valor neto que aporta una inversión a lo largo de toda su vida. Para un inversionista, representa el incremento en su riqueza que generaría realizar una inversión,

mientras que, en una evaluación social, muestra el valor económico que genera para el país la inversión.

Flujos de Ingresos / Gastos

El VAN es la suma en un período fijo de los flujos futuros expresados, mediante la aplicación de la tasa de descuento, en valores actuales. En cada período se debe obtener el flujo neto (Ingresos – Egresos), que será el monto a considerar.

La fórmula para calcular el VAN entonces está dada por los flujos netos en cada período, la tasa de descuento y la inversión inicial.

$$VAN = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+r)^t}$$

En donde: $F_t = (I_t - E_t)$ = Flujo neto al final del periodo t (I_t : Ingresos y E_t : Egresos)

I_0 = Inversión inicial

r = costo de capital (tasa de descuento)

n = número de periodos

Una vez tenemos todos los flujos en el período inicial, podemos ver el aumento o disminución de la riqueza al participar en un proyecto.

El VAN tiene muchas ventajas como indicador para la toma de decisiones de inversión:

- Reconoce que un peso hoy vale más que un peso mañana
- Su cálculo es muy simple. Depende únicamente del flujo de caja y del costo de oportunidad
- No sólo permite reconocer un proyecto bueno, sino que también permite comparar proyectos que tengan la misma vida útil (debe elegirse aquel con mayor VAN).

En base al resultado del VAN podemos decidir si invertir o no en un proyecto. Los criterios son los siguientes:

Resultado	Riqueza	Decisión
$VAN < 0$	Disminuye	Proyecto no conveniente
$VAN = 0$	Igual	La decisión es indiferente
$VAN > 0$	Aumenta	Proyecto es conveniente

Un VAN positivo de valor “X”, implícitamente implica:

- La recuperación de lo invertido en el proyecto.
- La recuperación del costo alternativo de lo invertido en el proyecto.

- Un valor de “X” por sobre lo recuperado, expresado en valor presente.

Un Van 0, implica sólo:

- La recuperación de lo invertido en el proyecto.
- La recuperación del costo alternativo de lo invertido en el proyecto.
- En esta situación la decisión debería basarse en otros criterios, como la obtención de un mejor posicionamiento en el mercado u otros factores.

Un VAN negativo no alcanza a recuperar el costo alternativo de lo invertido en el proyecto, o tampoco los costos explícitos.

Tasa Interna de Retorno (TIR)

La TIR es aquella tasa que hace el VAN igual a cero, es decir, la tasa de interés por medio de la cual se recupera la inversión.

$$VAN = -I_0 + \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1 + tir)^t} = 0$$

En donde:

$F_t = (I_t - E_t)$ = Flujo neto al final del periodo t

I_0 = Inversión inicial

tir = tasa interna de retorno

n = número de periodos

Criterio de decisión: un proyecto es conveniente si la TIR es mayor que el costo de oportunidad del capital o tasa de descuento. A mayor TIR, mayor rentabilidad ($TIR > r$)

Valoración por Múltiplos ¹⁴

El método de Valoración por Múltiplos relaciona una cifra unida al valor de un negocio con:

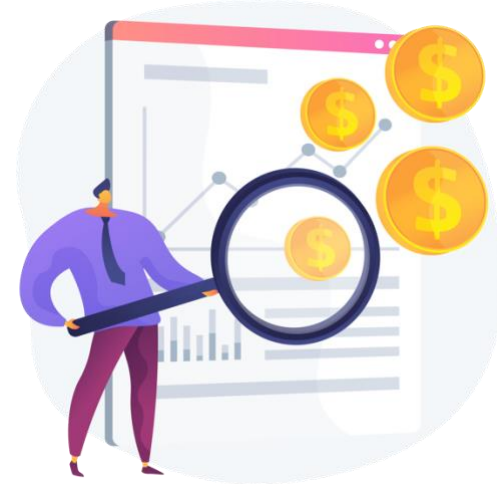
- el valor de las acciones
- el valor completo del negocio (valor empresa).

Los múltiplos no son una medida de valor absoluto, sino que permiten comparaciones de valor relativo entre compañías similares o comparables.

¹⁴ En esta sección se utilizó contenidos del documento “Manual de Valoración de Empresas” de eValora Financial Advisory.

Este método funciona en realidad bajo la hipótesis de que los mercados son eficientes y de que el valor de las compañías cuyas acciones cotizan en bolsa se encuentra constantemente disponible, siendo un valor razonable o "justo". No es un método únicamente basado en datos históricos, sino también en predicciones de futuro próximo.

Sin embargo, su mejor virtud, la sencillez, convierte a este método en el universalmente utilizado y aceptado por la mayoría de los analistas de mercados y proveedores de servicios financieros. También se utiliza frecuentemente para contrastar resultados obtenidos a través de otras metodologías.



El procedimiento seguido para aplicar una Valoración por Múltiplos puede ser dividido en tres pasos:

Paso 1: Identificación y selección de compañías comparables: En este primer paso, se localizan y seleccionan las compañías que pertenecen al mismo segmento de mercado y/o comparten características de negocio similares con la empresa a valorar. Es fundamental analizar sus modelos de negocio y estructuras financieras, así como sus estrategias y posibilidades de crecimiento futuros para concluir que son verdaderamente comparables.

Paso 2: Cálculo de múltiplos: Una vez se haya identificado el grupo de compañías comparables, es necesario decidir qué múltiplos proporcionarán una medida más precisa de valor para las compañías bajo consideración. Con este propósito, es imprescindible entender perfectamente la actividad de todos los negocios e interpretar correctamente sus estados financieros.

Paso 3: Valoración: Una vez que se han seleccionado las medidas de valor y los ajustes más apropiados con el fin de asegurar la consistencia del proceso, se puede calcular el valor de la compañía multiplicando cada múltiplo por las cifras pertinentes de la compañía (que podrían, a su vez, necesitar ajustes para obtener un valor justo y verdadero de la compañía). La valoración de una compañía se obtiene frecuentemente como la media (ponderada o no) de los valores estimados, resultantes de la aplicación de los múltiplos previamente elegidos.

I. Múltiplos basados en el valor de las acciones

Los múltiplos basados en el valor de las acciones pueden estar referidos tanto al precio de la acción (en cuyo caso, las cifras empleadas son medidas por acción) como a la capitalización de la empresa en el mercado. Aunque a través del cálculo por acción pueden obtener unos múltiplos con más significado, los múltiplos basados en el valor total (capitalización) son consistentes con el método utilizado con los múltiplos basados en el valor de negocio (Enterprise Value o EV).

a) *Precio por Acción / Beneficios por Acción (RPU, PER, P/E)*

El beneficio por acción (BPA) se define como el beneficio neto dividido entre el número de acciones ordinarias emitidas y ha de ser calculado antes de partidas extraordinarias y de la amortización del fondo de comercio. La relación precio utilidad (RPU o en inglés Price Earnings Ratio PER) debe calcularse teniendo en cuenta todos los instrumentos del capital social y similar, con el fin de incluirlos en el número total (diluido) de acciones.

El precio por acción está relacionado con la capacidad de pago de dividendos de la empresa (beneficios). Se considera que la naturaleza de la relación existente entre el capital social y los beneficios es que los precios son proporcionales tanto a los beneficios como a su crecimiento esperado.

A pesar de tratarse de una técnica ampliamente utilizada debido a su simplicidad y a la disponibilidad general de la información requerida, este método implica un riesgo por diferencias contables que puede llevar a resultados imprecisos. Así, se recomienda utilizar un análisis de los beneficios ajustados por acción con el fin de erradicar, en la medida de lo posible, el efecto de elementos excepcionales, y aumentar la comparabilidad entre compañías.

b) Capitalización Bursátil / Cash Earnings

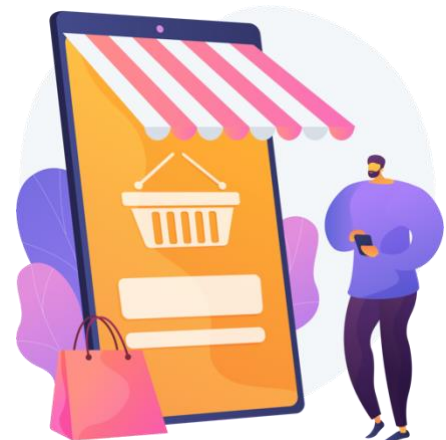
Los cash earnings son considerados como los beneficios netos más las amortizaciones (tanto de activos fijos tangibles como intangibles) y provisiones contables (non cash). Se acerca más a un Flujo de Caja que los beneficios, aunque los cash earnings no tienen en cuenta la amortización de activos, ni las inversiones requeridas en activos fijos (CAPEX).

Este método es menos susceptible de ser afectado por diferencias contables que el PER.

c) Capitalización / Valor en Libros

El valor en libros suele conducir a resultados erróneos ya que depende mucho de las políticas contables de cada empresa. Sin embargo, el Valor en Libros resulta útil en los casos en que el valor de los bienes es un factor clave en la valoración, y proporciona una medida intuitiva y relativamente estable del valor de una compañía.

Aunque el valor contable puede ser utilizado para valorar negocios con beneficios negativos, no suele ser muy útil para las empresas de Internet al tratarse muchas veces de servicios o de empresas que basan su actividad económica en pocos o ningún activo fijo. En la mayor parte de los casos el valor en libros está por debajo del valor de las acciones.



II. Múltiplos basados en el valor del negocio (EV)

Este tipo de múltiplos relacionan el Valor de la Empresa (EV) de la compañía (capitalización de mercado más deuda neta/menos caja neta) con una medida de la actividad relacionada con el valor. Por motivos de consistencia, estos múltiplos han de estar basados en medidas relacionadas con el negocio global (exigencias de los accionistas y acreedores).

a) *EV / Ventas*

El Valor de la Empresa / Ventas es una medida bruta pero menos susceptible a diferencias contables y, por consiguiente, permite **comparaciones entre países**. No ha de ser empleado para comparar compañías pertenecientes a diferentes sectores donde los márgenes difieren. Esta medida es muy utilizada para compañías de Internet y de crecimiento alto debido a la imposibilidad de aplicar múltiplos más complejos (en parte, debido a la falta de beneficios).

b) *EV / EBIT*

El Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (EBIT) tiene en cuenta las diferencias de intensidad en la utilización del activo fijo. Sin embargo, el EBIT se ve afectado por diferencias en las políticas contables en el tratamiento de las amortizaciones. Por definición, el EBIT es una medida más alejada del cálculo del Flujo de Caja que el EBITDA, y por ello es el último el más atractivo para los análisis de inversiones.

c) *EV / Flujo de Caja Libre*

El flujo de Caja Libre es calculado como el NOPLAT (por consiguiente, antes de impuestos) más amortizaciones, menos CAPEX y más/menos las del fondo de maniobra, pero antes de los Flujos de Caja asociados a la estructura financiera. El cálculo del Flujo de Caja libre **se basa en medidas históricas que pueden ser volátiles**, existiendo riesgo de producirse imprecisiones. El Flujo de Caja puede ser negativo para compañías con un alto nivel de crecimiento tales como muchos negocios de Internet, eliminando así el significado del múltiplo.

d) *EV / OpFCF*

Los **Flujos de Caja Operativos (OpFCF)** equivalen al EBITDA menos i) CAPEX de mantenimiento y ii) el incremento del capital circulante en fase de mantenimiento. Esta medida posee mayor significado que el EBITDA, y se ve **menos afectada por diferencias contables** que el EBIT. Sin embargo, no se encuentra disponible directamente de los estados financieros de las empresas, y el cálculo del CAPEX de mantenimiento y del incremento del capital circulante en

fase de mantenimiento puede ser subjetivo. Puede llegar a ser considerado equivalente de un EBIT normalizado o de un Flujo de Caja suavizado.



En el caso de empresas jóvenes del sector de nuevas tecnologías, las cuales suelen presentar crecimientos altos, muchas veces es imposible aplicar múltiplos relacionados con los beneficios (como el PER), debido a una **falta de beneficios positivos** durante los primeros años de actividad. Incluso algunas veces, cifras como el EBITDA pueden ser negativas en los primeros años. Para estas compañías, se vuelve necesaria la utilización de otros múltiplos que se presenten siempre positivos como, por ejemplo, EV/ Ventas (uno de los más ampliamente utilizados). Tan pronto como otros múltiplos adquieren significado (normalmente es el EBITDA el primero en hacerlo),

deben ser incluidos en el análisis de valoración.

Los múltiplos basados en el valor de la empresa ofrecen la ventaja de enfocarse en el negocio en su totalidad y no se ven afectados por las diferencias en la estructura del pasivo. Los múltiplos basados en el valor de las acciones, por su parte, ofrecen generalmente mayor confianza ya que el cálculo del valor de la empresa tiende a requerir más cálculos y es, por consiguiente, más subjetivo y dado a errores. Probablemente, los ratios más populares de entre los basados en el valor de la empresa y en los recursos propios son el PER y el ratio EV/ EBITDA, respectivamente. Su utilización conjunta puede proporcionar al analista un enfoque global de la empresa complementándose el estudio del flujo de caja con la posición relativa de los beneficios: mientras que el ratio EV/ EBITDA se enfoca más en el flujo de caja que en el beneficio y evita los temas relacionados con las amortizaciones contables, el PER se enfoca en los beneficios después de impuestos y es más comparable entre sectores, ya que tienen en cuenta las diferencias en la intensidad del capital.

3.4. Determinación de tasas de descuento

El Modelo CAPM: The Capital Asset Pricing Model ¹⁵

Desarrollado inicialmente por el premio Nobel William Sharpe, parte de la base de que la tasa de rendimiento requerida de un inversor es igual a la tasa de rendimiento sin riesgo más una prima de riesgo, donde el único riesgo importante es el riesgo sistemático. Este modelo nos indica cómo responde el rendimiento de la acción ante las variaciones sufridas en el

¹⁵ En esta sección se utilizó contenidos del documento “Costo de Capital Modelo CAPM” del profesor Andrés Valenzuela Keller, Ph.D.

rendimiento del mercado de valores. Dicho riesgo se mide a través del coeficiente de volatilidad conocido como beta (β).

De esta forma β es representativo del riesgo de mercado. Sharpe hace su aporte sobre la base de tratar de medir el riesgo de mercado en la Teoría de Portfolio (Modelo de Markowitz). El modelo de Markowitz trata de reducir al máximo el riesgo único vía diversificación sin preocuparse del riesgo de mercado pues lo considera incontrolable.

Los supuestos principales del modelo CAPM son los siguientes:

- Todos los inversionistas tienen el mismo horizonte temporal de un período.
- Las distribuciones de probabilidades futuras de los retornos de los distintos títulos para el período de referencia son iguales para todos los inversionistas. Es decir, existen expectativas homogéneas.
- Todas las inversiones o activos individuales son infinitamente fraccionables.
- No existen impuestos a las ganancias de capital ni dividendos. No hay costos de transacción en las compras y ventas de títulos.
- Todos los inversionistas son diversificadores eficientes, es decir, se ubican en la frontera eficiente de la región de carteras posibles, definidas en el modelo media-varianza.
- Se puede prestar y pedir prestado la cantidad de dinero que se necesite, a una tasa libre de riesgo R_f
- No existe inflación.

El parámetro β mide la variación del rendimiento de un título con respecto a la variación del rendimiento del mercado, de tal manera que si β toma un valor igual a uno estará variando en la misma sintonía que el mercado bursátil, pero si dicho valor fuese más pequeño sus oscilaciones serían de menor tamaño que las del rendimiento del mercado (posición defensiva) ocurriendo lo contrario si β fuese mayor que uno (posición agresiva).

La expresión general de dicho modelo viene dada por la siguiente ecuación:

$$K_S = R_f + (R_m - R_f)\beta$$

donde R_f es el rendimiento del activo sin riesgo,

R_m indica el rendimiento esperado del mercado durante el período de tiempo considerado, $R_m - R_f$ indica el valor de la prima de riesgo que rige en el mercado (en el mercado norteamericano está alrededor del 5,5%).

El Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM), nos proporciona una forma de estimar el costo de capital de una empresa. Para lograr esto es necesario seguir al menos 3 pasos:

1. Estimar los parámetros de mercado ($E[R_m]$, R_f)
2. Determinar el nivel de riesgo sistemático de la empresa en cuestión, es decir, el Beta de la empresa.
3. Usar estas estimaciones para determinar el costo de capital de la empresa.

El coeficiente β es una medida del riesgo inherente a un valor, tomando como referencia un indicador representativo del mercado; es decir, el coeficiente β determina la volatilidad de una acción.

El indicador β relaciona la volatilidad de un activo, del mercado, y la correlación de activo y mercado. Es decir, en términos estadísticos relaciona la covarianza del activo con el mercado, con la varianza del mercado.

$$\beta = \frac{\text{Covarianza (activo, mercado)}}{\text{Varianza (mercado)}}$$

La interpretación es sencilla, si el β de un activo es mayor que 1, implica que el activo tiene mayor riesgo sistémico que el mercado, y amplifica los movimientos de éste. El activo sería más volátil. Por ejemplo, en un periodo de pérdidas o depreciación, el activo tendría más pérdidas que el conjunto del mercado. Al revés cuando sea un periodo alcista.

Si sucede lo contrario, y β es menor que 1, quiere decir que el activo tiene menor riesgo sistémico que el mercado, es menos volátil que la tendencia general.

Por último, si el valor es negativo, quiere decir que la relación es inversa. Es decir, que la rentabilidad del activo aumentará cuando caiga la del mercado y viceversa.

En cuanto a la determinación del rendimiento del activo sin riesgo (R_f) se recomienda utilizar el de las Obligaciones del Estado (bonos) coherentes con la duración de los flujos de caja de la empresa a valorar. (tope 30 años en caso de perpetuidad).

Ejemplo: Si la tasa libre de riesgo es igual al 6%, la prima por riesgo a largo plazo del mercado la suponemos del 5,5% y β de la empresa es 0,98 podremos calcular el valor del rendimiento esperado por los inversionistas: $k_p (k_s) = 0,06 + (0,055 \times 0,98) = 0,1139 = 11,39\%$.

3.5. Duración de instrumentos de deuda¹⁶

Debido a que la variabilidad de las tasas de interés afecta el valor de las posiciones en renta fija, como, por ejemplo, cuando aumenta la tasa de interés, los tenedores de bonos sufren

¹⁶ En esta sección se utilizó contenidos del documento "Renta Fija III: Gestión de riesgos. Duración y convexidad" Aula Banca Privada BBVA

una pérdida de valor de sus inversiones en estos instrumentos financieros, es importante estudiar los conceptos de duración y convexidad.

La duración y la convexidad se utilizan para medir la sensibilidad de los valores de una cartera de renta fija ante fluctuaciones en la tasa de interés, y de ahí que sean una valiosa herramienta para cuantificar y administrar el riesgo de la posición ante dichas variaciones.

Al respecto, las variaciones en las tasas de interés se miden en puntos base, cada uno de ellos es la céntima parte de un punto porcentual, es decir, 100 puntos base equivalen a un 1%.

La Duración de Macaulay es una medida del plazo efectivo hasta el vencimiento de un bono. Se calcula como la media ponderada de los plazos hasta el vencimiento de cada flujo de pagos considerando como ponderaciones los valores actuales relativos de cada flujo.

$$D = \sum_{t=1}^T t * w_t$$

$$w_t = \frac{CF_t}{(1+r)^t} / P$$

donde:

t: tiempo (periodo de cada cupón)

P: Precio del bono

r: TIR

La Duración modificada mide la sensibilidad del precio de un título de renta fija con respecto a las alteraciones sufridas por la rentabilidad del mismo, es decir, mide la sensibilidad de este tipo de activo financiero ante las variaciones de los tipos de interés. A diferencia de la duración de Macaulay -que se mide en años- la duración modificada únicamente es un porcentaje que nos indica la variación que se produce en el precio de mercado de un activo financiero por cada punto de variación en los tipos de interés.

Cuando cambia el tipo de interés, la variación relativa del precio del bono es proporcional a su duración y está relacionada con la variación absoluta de la rentabilidad al vencimiento.

$$\frac{\Delta P}{P} = -D * \frac{\Delta (1+r)}{1+r}$$

$$\frac{\Delta P}{P} = -D_M * \Delta r$$

$$D_M = \frac{D}{1 + r}$$

donde D_M es la duración corregida o modificada y “ r ” la rentabilidad hasta el vencimiento.

La Duración de un bono depende de tres factores fundamentales:

- Plazo a vencimiento. A mayor plazo, mayor duración. Tardaremos más en recibir el pago total.
- Cupones: a mayor cupón, menor duración porque proporcionalmente mayor parte del pago total es recibido antes del vencimiento
- Tipos de interés (o TIR): si disminuyen los tipos, disminuye la duración.

La duración de cualquier bono que paga cupón será menor que su plazo a vencimiento, porque parte de los cupones se recibirán antes de vencimiento. La duración de los bonos cupón cero será igual a su plazo (no hay pago de cupones).

Ejemplo:

Tenemos hoy un bono con vencimiento a tres años (sin años bisiestos), reembolso del 100% sobre el nominal de USD 1.000, cupón del 5% anual y una TIR (r) del 4%. ¿Cuál será su duración (o duración de Macaulay)? ¿Y su duración modificada?

Para realizar este cálculo la fórmula que debemos emplear es la siguiente:

$$D = 1 * \frac{CF_1(1+r)^{-1}}{P} + 2 * \frac{CF_2(1+r)^{-2}}{P} + \dots + n * \frac{CF_n(1+r)^{-n}}{P}$$

NOTA: esta expresión es una forma alternativa de mostrar la fórmula de la Duración que aparece más arriba con el ánimo de hacerla más intuitiva.

En primer lugar, vamos a calcular el precio del bono que será nuestro dato en el denominador (P).

$$P = \frac{50}{(1+0,04)^1} + \frac{50}{(1+0,04)^2} + \frac{1.050}{(1+0,04)^3} = 1.027,75$$

Entonces calculamos D:

$$D = \frac{1 * (50/(1+0,04)^1) + 2 * (50/(1+0,04)^2) + 3 * (1.050/(1+0,04)^3)}{1.027,75} = \frac{2.940,87}{1.027,75} = 2,86 \text{ años}$$

Y el D_M es entonces = $2,86 / (1+0,04) = 2,75$

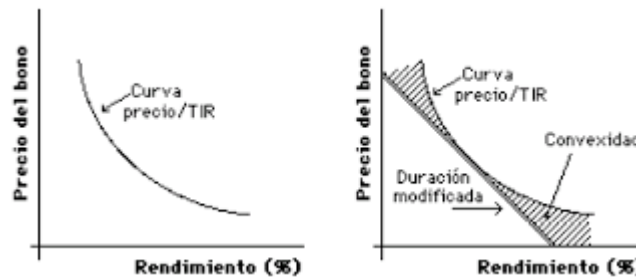
Por tanto, esto nos indica que la duración de este bono es de 2.86 años, y la duración modificada de 2.75%, es decir, esta última es la sensibilidad del precio del bono en el mercado por cada punto de variación en los tipos de interés.

En el ejemplo, si la rentabilidad a vencimiento del bono se incrementa en 100 pb, el precio del bono se reduce en 2,75%, esto es, USD 28,26 quedando en un valor de USD 999,46.

Convexidad

La relación entre la variación relativa en el precio de un bono y la rentabilidad hasta el vencimiento no es lineal. La duración proporciona una buena aproximación para cambios pequeños en la rentabilidad, pero no para fluctuaciones grandes. Esto es debido a que la duración modificada asume que existe una relación lineal entre las variaciones del rendimiento y las del precio, lo que implica cometer errores cuando las variaciones son de una magnitud importante.

La convexidad es la curvatura de la relación precio-rentabilidad de un bono. Mide la variación en la duración del bono para un cambio en la rentabilidad. Matemáticamente, se puede cuantificar la convexidad como la tasa de cambio de la pendiente (2ª derivada) de la curva precio-rentabilidad expresada como una fracción del precio del bono.



$$\text{Convexidad} = \frac{1}{P} * \frac{d^2P}{dr^2}$$

La convexidad permite mejorar la aproximación de la duración para variaciones en los precios de los bonos. En este caso, la variación en el precio del bono sería:

$$\frac{\Delta P}{P} = -D_M * \Delta r + \frac{1}{2} * C * (\Delta r)^2$$

Duración

Convexidad

Siguiendo con el ejemplo anterior, si suponemos una convexidad de 168 para el incremento en 100 pb de la tasa del bono, la variación por convexidad sería de:

$$0,5 * 168 * (0,01)^2 * 100 = 0,84 \%$$

De esta forma, la variación total en el precio sería de $2,75 + 0,84 = 3,59\%$

4. Productos

4.1. Acciones y cuotas de fondos ¹⁷

Acciones: Las acciones son instrumentos de renta variable, emitidos por sociedades anónimas y en comanditas por acciones, que representan un título de propiedad sobre una fracción del patrimonio de la empresa, es decir, el comprador de una acción pasa a ser propietario de una parte de la empresa emisora.¹⁸

Las acciones son un instrumento de inversión de capitalización y su rentabilidad es variable, porque depende de los resultados de la empresa en sus negocios, lo cual se ve reflejado en el precio al cual se pueden comprar o vender las acciones en el mercado. Además, los accionistas pueden recibir los dividendos que distribuya el emisor y en ciertas ocasiones, acciones liberadas de pago.

Respecto de la extensión de los derechos que otorgan, las acciones pueden ser ordinarias o preferentes, lo que debe constar en los estatutos sociales y en los títulos respectivos:

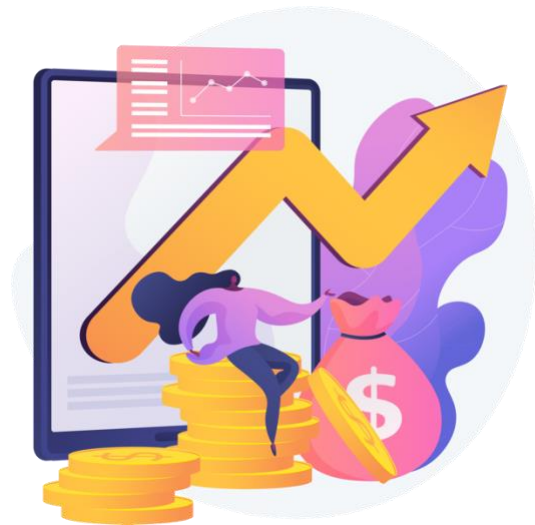
Las acciones ordinarias dan a sus dueños una serie de derechos y son emitidas a plazo indefinido, que está dado por la duración de la sociedad.

Las acciones preferentes otorgan privilegios o preferencias respecto de dividendos, elección de directores u otras materias. Sin embargo, deben ser de plazo definido.

Respecto de la forma de emisión de las acciones, se distinguen entre la emisión física y desmaterializada:

Nominativas: aquellas emitidas a nombre de un titular, cuyo traspaso requiere de un trámite formal entre el comprador y el vendedor y ser comunicado a la empresa emisora, con el fin de actualizar el registro de accionistas.

Desmaterializadas: aquellas que el emisor acordó con una empresa de depósito de valores no emitir físicamente los títulos en depósito o susceptibles de ser depositados, aquí el emisor deberá llevar un registro por cada serie de una emisión desmaterializada que realice. Este registro podrá llevarse por cualquier medio, siempre que ofrezca seguridad de que no podrá haber adulteraciones que puedan afectar su fidelidad.



¹⁷ Parte de esta sección incluye contenidos del portal de educación financiera CMF Educa www.cmfchile/educa

¹⁸ Manual de Operaciones en Acciones, Art. 2. Bolsa de Santiago

Al adquirir una acción se participa de las ganancias o pérdidas que puede generar el negocio de esa sociedad anónima.

Para el emisor, la emisión de acciones es una alternativa de financiamiento, que le permitirá conseguir recursos a plazos indefinidos para financiar sus proyectos.

Para el inversionista del mercado de valores, la razón básica para invertir en acciones es la obtención de una renta por un periodo de tiempo determinado. Esta ganancia esperada puede provenir de las variaciones de precios y/o dividendos (reparto de utilidades). La utilidad (pérdida) que proviene de las variaciones de precios recibe el nombre de ganancia (pérdida) de capital, y en la mayoría de los casos es el componente principal de la rentabilidad obtenida en el mercado de acciones.

Un segundo motivo por el cual los accionistas invierten es para obtener el manejo de una compañía a través de la compra de paquetes importantes de acciones en el mercado, a través de la aplicación del derecho a voto que otorgan las acciones y por ende, influir en la administración de la empresa.

Las acciones se pueden comprar o vender cuando el inversionista lo estime conveniente. Mientras más fácil sea encontrar un comprador dispuesto a pagar un precio justo, mayor será la liquidez de la acción.

Para comprar o vender una acción en bolsa, debe ser a través de un corredor de bolsa.

Cuotas de Fondos Mutuos: Títulos que representan la inversión de una persona natural o jurídica en un Fondo Mutuo. Las cuotas pueden estar expresadas en pesos (moneda corriente nacional) u otra moneda extranjera y se valoriza diariamente.

Los aportes que conforman un Fondo Mutuo quedan expresados en cuotas del fondo o de la serie respectiva, todas de igual valor y características. Las cuotas que se emitan son valores de oferta pública.

Los fondos pueden contemplar series de cuotas, que se diferencian por una característica particular y que pueden tener distintas remuneraciones y cobrar comisiones diferentes. Aunque cada serie tiene su propio valor cuota y patrimonio, la política de inversión es única para el fondo, lo que no cambia según la serie.

El fondo puede invertir en Chile y en el extranjero, según lo defina el propio Fondo Mutuo en su política de inversiones, pudiendo tener en su cartera hasta un 100% de sus activos en títulos extranjeros.

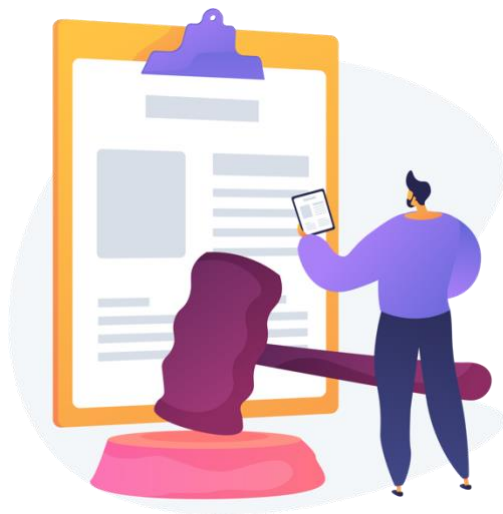
Valor Cuota: El valor cuota de un fondo mutuo, es aquel que resulta de dividir el valor contable del patrimonio del fondo, por el número de cuotas suscritas y pagadas al momento de efectuado el cálculo. El valor cuota de cada serie, se determinará dividiendo la proporción del valor contable del patrimonio que representan el conjunto de cuotas de la serie respectiva por el número de cuotas suscritas y pagadas de esa serie.

Antes de realizar una inversión en Fondos Mutuos, el inversionista deberá tener claro cuál es el objetivo que quiere cumplir con esa inversión, cuál es su perfil de inversionista, el tipo de inversión o instrumento en el que quiere invertir, los costos asociados a esa inversión etc.

La Administradora es la encargada de administrar los fondos. Estos fondos están compuestos por los dineros de todos los aportantes de esos fondos, por lo que cuando alguien invierte en un “fondo mutuo” se convierte en un “partícipe” de esos fondos.

Cuotas de Fondos de Inversión: Cuotas de participación que representan los aportes de los inversionistas de un Fondo de Inversión. Por lo general, están destinados a inversionistas de alto patrimonio o inversionistas institucionales, ya que el aporte mínimo para invertir en estos instrumentos suele ser alto, a diferencia de las cuotas de fondos mutuos, que por lo general son instrumentos de inversión que apuntan a inversionistas de todo tipo.

4.1.1. Fondos de inversión



Un Fondo es un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y personas jurídicas, denominadas partícipes o aportantes, para su inversión en valores y bienes que le permita la Ley Única de Fondos (Ley N° 20.712).

El fondo es administrado por cuenta y riesgo de los partícipes, por una sociedad anónima especial, cuyo objeto exclusivo es la administración de recursos de terceros, sin perjuicio de las actividades complementarias a su giro que les puede autorizar la Comisión, de acuerdo a la Ley N° 20.712 y su Reglamento.

los fondos de inversión se pueden categorizar entre fondos rescatables y no rescatables. Los

Fondos de Inversión Rescatables son aquellos que permiten el rescate total y permanente de cuotas y su pago es entre 11 y 179 días. En cambio, los Fondos de Inversión No Rescatables son aquellos que no permiten a los aportantes el rescate total y permanente de sus cuotas, o que, si lo permiten, pagan a sus aportantes las cuotas rescatadas en un plazo igual o superior a 180 días.

Los aportes quedan expresados en cuotas del fondo, pudiendo existir distintas series de éstas para un mismo fondo, lo que deberá establecerse en el reglamento interno respectivo, las cuotas de un fondo o de sus series en su caso, deberán tener igual valor y características, y su cesión se registrará por las formalidades y procedimientos que establece el reglamento interno del fondo. Las cuotas de una serie de un fondo podrán ser canjeadas por cuotas de otra serie del mismo fondo, rigiéndose por las normas que al respecto se establecen en el reglamento interno.

En el caso de los fondos no rescatables, los aportes quedan expresados en cuotas que deben registrarse obligatoriamente en una bolsa de valores chilena o del extranjero, autorizada por la Comisión, para permitir la formación de un mercado secundario para dichas cuotas.

El fondo deberá contar permanentemente con a lo menos 50 partícipes, salvo que entre éstos haya un inversionista institucional, en cuyo caso no registrará ese número mínimo de

partícipes. Del mismo modo, deberá mantener un patrimonio no menor al equivalente a 10.000 unidades de fomento. La administradora debe llevar un Registro de Partícipes.

Los Fondos de Inversión invierten en un portafolio de distintos instrumentos, pudiendo ser nacionales o internacionales. Los instrumentos en que pueden invertir varían según el fondo y los define su Política de Inversión, que se encuentra en el Reglamento Interno del fondo.

En Bolsa podrán cotizarse aquellas cuotas de Fondos de Inversión (CFI) y cuotas de Fondos Mutuos (CFM) que se encuentren inscritas en el Registro de Valores de la CMF, y que hayan sido aceptadas a cotización por el Directorio de la Bolsa de Comercio de Santiago.¹⁹

Las CFI y CFM se podrán transar en Bolsa, bajo los siguientes sistemas de negociación:

- Pregón
- Ofertas a Firme
- Calce automático de ofertas a firme o Telepregón
- Remate
- Remate Electrónico Serializado

También existen los fondos de inversión privados, que son aquellos que se forman por aportes de personas o entidades, administrados por Administradoras Generales de Fondos o por Sociedades Anónimas Cerradas, por cuenta y riesgo de sus aportantes y que no hacen oferta pública de sus valores. Se rigen exclusivamente por sus reglamentos internos, por las normas del Capítulo V de la Ley N° 20.712 sobre Administración de Fondos de Terceros y Carteras Individuales, y el Capítulo IV de su Reglamento, el DS N° 129, de Hacienda. Se trata de fondos no fiscalizados por la CMF.

En cuanto al número de aportantes, en los Fondos de Inversión Privados no se puede superar los cuarenta y nueve partícipes que no sean integrantes de una misma familia. En caso de superar dicha cifra, éstos quedarán sujetos a las normas aplicables a los Fondos fiscalizados por la Comisión, debiendo comunicar el hecho a la misma y teniendo que adecuar sus reglamentos internos a la normativa establecida para los Fondos de Inversión Públicos.

4.1.2. Fondos mutuos

Es un patrimonio integrado por aportes de personas naturales y personas jurídicas, denominadas partícipes o aportantes, para su inversión en valores y bienes que le permita la Ley Única de Fondos (Ley N° 20.712).

El fondo es administrado por cuenta y riesgo de los partícipes, por una sociedad anónima especial, cuyo objeto exclusivo es la administración de recursos de terceros, sin perjuicio de las actividades complementarias a su giro que les puede autorizar la Superintendencia, de acuerdo a la Ley N° 20.712 y su Reglamento.

¹⁹ Manual de Operaciones en Cuotas de Fondos de Inversión y Fondos Mutuos art. 3° de la Bolsa de Santiago.

Los Fondos Mutuos son aquellos que permiten el rescate total y permanente de las cuotas, y las pagan en un plazo inferior o igual a 10 días.

Los aportes quedan expresados en cuotas del fondo, pudiendo existir distintas series de éstas para un mismo fondo, lo que deberá establecerse en el reglamento interno respectivo, todas de igual valor y características, y su cesión se regirá por las formalidades y procedimientos que establece el reglamento interno del fondo. Las cuotas de una serie de un fondo podrán ser canjeadas por cuotas de otra serie del mismo fondo, rigiéndose por las normas que al respecto se establecen en el reglamento interno.

Los fondos mutuos tienen portafolios de inversión variados, de modo que se pueden encontrar fondos que invierten en acciones, otros que invierten sólo en títulos de deuda, como bonos, letras hipotecarias o instrumentos del Estado (Pagaré del Banco Central, Bonos de Reconocimiento, Bonos Subordinados), y también están los que invierten en ambos tipos de instrumentos.

A nivel general, los fondos invierten en tres tipos de instrumentos:

- a) Instrumentos de deuda de corto plazo: son aquellos valores de oferta pública representativos de deuda, cuyo plazo hasta su total extinción no excede los 365 días a la fecha de valorización del fondo.
- b) Instrumentos de deuda de mediano y largo plazo: son aquellos valores de oferta pública representativos de deuda cuyo plazo hasta su total extinción excede los 365 días a la fecha de valorización del fondo.
- c) Instrumentos de capitalización: son aquellos valores de oferta pública representativos de capital, tales como acciones de sociedades anónimas abiertas, cuotas de fondos de inversión, cuotas de fondos mutuos, entre otros.

Los fondos mutuos diversifican sus inversiones, es decir, invierten en distintos instrumentos del mercado de capitales, combinando instrumentos de deuda y de renta variable de diferentes emisores. La diversificación no sólo se logra eligiendo diferentes activos de una misma clase, sino que varios activos de distinta clase de riesgo, países, sectores industriales y plazos de inversión.

A los fondos también es posible identificarlos según el mercado en el que invierten: nacional, internacional o emergente, países desarrollados o multinacionales, en contratos de derivados tanto bursátiles como extrabursátiles, entre otros. Esto es de gran importancia debido a que los niveles de riesgo y retorno fluctúan entre los diferentes mercados. De acuerdo con lo definido por su



política de inversiones, pueden invertir hasta el 100% de su cartera de activos en títulos extranjeros.

De acuerdo con las características descritas, los fondos mutuos se clasifican en ocho tipos:

1. De inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 90 días.

Invierte en instrumentos de deuda de corto plazo y en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. Duración de la cartera de inversiones: debe ser menor o igual a 90 días.

2. De inversión en instrumentos de deuda de corto plazo con duración menor o igual a 365 días.

Invierte en instrumentos de deuda de corto plazo y en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. Duración de la cartera de inversiones: debe ser menor o igual a los 365 días.

3. De inversión en instrumentos de deuda de mediano y largo plazo.

Invierte en instrumentos de deuda de corto plazo e instrumentos de deuda de mediano y largo plazo. Duración de la cartera de inversiones: debe ser superior a los 365 días.

4. Mixto

Invierte en instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo e instrumentos de capitalización.

Al momento de definirse estos fondos, deberán expresar los porcentajes máximos y mínimos de sus activos que se invertirán en instrumentos de capitalización. En todo caso, la diferencia entre dichos porcentajes no podrá ser superior al 50% de los activos del fondo.

5. De inversión en instrumentos de capitalización.

Invierte en instrumentos de deuda de corto plazo, instrumentos de deuda de mediano y largo plazo y mayoritariamente en instrumentos de capitalización (al menos 90% de los activos del fondo).

6. De libre inversión

Su política es de libre inversión, que si bien no se encuentra normada debe establecerse en el reglamento interno.

7. Estructurado.

Busca la obtención de una rentabilidad previamente determinada, fija (nominal o real) y/o variable.

8. Dirigido a inversionistas calificados.

Se encuentran dirigidos a inversionistas calificados y pueden definir libremente su política de inversión.

4.2. Instrumento de deuda ²⁰

Por lo general se trata de instrumentos asociados al pago de un capital e intereses de mantenerse hasta su vencimiento que también pueden transarse en el mercado, en cuyo caso se está sujeto al precio de mercado.

Los instrumentos de deuda de mediano y largo plazo son aquellos representativos de deuda, emitidos por empresas, bancos, entidades gubernamentales y el Banco Central. Sus títulos tienen asociado un interés conocido a un plazo de tiempo determinado que puede ser mediano o largo.

Su valor dependerá de la solvencia del emisor, evolución de las tasas de interés del mercado y del plazo de vencimiento del instrumento. Por lo general, se trata de instrumentos menos riesgosos, por lo que son apetecidos por inversionistas más conservadores, en la medida que el inversionista mantiene la inversión hasta el vencimiento del instrumento.

Otros instrumentos de deuda son:



Letras hipotecarias: emitidas por bancos o instituciones financieras, para financiar hipotecas o actividades productivas diversas. Estos documentos están indexados a la U.F. o expresados en pesos chilenos.

Bonos subordinados: son bonos emitidos por bancos y se caracterizan por poseer una prioridad más baja para el acreedor.

Pagarés y bonos del Banco Central y de la Tesorería General de la República: son instrumentos emitidos por estas dos entidades, con el objeto de regular la oferta monetaria, apoyar la política cambiaria, financiar los proyectos del Estado, o para reemplazar deuda externa.

Bonos convertibles: emitidos por corporaciones privadas para financiar proyectos de inversión, son convertibles en acciones de la compañía emisora.

Bonos de empresas: emitidos por sociedades anónimas para financiar proyectos de inversión de largo plazo, o para cumplir compromisos financieros del emisor, como es el refinanciamiento de pasivos.

²⁰ Esta sección incluye contenidos del portal de educación financiera CMF Educa www.cmfchile/educa

Bonos securitizados: emitidos por sociedades securitizadoras con el objetivo de anticipar los flujos de ciertos activos financieros de una empresa o institución financiera, tales como créditos hipotecarios, créditos automotores, etc.

4.3. Intermediación financiera ²¹

Se denominan instrumentos de intermediación financiera a aquellos que son representativos de obligaciones, principalmente de corto plazo y que obedecen a emisores de carácter único, no seriadas. Este tipo de instrumentos son de corto plazo, menos de un año, y las empresas los emiten para financiar la gestión de corto plazo, pero también son emitidos por el Banco Central como un instrumento de regulación monetaria.

Como están dentro de los instrumentos de deuda, son apetecidos por inversionistas de perfil más conservador, que quieren realizar una inversión a corto plazo con un interés conocido, por lo que son una alternativa que permite aprovechar las fluctuaciones de la tasa de interés de corto plazo.

Los instrumentos de intermediación financiera que se transan en Bolsa pueden ser clasificables en:

Títulos públicos: Pagarés Descontables del Banco Central, Pagarés Reajustables del Banco Central y los Pagarés Descontables de Tesorería

Títulos privados: Pagarés de Instituciones Financieras y Efectos de Comercio (documentos emitidos por entidades inscritas en la CMF, que se transan como títulos de deuda de corto plazo en el mercado de capitales).

4.4. Tipos de operaciones en el mercado de valores: definición

De acuerdo a la Ley 18.045 del Mercado de Valores, quedan sometida a esta ley todas aquellas transacciones de valores que tengan su origen en ofertas pública y 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.

Por lo tanto, algunos términos que es necesario tener en cuenta cuando se realizan operaciones en el mercado de valores, son los siguientes²²:

²¹ Esta sección incluye contenidos del portal de educación financiera CMF Educa www.cmfchile/educa

²² Definiciones obtenidas del Glosario incluido en el sitio www.cmfchile.cl

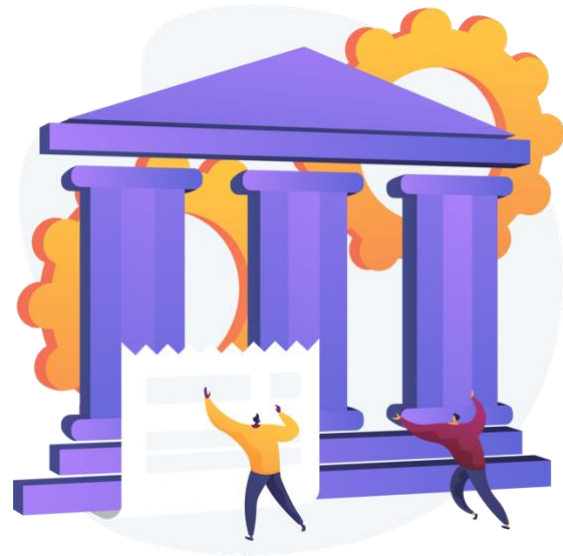
- Oferta pública de valores: Operación bursátil consistente en que una persona física o jurídica anuncia públicamente a los accionistas y mercado en general la venta de valores. Los títulos y el emisor deben estar inscritos en el Registro de Valores.
- Acciones: Son acciones emitidas por una sociedad y que son liberadas de pago, representan una capitalización de utilidades retenidas. Se reparten a accionistas en forma proporcional al número de acciones que pertenece a cada uno de ellos.
- Accionista: Persona o entidad que posee acciones de una empresa. Su responsabilidad está limitada al número de acciones que posea.
- Accionista minoritario: Toda persona que por sí sola o en conjunto con otras con las que tenga acuerdo de actuación conjunta, posea menos del 10% de las acciones con derecho a voto de una sociedad, siempre que dicho porcentaje no le permita designar un director.
- Agentes de Valores: Intermediarios de valores que operan fuera de las Bolsas de Valores, e intermedian valores distintos de las acciones.
- A la orden: Son aquellos títulos en los que se consigna una obligación contraída a la orden de una persona, por lo tanto, el beneficiario puede cederlos mediante el endoso.
- Al portador: Son aquellos títulos que, al no contener la designación del acreedor, faculta al que lo presenta para exigir la prestación en él incorporada. El beneficiario puede ceder estos títulos mediante el endoso.
- American Depositary Receipts (ADR's): Certificados emitidos por un banco comercial de Estados Unidos, para ser transados en el mercado de valores de EE.UU., que representan una determinada cantidad de acciones, bonos u otro instrumento financiero de una compañía local.
- Bolsa de Productos Agropecuarios: Sociedad anónima abierta especial, que tiene por objeto exclusivo proveer a sus miembros el local y la infraestructura necesaria, para realizar eficazmente las transacciones de productos, mediante mecanismos



continuos de subasta pública, asegurando la existencia de un mercado equitativo, competitivo y transparente.

- **Bolsas de Valores:** Son las entidades donde los corredores de bolsa realizan la compra y venta de acciones y otros valores, así como las demás operaciones bursátiles que se encuentran autorizados a realizar.
- **Bonos corporativos:** Instrumentos de deuda de mediano y largo plazo emitidos por sociedades anónimas y otro tipo de entidades.
- **Bonos securitizados:** Instrumentos de deuda emitidos por sociedades anónimas securitizadoras, con el objetivo de anticipar los flujos de ciertos activos financieros de una empresa o institución financiera, tales como créditos hipotecarios, créditos automotores, contratos de leasing, tarjetas de crédito, cuentas por cobrar, etc., que son cedidos por el originador de esos activos o por el tercero que los detente, a esa sociedad securitizadora
- **Canje de acciones:** Es un movimiento de capital mediante el cual una sociedad modifica el número de acciones en circulación, a través de una variación en el valor nominal. En la mayoría de los casos el objetivo de un canje es dar más presencia y rotación a acciones que tienen un valor demasiado alto, y por ende, ven dificultada su valoración.
- **Cartera de inversión:** Es el conjunto detallado de instrumentos en los que se invierten los recursos. Se detalla, por ejemplo, en cuáles acciones, bonos y otros instrumentos se concentra la inversión.
- **Cartera de Valores:** Conjunto de títulos de valores en poder de una persona natural o jurídica.
- **Certificados de Depósitos de Valores (CDV):** Títulos representativos de valores extranjeros, que pueden ser ofrecidos públicamente en el mercado de valores.
- **Cobros de intermediación:** Cobros que efectúan tanto las Bolsas de Valores como los Intermediarios de Valores, por las negociaciones que realizan, las que pueden ser operaciones en Bolsa y fuera de Bolsa. Existen cuatro grandes tipos de cobros:
 - 1) **Comisión del corredor:** cada corredor establece su propia política de cobro de comisión, la que generalmente se basa en un porcentaje del monto transado. Puede incluir, además, los derechos de bolsa que son los derechos que cobran las bolsas de valores por transar en ellas.
 - 2) **Impuesto al Valor Agregado (IVA):** la comisión del corredor está sujeta al 19% de dicho impuesto.

- 3) Costo de Custodia: el cliente puede optar por mantener el mismo las acciones o dejarlas en custodia con su corredora, la que a su vez las puede depositar en la empresa de depósito y custodia de valores. Este costo es variable.
 - 4) Otros: Algunos intermediarios de valores cargan costos fijos por concepto de facturación a los clientes.
- Colocación: Negociación destinada a la venta de una nueva emisión de valores.
 - Comisión de colocación: Existen dos grandes tipos de cobros que realizan las administradoras generales de fondos: la remuneración por administración, que se descuenta diariamente del valor de la cuota y que varía de acuerdo al tipo de fondo mutuo, y la comisión, que es el cobro que se realiza cuando el inversionista realiza un rescate, el que también varía de acuerdo al tipo de fondo y serie. Dentro de la comisión existe la de entrada (que se cobra sobre la inversión inicial) y la de salida (cobrada al momento de realizar un rescate). En ocasiones, y en la medida que la inversión permanezca un cierto tiempo en el fondo, dicho cobro puede ir reduciéndose.
 - Comisión del corredor de bolsa: Cada corredor establece su propia política de cobro de comisión por los servicios de corretaje prestados.
 - Contratos de derivados: Producto financiero cuyo valor depende del valor de otro activo.
 - Contratos forwards: Contrato entre dos partes, mediante el cual ambos se comprometen a intercambiar un activo determinado o un índice de precios sobre un activo determinado, a futuro, a un precio que se determina por anticipado.
 - Corredores de Bolsa: Son los intermediarios de valores que actúan como miembros de una bolsa de valores y pueden intermediar acciones y cualquier otro tipo de valores. También pueden operar fuera de bolsa.
 - Corredores de Bolsa de Productos: Intermediarios que efectúan las transacciones en la Bolsa de Productos Agropecuarios.



- **Costo de financiamiento:** Está dado por la tasa de interés del préstamo o de descuento que exigen los inversionistas. En una emisión de bonos sería la tasa de colocación del instrumento. En el caso de una emisión de acciones, corresponde a la relación existente entre el aporte que realizará el nuevo accionista y las utilidades que se le repartirán como retribución, es decir, la relación precio/utilidad. Además, hay que sumarles los costos asociados a trámites legales, impuestos, al agente colocador y apertura de la sociedad (abrir a la bolsa) si corresponde, etc. El otro factor que se debe considerar es el plazo del financiamiento, el bancario tiene un plazo fijo y el de la emisión de acciones es indefinido.
- **Crédito:** Acuerdo en el que una de las partes entrega dinero o un bien a cambio del pago futuro del valor de lo otorgado más los intereses que correspondan.
- **Cupón:** Es un documento de un instrumento de deuda, en que consta un derecho a recibir un determinado flujo de dinero correspondiente a pago de intereses y amortizaciones (o solamente intereses), cada cierto período de tiempo, definido con anticipación. Normalmente el cupón se encuentra adherido al mismo documento que lo genera.
- **Custodia:** Servicio que consiste en el resguardo de los títulos físicos de activos financieros.
- **Custodio:** Entidad que puede ser designada por un depositario, para la custodia de los valores extranjeros que originan los CDV's.
- **Depositario:** Entidad que recibe en depósito los valores emitidos por un emisor extranjero, con el objeto de programar una operación de emisión de CDV's. La función de custodia podrá ser delegada, sin perjuicio de la responsabilidad inherente que le corresponde como depositario.
- **Derechos de Bolsa:** Dentro de la comisión del corredor de bolsa, puede estar incluido el derecho a bolsa, que son los derechos que cobran las Bolsas de Valores por transar en ellas. Este cobro puede variar de acuerdo al tipo de instrumento, monto de la transacción, etc.
- **Dividendo:** Es el reparto de las utilidades de la compañía entre sus accionistas. Cada empresa, en la medida que haya obtenido ganancias en el período, decide el porcentaje que destina al pago de dividendos. El dividendo se paga en una cantidad fija por cada acción poseída por los accionistas, el que generalmente se pagan en dinero, sin embargo, en las sociedades anónimas abiertas se podrá cumplir con la obligación de pagar dividendos, en lo que exceda a los mínimos obligatorios, otorgando opción a los accionistas para recibirlos en dinero, en acciones liberadas de la propia emisión o en acciones de sociedades anónimas abiertas de que la empresa

sea titular. Los dividendos son de tres clases: mínimos obligatorios, las sociedades anónimas abiertas tienen la obligación de distribuir al menos el 30% de las utilidades líquidas de cada ejercicio; provisorios, son acordados por el Directorio; otros dividendos, son los pagos acordados por la Junta de accionistas que están por sobre el dividendo mínimo obligatorio legal o estatutario o los eventuales.

- Duración de la cartera de inversiones: Será el promedio ponderado de la duración de los instrumentos componentes de dicha cartera, considerando como ponderador la proporción que represente cada instrumento sobre total de la cartera.
- Duración de un instrumento: El promedio ponderado de los vencimientos de sus flujos de caja (cupones y principal), donde los ponderadores son el valor presente de cada flujo como una proporción del precio del instrumento. Por su parte, en el caso de instrumentos emitidos a una tasa de interés variable, se debe entender por "duración de un instrumento" el período al cual está referida la tasa de interés variable respectiva.
- Efectos de comercio: Documentos emitidos por entidades inscritas en la CMF, que se transan como títulos de deuda de corto plazo en el mercado de capitales.
- Emisión: Se produce cuando una entidad pone en circulación títulos o acciones de su propiedad en el mercado.
- Emisores: Entidades que ofrecen valores al público. Los principales emisores de valores son las sociedades anónimas abiertas, los bancos e instituciones financieras, los fondos de terceros distintos a los Fondos de Pensiones, el Estado a través del Banco Central, la Tesorería y el Instituto de Previsión Social (IPS), las sociedades securitizadoras y los emisores extranjeros.
- Empresas de Depósito de Valores: Sociedades anónimas especiales, que tienen como objeto exclusivo recibir en depósito valores de oferta pública y facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores.
- Exchange Traded Funds (ETFs): Es un tipo de fondo mutuo que se cotiza en bolsa y que en ciertos casos replican un índice accionario o una canasta de valores.



- Futuros: Contratos estandarizados, transados en Bolsa, referidos a un activo definido, donde las partes se comprometen a comprar o vender en una fecha futura, un número determinado de este bien a un valor que se fija en el presente.
- Instrumentos de capitalización: Instrumentos de inversión cuya rentabilidad varía de acuerdo con la fluctuación de precio del instrumento, el que se ve influido por diversos factores, entre ellos, las condiciones del mercado, la solvencia del emisor, el desempeño de sus negocios, etc. No se puede saber con certeza absoluta si su rentabilidad será positiva o negativa. Estos instrumentos son las Acciones, Instrumentos Monetarios, Cuotas de Fondos Mutuos, Cuotas de Fondos de Inversión, Cuotas de Fondos de Inversión de Capital Extranjero, Cuotas de Fondos de Capital Extranjero de Riesgo y Cuotas de Fondos para la Vivienda.
- Instrumentos de deuda: Instrumentos de inversión de deuda que otorgan una rentabilidad fija y conocida, sólo en la medida que se el inversionista los mantenga hasta su vencimiento. En este grupo están los Bonos, letras hipotecarias, pagarés bancarios, pagarés de Tesorería e instrumentos reajustables a largo plazo o del Banco Central (a más de un año).
- Instrumentos de deuda de corto plazo: Son aquellos valores de oferta pública representativos de deuda cuyo plazo hasta su total extinción, no excede los 365 días.
- Instrumentos de deuda de mediano y largo plazo: Son aquellos valores de oferta pública representativos de deuda, cuyo plazo hasta su total extinción excede los 365 días.
- Instrumentos de intermediación financiera (IIF): Instrumentos de inversión de deuda con una rentabilidad fija y conocida, sólo en la medida que el inversionista los mantenga hasta su vencimiento. Pueden ser Efectos de Comercio, depósitos a plazo reajustables, Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) y Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) (menores a un año).
- Instrumentos financieros o valores: Cualquier título transferible, como acciones, instrumentos de deuda de corto, mediano y largo plazo, cuotas de Fondos Mutuos, cuotas de Fondos de Inversión y en general, todo título de crédito e inversión.
- Instrumentos monetarios: En esta categoría se incluyen las monedas de oro y plata, más el dólar de Estados Unidos.
- Inversionistas calificados: Según la normativa, se puede clasificar en esta categoría a todos los inversionistas institucionales, a los intermediarios de valores y a las personas naturales o jurídicas que declaren y acrediten contar con inversiones financieras no inferiores a 2.000 UF y que adicionalmente cumplan con alguna de los siguientes requisitos: contar con activos iguales o superiores a 10.000 UF, haber

realizado transacciones en el mercado de valores por un monto igual o superior a 1.000 UF y con una frecuencia mínima de 20 operaciones trimestrales, durante los últimos 4 años, o contar con el conocimiento necesario para entender los riesgos que conlleva invertir en el mercado de valores.

- Inversionistas extranjeros: Son personas naturales y jurídicas extranjeras, y las chilenas con residencia y domicilio en el exterior, que transfieran capitales extranjeros a Chile y que celebren un contrato de inversión extranjera.
- Inversionistas institucionales: Organizaciones que operan grandes volúmenes de activos: bancos, sociedades financieras, compañías de seguro, AFP, entidades nacionales de reaseguro y administradoras de fondos autorizados por ley.
- Inversionistas particulares: Accionistas, tenedores de bonos, partícipes o aportantes de fondos, tomadores de depósitos, etc.
- Inversionistas privados: Son personas naturales o jurídicas (instituciones) que invierten a través de instrumentos financieros su capital o patrimonio.
- Licitación: Proceso a través del cual se obtienen distintas ofertas para la adjudicación de un determinado valor.
- Liquidación de acciones: Es la operación de concretar la venta total de una cantidad determinada de acciones.
- Mercado bursátil: Mercado secundario de compra y venta de valores de capitalización y de deuda.
- Mercado extrabursátil: Mercado cuyas operaciones son realizadas fuera de bolsa, directamente entre las partes.
- Mercado primario: Mercado en el que se emiten y venden por primera vez los activos financieros. Una vez colocados, se pueden transar en el mercado secundario. Estos títulos son emitidos por ejemplo por el Estado, el Banco Central de Chile, bancos e instituciones financieras, fondos mutuos, sociedades anónimas y otros emisores de deuda.
- Mercado secundario: Se transan activos financieros ya emitidos y colocados en el mercado, es decir instrumentos transados con anterioridad al menos una vez. Los instrumentos transados comúnmente son las acciones, renta fija, de intermediación financiera. etc.



- Mercado secundario formal: Es aquel en que los compradores y vendedores están simultánea y públicamente participando 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 él, siempre que diariamente se publiquen el volumen y el precio de las transacciones efectuadas y cumpla con los relativos al número de participantes, reglamentación interna y otros tendientes a garantizar la transparencia de las transacciones que se efectúan en dicho mercado, que establezca la CMF. Ejemplo de mercado secundario formal son las bolsas de valores.
- Oferentes: Son todas aquellas personas o instituciones que poseen déficit de recursos financieros, y que para ello, emiten valores que ofrecen en el mercado.
- Oferta pública de valores: Operación bursátil consistente en que una persona física o jurídica anuncia públicamente a los accionistas y mercado en general la venta de valores. Los títulos y el emisor deben estar inscritos en el Registro de Valores.
- OPA: Oferta Pública de Adquisición de Acciones. Es toda operación en la que una persona se dirige a los inversores para anunciar su deseo de comprar un determinado número de acciones de una sociedad anónima abierta a un determinado precio y en un plazo determinado.
- Opción de suscripción de acciones: Derecho que tienen los accionistas de mantener su participación ante una nueva emisión de acciones. Normalmente los accionistas tienen un plazo de tiempo para ejercer su derecho de preferencia en las condiciones de la suscripción.
- Operación directa: Es aquella transacción bursátil efectuada en rueda, en que un corredor actúa al mismo tiempo como comprador y vendedor del valor, para sí o para sus clientes.
- Portafolio: Es una combinación de más de una acción, bono u otros activos tomados por un inversionista. El propósito del portafolio es reducir el riesgo a través de la diversificación.
- Valor bolsa de una acción: Es el valor o precio determinado en el mercado bursátil, a través de la oferta y la demanda.
- Valor de suscripción de una acción: Es el valor o precio que debe pagar una



persona a la sociedad, por cada acción que suscribe cada vez que se produce una emisión pagada de acciones.

- Valor(es): Son cualquier título transferible, como las acciones, opciones a la compra y venta de acciones, bonos, debentures, cuotas de fondo mutuo, planes de ahorro, efectos de comercio y, en general, todo título de crédito o inversión.
- Valores extranjeros: Son instrumentos financieros emitidos en el extranjero que se inscriben en el Registro de Valores Extranjeros de la CMF, con el objeto de permitir su oferta pública y facilitar su transacción en Chile.

4.5. Según plazo de liquidación

4.5.1. Operaciones contado (PH, PM, contado normal)

Renta Fija (IRF) e Intermediación financiera (IIF)

Las liquidaciones deberán efectuarse conforme a la condición de liquidación del cierre de la transacción.

Las condiciones de liquidación para las operaciones efectuadas en rueda son: Pagadera Hoy (PH), Pagadera Mañana (PM) y Contado Normal (CONTADO), las cuales podrán liquidarse a través del Sistema de Compensación y Liquidación Garantizada (SCL) o de acuerdo a los siguientes procedimientos²³:

Las ofertas de IRF podrán ser ingresadas con cualquiera de las siguientes condiciones de liquidación: Pagadera hoy (H), pagadera mañana (M), Contado normal (N). Si nada se informa, se entenderá que la condición de liquidación es "pagadera mañana".

Las ofertas de IIF podrán ser ingresadas ya sea con la condición de liquidación "pagadera hoy" o con la condición de liquidación "pagadera mañana", la que será designada al momento del ingreso por parte del oferente vendedor.

- PH (Pagadera Hoy): Operaciones cuya liquidación se realiza el mismo día de efectuadas.
Para el caso de la liquidación bilateral, las operaciones PH tendrán como hora límite para su liquidación, las 13:30 horas del mismo día de la transacción. Con posterioridad a esa hora no habrá obligación de recibir, salvo acuerdo de las partes.
- PM (Pagadera Mañana): Operaciones cuya liquidación se realiza el día hábil bursátil siguiente de efectuadas.

²³ Procedimiento establecido en el Manual de Operaciones de Instrumentos de Renta Fija e Intermediación Financiera de la Bolsa de Santiago.

Para el caso de la liquidación bilateral, las operaciones PM tendrán como hora límite para su liquidación, las 13:00 horas del día hábil siguiente de efectuada la transacción.

- CN (Contado Normal): Operaciones cuya liquidación se realiza el día hábil bursátil subsiguiente de efectuadas.

Para el caso de la liquidación bilateral, las operaciones CN tendrán como hora límite para su liquidación, las 12:15 horas del día hábil subsiguiente de efectuada la transacción.

Acciones, cuotas de fondos de inversión (CFI), cuotas de fondos mutuos (CFM) y sus respectivos derechos preferentes de suscripción

La liquidación de las operaciones deberá efectuarse conforme a la condición de liquidación y según las normas, horarios y procedimientos que determine el Directorio.

Las condiciones de liquidación de estas operaciones son las siguientes²⁴:

- PH (Pagadera Hoy): Operaciones cuya liquidación se realiza el mismo día de efectuadas.
- PM (Pagadera Mañana): Operaciones cuya liquidación se realiza el día hábil bursátil siguiente de efectuadas.
- Contado normal: Operaciones cuya liquidación se realiza al segundo día hábil bursátil siguiente de efectuadas.
- A plazo: Operaciones cuya liquidación se realiza entre 3 días hábiles bursátiles y 180 días corridos después de realizadas.

La liquidación de las operaciones podrá efectuarse como sigue:

- a) Directamente entre los corredores, esto es, que el vendedor hace entrega de las acciones, cuotas de fondos o sus respectivos derechos preferentes de suscripción mediante transferencia electrónica en el Depósito Central de Valores (DCV) o traspaso físico, y el comprador realiza el pago con transferencia electrónica de fondos o entrega del documento correspondiente (liquidación bilateral). La liquidación bilateral de operaciones deberá realizarse de manera bruta, no pudiendo ser compensada entre las partes.
- b) A través de la Contraparte Central de Liquidación de Valores o Contraparte Central S.A en el caso de la Bolsa de Comercio de Santiago (CCLV), de acuerdo a sus Normas de Funcionamiento, procedimientos y horarios establecidos por dicha sociedad.

El Directorio estará facultado para establecer las operaciones que deban liquidarse conforme a las alternativas antes indicadas, situación que será informada mediante Comunicación Interna, con a lo menos tres días hábiles de anticipación a su vigencia.

Al respecto, el Directorio acordó lo siguiente:

²⁴ Procedimiento establecido en el Manual de Operaciones en acciones de la Bolsa de Santiago

1. Que se liquiden a través de la CCLV las siguientes operaciones:
 - 1.1. Las operaciones de acciones, cuotas de fondos y sus respectivos derechos preferentes de suscripción efectuadas con condición contado normal en el Telepregón.
 - 1.2. Las operaciones simultáneas de acciones y cuotas de fondos efectuadas con condición PH (Pagadera Hoy) hasta las 13:00 horas, los vencimientos de las operaciones a plazo correspondientes a operaciones simultáneas, y las operaciones a plazo correspondientes a operaciones simultáneas que sean liquidadas anticipadamente.
 - 1.3. Las operaciones efectuadas con condición contado normal en los sistemas de Remate, Subasta de un Libro de Órdenes, Licitaciones y Ofertas a Firme en Bloque, a menos que en la oferta de venta correspondiente se haya indicado que la liquidación de la operación se realizará directamente entre los corredores (liquidación bilateral).
 - 1.4. Las operaciones interbolsas (OIB) efectuadas con condición contado normal (CN), que tanto el corredor vendedor como el corredor comprador se encuentren registrados como agentes liquidadores directos o indirectos de la CCLV.
2. Que se liquiden en forma bilateral, esto es, directamente entre los corredores:
 - i) las operaciones de acciones, cuotas de fondos y sus respectivos derechos preferentes de suscripción efectuadas con condición PH (Pagadera Hoy) y PM (Pagadera Mañana),
 - ii) las operaciones que no sean aceptadas por la CCLV,
 - iii) las operaciones efectuadas en los sistemas de Remate, Subasta de un Libro de Ordenes, Licitaciones y Ofertas a Firme en Bloque en cuya oferta de venta se haya indicado que serían liquidadas bilateralmente, y iv) las operaciones interbolsas (OIB) con condición de liquidación paradera hoy (PH), pagadera mañana (PM) y contado normal (CN) en que uno de los corredores (vendedor o comprador) no sea agente liquidador directo o indirecto de la CCLV. (3)

Asimismo, se liquidarán en forma bilateral aquellas operaciones cuya moneda de liquidación no sea en pesos (\$) moneda nacional.

Las normas y procedimientos para la liquidación bilateral de operaciones serán las siguientes:



1) Operaciones PH (Pagadera Hoy): Las operaciones PH tendrán como hora límite para su liquidación las 16:00 horas del mismo día de efectuadas. Con posterioridad a esa hora no habrá obligación de recibir, salvo acuerdo de las partes.

2) Operaciones PM (Pagadera Mañana): Las operaciones PM tendrán como horario límite para su liquidación desde las 9:30 horas hasta las 13:30 horas del día hábil bursátil siguiente de efectuadas. Con posterioridad a esa hora no habrá obligación de recibir, salvo acuerdo de las partes.

3) Operaciones Contado Normal: Las operaciones contado normal tendrán como horario límite para su liquidación desde las 9:30 horas hasta las 13:30 horas del segundo día hábil bursátil siguiente de efectuadas. Con posterioridad a esa hora no habrá obligación de recibir, salvo acuerdo de las partes.

En forma excepcional, los remates de ofertas secundarias de acciones dirigidas simultáneamente al mercado nacional e internacional y las subastas de un libro de órdenes, podrán ser liquidados hasta el tercer día hábil bursátil siguiente de efectuados (72 horas).

4.5.2. Operaciones a plazo

Operación a plazo en acciones: es aquella transacción realizada en rueda, en que ambas partes acuerdan diferir la liquidación a un plazo determinado, el que no podrá ser inferior a tres días hábiles bursátiles ni superior a 180 días corridos después de realizada la operación. Estas operaciones se podrán realizar sobre valores que expresamente autorice el Directorio. Las operaciones a plazo deberán ser liquidadas antes de las 13:30 horas del día de su vencimiento, acordado en la transacción, aceptándose la liquidación anticipada cuando exista acuerdo entre las partes.²⁵

4.6. Operaciones repo y a plazo

4.6.1. Pactos ²⁶

Ventas con Pacto de Retrocompra

²⁵ Definición obtenida del Manual de Operaciones en Acciones de la Bolsa de Santiago.

²⁶ Esta sección utilizó contenidos del documento "Operaciones de Compra con Pacto" del DCV

Es aquella operación en la cual la sociedad vende determinados títulos o valores mobiliarios efectuando simultáneamente y con el mismo comprador un compromiso de compra por los títulos o valores mobiliarios enajenados.

Por lo tanto, el compromiso de compra contempla la firma de un contrato por ambas partes, mediante el cual la sociedad se compromete a comprar al cliente, y este a su vez le promete vender, determinados valores de oferta pública de renta fija (Bonos, Depósitos Bancarios, Letras Hipotecarias), acordando ambas partes la fecha en que se ha de realizar la compraventa y el precio a pagar en dicha operación.

Este tipo de pactos son una inversión a plazo para el cliente, que puede ir desde 1 día, a una tasa garantizada. Las empresas que perciben excesos de caja realizan este tipo de inversiones, ya que gracias a ellas no mantienen su capital inactivo y mantienen la liquidez.

Compra con pacto de Retroventa

Es aquella operación en la cual la sociedad compra determinados títulos o valores mobiliarios efectuando simultáneamente y con el mismo vendedor un compromiso de venta por los títulos o valores mobiliarios adquiridos.

Por lo tanto, el compromiso de venta contempla la firma de un contrato por ambas partes, mediante el cual la sociedad se compromete a vender al cliente, y este a su vez le promete comprar, determinados valores de oferta pública, acordando ambas partes la fecha en que se ha de realizar la compraventa y el precio a pagar en dicha operación.

Este tipo de pactos representa una fuente de financiamiento para el cliente, que puede ir desde 1 día, a una tasa garantizada. Las empresas que necesitan caja y cuentan con instrumento financieros de renta fija en su cartera, pueden realizar este tipo de operaciones, ya que gracias a ellas consiguen liquidez a bajo costo y recuperan sus inversiones en la fecha de devolución del dinero.

4.6.2. Simultáneas ²⁷

Operación simultánea: se entiende la realización de una compra o venta a plazo conjunta e indisolublemente con una venta o compra al contado por idéntico número de acciones o cuotas de fondos a plazo y en el mismo instrumento.

Las operaciones simultáneas se podrán realizar en el sistema de remate electrónico serializado de la bolsa, en conformidad a las normas, horarios y procedimientos que se establezcan para estos efectos.

²⁷ Esta sección utilizó contenidos del Manual de operaciones en Acciones de la Bolsa de Santiago: 25.900

Las operaciones simultáneas solo se podrán efectuar en valores autorizados para operar a plazo definidos. Las acciones que posean presencia bursátil igual o superior al 25% pueden ser utilizadas para este tipo de operaciones.

Las operaciones simultáneas podrán realizarse sólo con un corredor contraparte, quién a su vez, deberá tener la operación simultánea contraria, esto es, compra o venta al contado y venta o compra a plazo, según corresponda.

Cada operación simultánea dará origen a dos operaciones: una operación contado y una operación a plazo. Para la operación contado se anotará la cantidad, acción, precio y condición de liquidación, y para la operación a plazo se anotará la cantidad, acción, precio y fecha de vencimiento.

Para los efectos de liquidación existirán dos operaciones:

- i) Una operación contado por la cantidad, instrumento y precio respectivo, que se liquidará de acuerdo a la condición establecida en la oferta, esto es, Pagadera Hoy (PH), Pagadera Mañana (PM) o Pagadera a los dos días hábiles bursátiles de efectuada la transacción (Contado Normal).
- ii) Una operación a plazo por la cantidad, instrumento, vencimiento y precio correspondiente que se liquidará el día del vencimiento, o en forma anticipada.

Asimismo, en el sistema Remate Electrónico Serializado podrán negociarse operaciones simultáneas de cuotas de fondos mutuos²⁸.

En la operación a plazo de una operación simultánea, el vendedor deberá restituir al comprador cuotas de fondos mutuos de la misma calidad que las negociadas en la operación al contado, que forma parte de la operación simultánea correspondiente. El vendedor a plazo podrá entregar al comprador a plazo las mismas cuotas adquiridas en la operación al contado, u otras de la misma especie cuya comisión por parte de la respectiva administradora no sea más gravosa para el comprador.

4.6.3. Venta corta y préstamos ²⁹

Para un adecuado entendimiento, revisaremos las definiciones que se incluyen en el Manual de Operaciones en Acciones de la Bolsa de Santiago:

- Propiedad de una acción: Se entiende que una persona es propietaria de una acción si

²⁸ Manual de Operaciones en Cuotas de Fondos de Inversión y Cuotas de Fondos Mutuos de la Bolsa de Santiago

²⁹ Esta sección utilizó contenidos del Manual de Operaciones en Acciones de la Bolsa de Santiago: 25.981



- 1) tiene depositada la acción en la custodia de una corredora o en el Depósito Central de Valores (DCV); o
 - 2) el registro de accionistas de la sociedad emisora acredita a esa persona como accionista.
- Prestamista: Es aquel inversionista que tiene la propiedad de un cierto número de acciones, las cuales está dispuesto a prestar a cambio de un premio y bajo ciertas condiciones que aseguran que les serán devueltas en una fecha o durante un plazo convenido previamente.

El prestamista mantiene el derecho a recibir los beneficios y variaciones de capital que otorguen las acciones prestadas, respondiendo el corredor prestatario ante el corredor prestamista de la entrega de los beneficios producidos con posterioridad a la fecha de otorgamiento del préstamo y hasta que las acciones sean efectivamente devueltas. Por consiguiente, durante dicho periodo el prestamista tiene derecho a las siguientes variaciones de capital: dividendos, devoluciones o repartos de capital, emisión liberada, dividendos optativos, rescate opcional de acciones de la propia emisión, opciones preferentes de suscripción, canje de acciones y fusión o división de una sociedad. Sin embargo, el prestamista pierde el derecho a voto y a retiro durante el lapso del préstamo.

- Prestatario o vendedor en corto: Es el inversionista que, a cambio del pago de una prima, obtiene acciones en préstamo para ser vendidas, las que posteriormente deberán ser restituidas a quien se las prestó. Este agente está obligado a constituir una garantía en favor del prestamista que asegure que cumplirá con su compromiso de restituir las acciones en la fecha preestablecida.

El prestatario está obligado a entregar al prestamista los beneficios y variaciones de capital que devenguen las acciones prestadas durante la vigencia del préstamo, con la excepción del derecho a voto y a retiro. Dichas variaciones de capital son las siguientes: dividendos, devoluciones o repartos de capital, emisión liberada, dividendos optativos, rescate opcional de acciones de la propia emisión, opciones preferentes de suscripción, canje de acciones y fusión o división de una sociedad.

- Comprador: Es el inversionista que adquiere las acciones en el mercado que fueron inicialmente prestadas por el prestamista al prestatario. La compraventa de las acciones no depende en modo alguno de la constitución de garantías o de la restitución de las acciones por parte del prestatario. De hecho, el comprador no se entera de que la operación que realizó tiene su origen en una posición corta del vendedor, ya que al realizar la compra adquiere todos los derechos sobre las acciones que adquirió sin considerar que el vendedor haya transferido acciones que recibió en préstamo.
- Corredor de Bolsa: Es el intermediario de valores que actuando por cuenta propia o por cuenta de sus clientes efectúa el préstamo y/o la venta corta de acciones, quedando personalmente obligado con su cliente y con el corredor contraparte al cumplimiento de

las obligaciones que generen estas operaciones, entendiéndose por corredor prestamista al que representa al prestamista y por corredor prestatario al que representa al prestatario.

Estos también tendrán a su cargo la constitución de las garantías en la Bolsa y el ejercicio de todos los derechos a favor del prestamista, según corresponda.

- Bolsa de Comercio de Santiago: Actuará y resolverá a través de sus respectivos órganos, en casos de conflictos entre corredoras de bolsa acerca del préstamo de acciones, de la suficiencia de garantías o sobre el cumplimiento de las demás disposiciones relevantes.

La Bolsa además tiene funciones autorregulatorias y de vigilancia en las operaciones de venta corta y préstamo de acciones que tienen por objeto verificar que todas las operaciones se lleven a cabo de acuerdo a las normas y reglamentos vigentes.

- Préstamo o Mutuo de Acciones: Es el contrato por el cual el prestamista transfiere al prestatario una determinada cantidad de acciones y en que el prestatario se obliga a restituir igual cantidad de acciones del mismo emisor y serie.
- Prima: Corresponde al costo que paga el prestatario por el préstamo de acciones.
- Posición Corta: Es el monto correspondiente a la suma del valor de los títulos obtenidos en préstamo que se encuentran vigentes. El valor de los títulos se determinará multiplicando la cantidad de acciones objeto del préstamo por su precio medio, correspondiendo éste al precio promedio ponderado por el número de unidades de las transacciones efectuadas en ese título durante el día, sean éstas con condición de liquidación contado normal (CN), pagadero hoy (PH) o pagadero mañana (PM).
- Premio: Corresponde al beneficio o remuneración que se paga al prestamista por las acciones prestadas.

Por lo tanto, se entiende por **venta corta de acciones**, la venta en rueda de acciones cuya liquidación se efectúa con acciones obtenidas en préstamo.

Toda operación de venta corta que sea realizada en Bolsa, ya sea efectuada por cuenta de un corredor o de terceros, deberá ser identificada como tal.

Para efectuar una venta corta el corredor deberá solicitar el préstamo de las acciones para que su transferencia se realice el día de la liquidación de la venta corta, y requerir del cliente las garantías en una cantidad suficiente para satisfacer las condiciones establecidas en la reglamentación vigente.

Las ventas cortas se podrán realizar sólo en aquellas acciones que expresamente autorice el Directorio de la Bolsa. Estas acciones se seleccionarán de acuerdo a su presencia bursátil, número de negocios, volumen de operaciones, comportamiento de precios y solvencia del emisor.

Las operaciones de venta corta se realizarán en el Telepregón durante el horario de negociación de este sistema.

El pago del precio, la entrega de las acciones y la tramitación del traspaso en las ventas cortas se efectúan del mismo modo que se realizan las operaciones en acciones.

Por otra parte, el **préstamo de acciones** corresponde a la transferencia de acciones que el prestamista hace al prestatario, con los objetos de que este último pueda: liquidar oportunamente la venta corta de acciones que efectúe; o restituir las acciones al prestamista ante una liquidación anticipada. El corredor prestatario estará obligado a restituir al corredor prestamista, al vencimiento del plazo establecido, igual cantidad de acciones del mismo emisor y serie. Además, el corredor prestatario estará obligado a pagar la prima convenida y el producto de las variaciones de capital que hubieren generado las acciones durante la vigencia del préstamo. Al mismo tiempo, el corredor prestamista deberá entregar las acciones, las variaciones de capital y el premio convenido al prestamista.

El préstamo no podrá tener una duración superior a 360 días corridos. Sin embargo, el plazo de un préstamo de acciones no podrá superar los tres días hábiles bursátiles, ni podrá ser renovado, cuando dicho préstamo haya sido obtenido con el sólo objeto de liquidar oportunamente una operación, debido a que el corredor momentáneamente no cuenta con los títulos necesarios para perfeccionarla. Este préstamo de acciones será identificado como “Préstamo Administrativo de Acciones”, debiendo el corredor informar a la Bolsa las causales que motivan la solicitud de dicho préstamo.

Sólo podrán ser objeto de préstamo las acciones que estén acreditadas como propiedad del prestamista al momento de concertarse el préstamo.

La transferencia de las acciones objeto del préstamo podrá efectuarse en la misma fecha de la concertación del préstamo y, a lo más, el día de liquidación de la operación de venta corta, con el propósito de cumplir de manera oportuna con la liquidación de dicha operación.

El préstamo de acciones deberá realizarse dentro o fuera de rueda entre dos corredores que pueden actuar por cuenta propia o ajena o, entre el cliente con su corredor.



4.6.4. Opciones ³⁰

Los mercados de opciones de la Bolsa consisten en la negociación de contratos de opciones estandarizados sobre activos subyacentes en sus sistemas, los que serán compensados y liquidados en una contraparte central, conforme a lo definido en sus respectivas normas de funcionamiento.

³⁰ Esta sección utilizó contenidos del Reglamento General de los Mercados de Opciones de la Bolsa de Santiago.

Los corredores de bolsa podrán participar de los mercados de opciones de la Bolsa operando contratos de opciones por cuenta propia o por cuenta de terceros, en la medida que se encuentren autorizados por las respectivas contrapartes centrales para participar como Agentes Liquidadores o Agentes Liquidadores Indirectos en la compensación y liquidación de instrumentos derivados. Además, en la medida que deseen operar contratos con modalidad de liquidación física, deben estar autorizados por una contraparte central para participar como Agentes Liquidadores o Agentes Liquidadores Indirectos en la compensación y liquidación de órdenes de compensación del activo subyacente de dicho contrato.

Principales términos utilizados ³¹

- **Activo subyacente:** Corresponde al valor mobiliario, activo financiero, índice de referencia o bien físico en función del cual o los cuales se realizan contratos de instrumentos derivados. Los activos subyacentes sobre los cuales se podrán realizar operaciones de contratos de opciones deberán ser susceptibles de ser compensados y liquidados en una contraparte central, según lo definido en sus normas de funcionamiento.
- **Cierre de posición:** Operación donde el titular de un contrato de opciones efectúa una venta de un contrato de la misma serie, o el lanzador de un contrato de opciones efectúa una compra de un contrato de una misma serie. Esta transacción compensa total o parcialmente la posición previa del titular o lanzador.
- **Comitente:** Persona natural o jurídica que celebre contratos de instrumentos derivados a través de un corredor de bolsa autorizado para participar como Agente Liquidador o Agente Liquidador Indirecto en la contraparte central que compense y liquide dichos contratos. Para todo efecto, se entenderá que la contraparte central sólo mantendrá relación con un Agente Liquidador o Agente Liquidador Indirecto, y que en ningún caso el Comitente tendrá facultades para compensar y liquidar sus operaciones directamente en una contraparte central.
- **Contraparte central:** Sociedad administradora que compensa y liquida órdenes de compensación de instrumentos derivados, constituyéndose en acreedora y deudora de los derechos y obligaciones que deriven de tales órdenes, según lo establecido en la Ley N° 20.345.
- **Contrato de opciones:** Contrato estandarizado a través del cual el titular o comprador adquiere a un precio denominado prima, el derecho de vender o comprar un número determinado de unidades de un activo subyacente previamente definido y debidamente caracterizado a un precio prefijado o precio de ejercicio.

³¹ Definiciones obtenidas del Reglamento General de los Mercados de Opciones de la Bolsa de Santiago.

- Contratos abiertos: Corresponde al número total de contratos de opciones de compra y al número de contratos de opciones de venta registrados en una contraparte central, según lo definido por la contraparte central en sus normas de funcionamiento.
- Contratos abiertos netos: Corresponde a la diferencia resultante entre los contratos abiertos de compra y los contratos abiertos de venta, según lo definido por la contraparte central en sus normas de funcionamiento.
- Contratos transados: Número de contratos negociados en los sistemas de negociación de la Bolsa.
- Ejercicio (de un contrato de opciones): Instrucción definida por la contraparte central en sus normas de funcionamiento.
- Estilo del contrato de opciones: Corresponde al momento en que el contrato de opciones permite a su tenedor ejercer su derecho, según lo definido por la contraparte central en sus normas de funcionamiento. Si solo lo permite en el último día de periodo se clasificará como opción europea, mientras que si se puede ejecutar en cualquier momento del periodo de vigencia se clasificará como opción americana.
- Grado del dinero: Relación entre el precio de ejercicio del contrato de opciones y el precio del activo subyacente en el mercado contado en una fecha determinada:
 - i. En el dinero (at the money): Cuando el precio de ejercicio del contrato de opciones es igual al precio del activo subyacente en el mercado contado.
 - ii. Dentro del dinero (in the money): En el caso de un contrato de opciones de compra, el precio de ejercicio del contrato de opciones es menor al precio del activo subyacente en el mercado contado. En el caso de un contrato de opciones de venta, el precio de ejercicio del contrato de opciones es mayor al precio del activo subyacente en el mercado contado.
 - iii. Fuera del dinero (out of the money): En el caso de un contrato de opciones de compra, el precio de ejercicio del contrato de opciones es mayor al precio del activo subyacente en el mercado contado. En el caso de un contrato de opciones de venta, el precio de ejercicio del contrato de opciones es menor al precio del subyacente en el mercado contado.
- Instrumento derivado: Se entenderá por instrumento derivado al concepto de “derivado” definido en el artículo 2 de la Ley N° 20.544. lo que incluye futuros, forwards, swaps y opciones, entre otros.
- Lanzador: Persona natural o jurídica que, a través de los sistemas de negociación autorizados, se obliga a comprar o a vender el activo subyacente especificado en el

contrato de opciones, en la medida que se le notifique el ejercicio del contrato de opciones respectivo, dentro del plazo y demás condiciones definidas en las especificaciones del contrato. El lanzador se hará acreedor de la prima del contrato de opciones correspondiente, por concepto de la venta del contrato de opciones respectivo.

- Lote padrón del contrato: Corresponde al número de unidades del activo subyacente que contiene o al cual se refiere un contrato de opciones.
- Modalidad de ejercicio: El ejercicio de los contratos de opciones podrá realizarse de manera automática o manual, según lo dispuesto en las especificaciones de cada contrato de opciones:
 - i. Ejercicio automático de opciones: Proceso mediante el cual la contraparte central ejerce de manera automática, en nombre del titular de los contratos de opciones, el día de su vencimiento, en la medida en que los contratos de opciones posean un valor intrínseco positivo.
 - ii. Ejercicio manual de opciones: Proceso mediante el cual el titular de los contratos de opciones notifica su intención de ejercer los mismos a la entidad de contraparte central respectiva.
- Modalidad de liquidación: Modo de extinguir las obligaciones que emanan del ejercicio de un contrato de opciones mediante una entidad de contraparte central. La modalidad de liquidación puede ser física o financiera:
 - i. Liquidación física: Extinción de las obligaciones que emanan del ejercicio de un contrato de opciones que requiere de la entrega del activo subyacente al precio de ejercicio pactado.
 - ii. Liquidación financiera: Extinción de las obligaciones que emanan del ejercicio de un contrato de opciones al liquidar en efectivo las ganancias y pérdidas generadas por el diferencial entre el precio de ejercicio del contrato de opción y el precio en el mercado contado del activo subyacente.
- Nemotécnico: Código de identificación bursátil para un valor financiero e instrumento derivado, que en el caso de contratos de opciones incorpora información relativa al activo subyacente, año y mes de vencimiento, tipo de contrato de opciones (contrato de opciones de compra o de venta) y precio de ejercicio del contrato.
- Posición corta: Aquella parte involucrada en la transacción que vende o lanza el contrato de opciones.

- Posición larga: Aquella parte involucrada en la transacción que compra o adquiere el contrato de opciones mediante el pago de una prima.



- Precio de Ejercicio: Precio al que debe efectuarse la compra o la venta del activo subyacente definido en el contrato de opciones, en caso de que el contrato respectivo sea ejercido por el titular del mismo.

- Precio del mercado contado: Precio o valor del activo subyacente de un contrato de opciones en el mercado contado en el cual se transa.

- Prima o precio del contrato de opciones: Precio al cual se transa (compra o vende) un contrato de opciones.

- Serie de opciones: Corresponde a todos aquellos contratos de opciones de un mismo tipo y estilo, relativas a un mismo activo subyacente, que tienen la misma fecha de vencimiento, lote padrón y precio de ejercicio, y que son liquidadas en la misma contraparte central.
- Telepregón: Sistema de negociación electrónico de la Bolsa que permite el ingreso de ofertas de compra y venta de instrumentos de renta variable y derivados, las cuales son calzadas automáticamente con criterio de mejor precio y orden cronológico de las ofertas compatibles.
- Telerenta: Sistema de negociación electrónico de la Bolsa que permite el ingreso de ofertas de compra y venta de instrumentos de renta fija, intermediación financiera y derivados, las cuales son calzadas automáticamente con un criterio de mejor precio y orden cronológico de las ofertas compatibles.
- Tipo de contrato de opciones: Corresponde al derecho que otorga al titular del contrato de opciones:
 - i. Contratos de opciones de compra (call): Contrato que otorga a su titular el derecho a comprar un determinado activo subyacente, en una fecha futura, a un precio de ejercicio previamente pactado.
 - ii. Contratos de opciones de venta (put): Contrato que otorga a su titular el derecho a vender un determinado activo subyacente, en una fecha futura, a un precio de ejercicio previamente pactado.

- Valor intrínseco: En el caso de un contrato de opciones de compra, corresponde al mayor valor entre el excedente del precio del mercado contado del activo subyacente sobre el precio de ejercicio y cero. En el caso de un contrato de opciones de venta, es el mayor valor entre el excedente del precio de ejercicio sobre el precio del mercado contado del activo subyacente y cero.
- Vencimiento: Corresponde a la fecha de expiración de los derechos y obligaciones emanadas de un contrato de opciones.

Se podrán negociar contratos de opciones sobre activos subyacentes correspondientes a:

- i) Instrumentos de renta fija e instrumentos de intermediación financiera.
- ii) Monedas extranjeras.
- iii) Índice de Precios al Consumidor (IPC).
- iv) Unidad de Fomento (U.F.).
- v) Acciones, índices de acciones, ETF's y Cuotas de Fondos de Inversión.
- vi) Contratos de futuros susceptibles a ser compensados y liquidados en una contraparte central.

4.6.5. Forwards (Derivados) ³²

Los contratos forwards son un tipo de contrato de derivado que se utiliza comúnmente para cubrir los riesgos de mercado, y eventualmente podrían ser atractivos para inversionistas dispuestos a asumir riesgos a cambio de una probable ganancia.

Una parte se compromete a comprar y la otra a vender, en una fecha futura, un monto o cantidad acordado del activo que subyace al contrato, a un precio que se fija en el presente. Este tipo de contratos no se transan en bolsa, sino que en mercados extrabursátiles denominados OTC (Over the counter).

Uno de los objetivos para contratar un forward es proteger al activo que subyace al contrato de una depreciación o una apreciación si fuese un pasivo.

Los activos que subyacen a un contrato forward pueden ser cualquier activo relevante cuyo precio fluctúe en el tiempo (ej. monedas, cuotas de fondos de inversión, unidades de reajuste y tasa de interés).

La finalidad de los contratos forwards es que las partes comprometidas con el contrato, que están expuestas a riesgos opuestos, puedan mitigar el riesgo de fluctuación del precio del activo, y de esta forma estabilizar sus flujos de cajas.

³² Esta sección incluye contenidos del portal de educación financiera CMF Educa www.cmfchile/educa

Las partes involucradas deben suscribir un contrato estipulando la fecha de vencimiento, el precio previamente pactado, la modalidad de entrega, el monto involucrado y la información de la parte vendedora o compradora. Los contratos pueden estar expresados en moneda nacional (peso chileno), en moneda extranjera o en UF.

La liquidación del contrato puede efectuarse en común acuerdo de las partes, en forma anticipada o a su vencimiento.

Existen dos modalidades de liquidación:

- Entrega física: al vencimiento del contrato se produce el intercambio físico por montos equivalentes de los activos subyacentes, de acuerdo con el precio forward que pactaron las partes.
- Compensación: consiste en una compensación por la diferencia producida entre el precio pactado y el precio referencial de mercado estipulado en el contrato. Ésta es la de más común uso en Chile.

4.7. Ahorro previsional (APV) ³³

El Ahorro Previsional Voluntario (APV) es un mecanismo de ahorro que permite a las personas dependientes e independientes, ahorrar por sobre lo cotizado obligatoriamente en su Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

Existen tres alternativas de APV:

- 1) Cotizaciones Voluntarias. Sólo las AFP pueden ofrecer esta alternativa.
- 2) Depósitos de Ahorro Previsional Voluntario
- 3) Depósitos Convenidos.

El sistema de Ahorro Previsional Voluntario permite que, mediante un esfuerzo de ahorro adicional al que la ley exige, los trabajadores afiliados a las AFP y los imponentes de alguno de los regímenes previsionales administrados por el Instituto de Previsión Social (IPS), mejoren el monto de su futura pensión o adelanten la fecha de su jubilación.

Para realizar este ahorro se ofrecen varias alternativas de planes en los cuales invertir e instituciones donde poder realizarlo, como cuotas de fondos mutuos, seguros de vida con APV, cuotas de fondos de inversión, entre otras.

Los trabajadores que opten por efectuar cotizaciones voluntarias, depósitos de ahorro previsional voluntario o depósitos convenidos, deberán manifestar su voluntad en la Entidad



³³ Esta sección incluye contenidos del portal de educación financiera CMF Educa www.cmfchile/educa

elegida o ante un representante o persona autorizada por aquélla, mediante la suscripción del formulario denominado " Selección de Alternativas de Ahorro Previsional Voluntario".

También deberán suscribir dicho formulario quienes deseen traspasar parte o la totalidad de sus recursos originados en cotizaciones voluntarias, depósitos de ahorro previsional voluntario o depósitos convenidos a las AFP o Institución Autorizada que desee.

Los recursos acumulados por los trabajadores en las AFP o Instituciones Autorizadas, por concepto de cotizaciones voluntarias y depósitos de ahorro previsional voluntario podrán ser retirados o traspasados, total o parcialmente, a cualquiera de las AFP o Instituciones Autorizadas.

El trabajador o pensionado que decida efectuar el retiro total o parcial de fondos deberá llenar una "Solicitud de Retiro" en cualquier agencia de la correspondiente Entidad, en que mantenga depositados sus recursos, presentando su cédula nacional de identidad. La que también podrá efectuarse mediante el uso de Internet, según lo autorice el Organismo Fiscalizador correspondiente.

Los planes de ahorro de APV pueden ser ofrecidos por las AFP e Instituciones Autorizadas, esto es, Compañías de Seguros, Administradoras General de Fondos, Corredores de Bolsa, Agentes de Valores y Bancos.

Cuando el trabajador presente solicitud de pensión en su AFP, deberá indicar a ésta, las AFP y las Instituciones Autorizadas en las cuales mantiene recursos originados en depósitos convenidos y, a su vez, señalar aquellas desde las cuales desea traspasar recursos (cotizaciones voluntarias, depósitos de APV y depósitos de APVC) para pensionarse y sus respectivos montos. Asimismo, la AFP deberá solicitar a las Instituciones Autorizadas o Administradoras de Fondos de Pensiones indicadas por el trabajador los recursos, utilizando el formulario "Selección de Alternativas de Ahorro Previsional Voluntario"

4.8. Títulos representativos de Facturas ³⁴

Emisión de Títulos:

- La Bolsa sólo emitirá Títulos sobre aquellas Facturas que cumplan todos y cada uno de los requisitos necesarios para ser admitidas a transacción en la Bolsa de conformidad a la normativa interna de la misma. Los Títulos serán emitidos en forma electrónica.
- Las Facturas objeto de la titularización no podrán encontrarse afectas a gravámenes, prohibiciones, embargos o limitaciones al dominio de cualquier especie.
- Será responsabilidad del Corredor que desee transar Títulos representativos de Facturas, previo al ingreso de las mismas a la custodia de la Bolsa, verificar el cumplimiento de todos los requisitos y condiciones requeridos.

³⁴ Esta sección incluye contenidos del Manual de Títulos Representativos de Facturas de la Bolsa de Productos.

- Las facturas comprenden indistintamente las copias cedibles de facturas físicas o facturas electrónicas, otorgadas conforme las normas y procedimientos establecidos en la Ley N° 19.983, que Regula la Transferencia y Otorga Mérito Ejecutivo a Copia de la Factura y su Reglamento, así como las guías de despacho o cualquier otro documento tributario, físico o electrónico, que en conjunto con la factura misma representen el crédito cedible.
- Las Facturas asociadas a los Títulos deberán encontrarse en custodia de la Bolsa.
- La custodia de Facturas por la Bolsa se entiende para todos los efectos que incluye a la custodia que ésta realice a través de las Entidades de Custodia.
- En la solicitud para la emisión de Títulos sobre Facturas, el Corredor deberá señalar precisamente y en conformidad a la reglamentación que al efecto haya establecido la Bolsa, al menos lo siguiente:
 - a) La unidad o tipo de reajustabilidad aplicable a los Títulos, en los casos que corresponda;
 - b) Valor del Título respectivo; y
 - c) Fecha de vencimiento del o los Títulos
- Los Títulos sobre Facturas serán nominativos, emitiéndose a nombre del Titular.
- Los Títulos sólo serán entregados materialmente cuando el Titular lo solicite, previa impresión de los mismos por la Bolsa.
- Los Títulos serán firmados por el presidente del directorio y el Gerente General de la Bolsa, o por las personas que hagan sus veces.
- La Bolsa entregará los referidos Títulos dentro del plazo máximo de cinco días hábiles bursátiles contados desde la fecha de recepción de la solicitud respectiva.
- La Bolsa podrá emitir Títulos individuales en que se reúnan dos o más Facturas con una misma fecha de vencimiento y con similares características de reajustabilidad. En estos casos, un mismo Título podrá reunir facturas con distintos pagadores o garantizadores, siempre que cuenten con similar calidad crediticia u otras condiciones o características comunes que al efecto defina la Bolsa mediante Circular. En estos casos, la Bolsa distinguirá estos Títulos con un código nemotécnico



especial, de manera que los inversionistas identifiquen antes de su transacción en Bolsa, que se trata de Títulos cuyo subyacente está constituido por dos o más Facturas.

- Los Títulos que representen Facturas en las que se haya pactado alguna unidad o tipo de reajustabilidad, como la variación de la Unidad de Fomento (UF) o moneda extranjera, solamente podrán agrupar Facturas que cuenten con la misma unidad de reajuste, y deberán ser emitidos expresando tal condición. La unidad de reajustabilidad constará en el código nemotécnico de los Títulos.
- La Bolsa podrá emitir respecto de una misma Factura, dos o más Títulos, a objeto de facilitar su colocación en el mercado. En estos casos, la Bolsa distinguirá estos Títulos con un código nemotécnico especial, de manera que los inversionistas identifiquen antes de su transacción en Bolsa, que se trata de Títulos cuyo subyacente está constituido por una sola Factura.
- La Bolsa podrá emitir Títulos cuyo subyacente esté constituido por Facturas con Garantía. Esta circunstancia se indicará en el código nemotécnico respectivo, como asimismo en el respectivo Título que se emita. No podrán emitirse Títulos que representen, conjuntamente, Facturas con y sin garantía.
- En caso de ser varias Facturas con garantía objeto de un mismo Título, dicha garantía deberá ser la misma y de un mismo garantizador para todas las Facturas.

Transacciones

- La cotización y transacción de Títulos sobre Facturas en Bolsa se efectuará en base a tasas de descuento, en algunas de las modalidades de transacción contempladas en el Manual de Operaciones. Los sistemas de información de la Bolsa permitirán a los Corredores identificar al pagador o al garantizador asociado a los Títulos a negociar.
- La adquisición de Títulos Representativos de Facturas, sólo podrá ser efectuada por inversionistas que hayan acreditado ante el Corredor de que se trate y a satisfacción de éste, que cumplen los requisitos para considerarse Inversionistas Calificados en los términos que establezca la Comisión para el Mercado Financiero mediante norma de carácter general o circular.
- La Liquidación de la Operaciones con Títulos sobre Facturas se regirá por las normas y procedimientos establecidos en el Manual de Operaciones de la Bolsa de Productos.
- El pago del Título cuyo subyacente corresponda a Facturas con Garantía, se efectuará conforme a lo dispuesto en las letras a), b) y c) del artículo 11 del Manual de Operaciones con Facturas, según corresponda.

4.9. Repos de Productos Agropecuarios ³⁵

Respecto de esta materia, es necesario conocer los siguientes conceptos:

- Almacén o Almacenes: Se refiere a los Almacenes Generales de Depósito contemplados en la Ley N°18.690.
- Certificado o Certificados: Se refiere a los certificados de depósito de productos emitidos por Almacenes, conjuntamente con sus respectivos vales de prenda, cuando corresponda.
- Cierre de Operación: Es la instancia en que una operación queda convenida, de acuerdo a los sistemas y normas establecidas por la Bolsa de Productos, obligándose las partes a cumplirla en las condiciones estipuladas.
- Entidades Certificadoras: Aquellas entidades encargadas de la certificación de conformidad de los productos que se transen en la Bolsa con los padrones establecidos en el Registro de Productos, de conformidad con el Reglamento de Registro de Entidades Certificadoras de la Bolsa.
- Lote Padrón: Se refiere a la cantidad estándar de producto representada en los Títulos emitidos por la Bolsa, expresada en unidades físicas de medida u otra unidad o monto.
- Productos Agropecuarios: bienes físicos que provengan directa o indirectamente de la agricultura, ganadería, silvicultura, actividades hidrobiológicas, apicultura o agroindustria, o cualquier otra actividad que pueda ser entendida como agropecuaria, de acuerdo a otras normas nacionales o internacionales, así como los insumos que tales actividades requieran.



Negociación de Productos Agropecuarios

- Las transacciones de Productos Agropecuarios realizadas por los Corredores en los sistemas habilitados por la Bolsa

involucren la entrega material o ficta de los mismos contra la obligación de pago de la respectiva operación.

- Los productos que deseen transarse deben contar con sus respectivos padrones de Productos Agropecuarios los cuales deben permitir identificar, describir, categorizar y clasificar adecuada y suficientemente el Producto Agropecuario cuya inscripción se solicita, sobre la base de parámetros de carácter técnico y de comercialización que serán establecidos mediante Circular.
- Los productos agropecuarios admitidos a cotización serán transados en Bolsa en los sistemas de negociación regulados en el Manual de Operaciones de la Bolsa de Productos.
- Las ofertas de venta que ingresen los Corredores que transen Productos Agropecuarios en los sistemas de negociación de la Bolsa, deberán incluir una condición o referencia en relación a si éstos se encuentran o no depositados en un Almacén, con el objeto de que el Corredor comprador conozca tal situación previa a la transacción.
- Las ofertas de compra y de venta de Productos Agropecuarios que los Corredores ingresen en los sistemas de negociación de la Bolsa, deberán incluir una condición o referencia a la zona o área en que deberá efectuarse su entrega por el Corredor vendedor.
- Las ofertas de compra y de venta de productos que los Corredores ingresen en los sistemas de negociación de la Bolsa, deberán indicar si dichas ofertas de compra y venta requerirán o no de la certificación de conformidad de los Productos Agropecuarios que se transen en la Bolsa con los padrones inscritos en el Registro de Productos.
- Las operaciones sobre Productos Agropecuarios se realizarán bajo la modalidad de entrega y pago contado o bien bajo la modalidad de entrega y pago a plazo, conforme las normas contenidas en el Manual de Operaciones a Plazo (OP), Repos y sus Garantías.
 - i. OP= corresponden a transacciones de Productos, en que las partes acuerdan diferir la liquidación de la misma a una fecha determinada, la que será siempre posterior a la fecha determinada por la condición de liquidación N (Normal) para el Producto respectivo.
 - ii. Repos = Operaciones compuestas por una Venta o Compra Contado y por una Compra o Venta a Plazos, esto es, una operación de compra o venta de productos realizadas en condición de liquidación pagadera hoy (PH), pagadera mañana (PM) o normal (N) conjunta y respectivamente con una

operación de compra o venta a plazo de los mismos, configurándose una sola operación indivisible)

- En las operaciones con Productos Agropecuarios que se realicen en la Bolsa, las cantidades de producto transado sólo podrán expresarse en aquellas unidades de medida que haya determinado el directorio de la Bolsa mediante Circular para cada producto. Asimismo, dichas cantidades constituirán siempre múltiplos del Lote Padrón que al efecto haya establecido el Directorio mediante Circular. Dichas unidades de medida y Lotes Padrón obedecerán siempre a criterios técnicos y comerciales vigentes y de uso habitual en el sector agropecuario al que pertenece el respectivo producto, así como a la costumbre nacional e internacional sobre la materia.

Liquidación

- La liquidación de las transacciones de Productos Agropecuarios, se entenderá realizada cuando el vendedor efectúe, a satisfacción del comprador, la entrega material o ficta de los productos objeto de negociación en la forma, zona y condiciones que las partes hubiesen convenido y el comprador realice el pago del precio acordado.
- Tratándose de Productos Agropecuarios cuyo almacenamiento conste en Certificados, la entrega de los productos será efectuada mediante el debido endoso en dominio al comprador, de el o los certificados de depósito y su respectivo vale de prenda, si así lo hubieren convenido las partes al momento del cierre de la operación, lo que deberá ser informado a la Bolsa.
- Los precios de transacción tendrán como referencia una o más zonas o áreas de entrega que el Directorio determinará para cada Producto Agropecuario mediante Circular. La entrega material de los productos transados se realizará en el lugar específico que el comprador determine, siempre dentro de la zona o área que se haya indicado en la oferta de venta respectiva.

Certificación:

- La certificación de conformidad de los Productos Agropecuarios que se transen en esta Bolsa con los padrones inscritos en el Registro de Productos, en los casos que corresponda, deberá ser realizada por Entidades Certificadoras.
- No será necesaria la certificación de conformidad de los productos agropecuarios que vayan a ser transados en la Bolsa, cuando las partes que intervienen en la negociación así lo hubieren acordado expresa y previamente. Para estos efectos la Bolsa,

mediante Circular, permitirá que en sus sistemas de transacción las ofertas ingresadas por los corredores puedan incorporar como condición de negociación la circunstancia de que los productos objeto de la oferta se encuentran sin la certificación de conformidad antes señalada.

5. Otros conceptos relevantes

5.1. Variaciones de capital: dividendos, emisiones, canjes y otros

Las variaciones de capital, que corresponde a todos aquellos eventos que implican movimientos en el patrimonio de una empresa, afectan el precio de cierre de los instrumentos financieros de renta variable emitidos por dicha empresa.

Por lo tanto, los precios de cierre serán ajustados por variaciones de capital (repartos, emisiones de pago y liberadas, canjes, división de sociedades, etc.) con el fin de que éstos reflejen similar proporción en relación al valor patrimonial de la acción, antes y después de producido el movimiento de capital. Dichos ajustes se efectuarán el día siguiente hábil bursátil de la fecha en que se determine qué

accionistas tienen derecho al beneficio (fecha límite). La fecha límite corresponde al quinto día hábil anterior a la fecha que se inicia la distribución del beneficio respectivo.³⁶

Conforme a lo establecido en la Ley 18.046, en las transacciones que se realicen hasta el quinto día hábil anterior (fecha límite), inclusive, a la fecha de pago o entrega de los beneficios otorgados por las sociedades a sus accionistas, el comprador tendrá derecho a los mismos.

En virtud de lo anterior, el corredor vendedor es responsable ante el corredor comprador del pago de los dividendos o repartos anunciados y, de entregar el traspaso correspondiente cuando se trate de emisión liberada, emisión de pago, división de sociedad o algún otro derecho que requiera o no de una opción por parte del accionista.

Operaciones a plazo

En el caso de compras a plazo, a contar de la fecha de transacción, el comprador tendrá derecho a todos los beneficios que otorgue el título, respondiendo el corredor vendedor ante el corredor comprador de la entrega de los beneficios producidos con posterioridad a la fecha de transacción y hasta que las acciones sean efectivamente traspasadas.

Préstamos de acciones

Por otro lado, en el caso de préstamos de acciones, el prestamista mantiene el derecho a recibir los beneficios y variaciones de capital que otorguen las acciones prestadas,



³⁶ Manual de precios de cierre de la Bolsa de Santiago

respondiendo el corredor prestatario ante el corredor prestamista de la entrega de los beneficios producidos con posterioridad a la fecha de otorgamiento del préstamo y hasta que las acciones sean efectivamente devueltas. Por consiguiente, durante dicho periodo el prestamista tiene derecho a las siguientes variaciones de capital: dividendos, devoluciones o repartos de capital, emisión liberada, dividendos optativos, rescate opcional de acciones de la propia emisión, opciones preferentes de suscripción, canje de acciones y fusión o división de una sociedad.

5.2. Índices bursátiles: Interpretaciones, Benchmark

Los índices bursátiles son un Instrumento de los Mercados para seguir la evolución del conjunto de las acciones cotizadas. La mayor parte de los índices se constituyen con una selección de acciones que pretenden representar a la totalidad.

Los índices bursátiles son una referencia (benchmark) cada vez más importante para los gestores de cartera. Lo son también en la oferta de nuevos productos, sobre todo en depósitos y fondos.

Para calcular estos índices, algunos tienen en cuenta la capitalización bursátil (valor de cotización por el número de acciones) para asignar a cada título un peso dentro del índice. Por lo tanto, la subida o bajada de un valor importante tiene mayor repercusión en el índice. Es el caso del IBEX 35 o el CAC 40 de la Bolsa de París.

En otros casos como el NIKKEI de la Bolsa de Tokio, el índice es el resultado de una suma aritmética de la evolución de las cotizaciones. En este último caso, la evolución de un gran valor significará para el índice lo mismo que si se tratara de uno más pequeño.

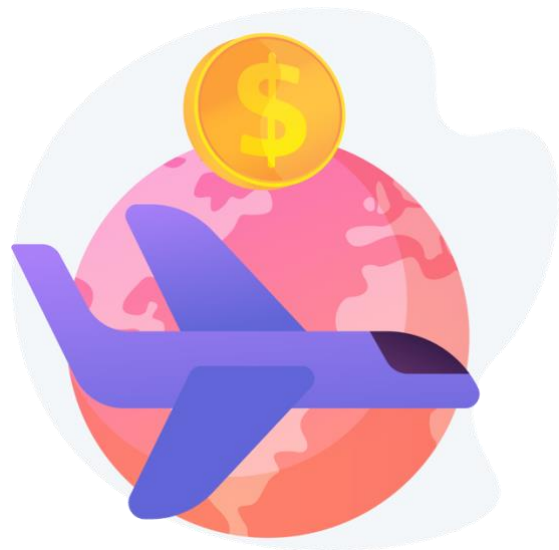
Estos índices sirven para medir el comportamiento del mercado al que representan y compararlo con la evolución de un valor o una cartera de valores determinada. Algunos se han utilizado también para la creación de productos derivados.

Algunos de los índices más importantes son:³⁷

- El Standard & Poor's 500 (EE.UU.): Se calcula mediante la media aritmética ponderada por capitalización, compuesta por 500 empresas representativas. Las empresas que representan el índice son las más robustas e importantes de la economía americana, entre ellas, podemos destacar a Amazon, Blackrock, Caterpillar, Coca-Cola, Cisco, Apple, General Electric, IBM, JP Morgan, Mcdonald's, Microsoft, Pfizer, Verizon, Walt Mart Stores, Yahoo, Visa y otras muchas más compañías importantes a nivel internacional.
- El Dow Jones (EE.UU.): Está constituido por las 30 empresas con mayor capitalización bursátil de la Bolsa de valores de New York (NYSE), con excepción de transporte y servicios públicos. Es una media ponderada cuyo valor fluctúa en función del comportamiento de sus componentes.

³⁷ Descripciones de índices obtenidos del sitio web www.economipedia.com

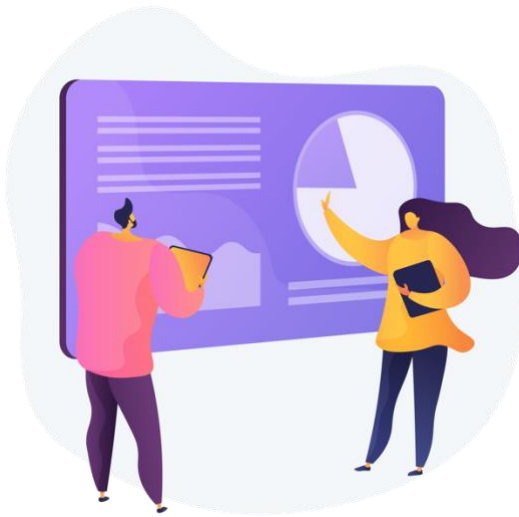
- Nasdaq Composite (EE:UU): El Nasdaq es un índice muy volátil donde se integran las empresas tecnológicas más importantes del mundo. El Nasdaq Composite está compuesto por ocho índices de sectores tales como banca, informática, finanzas, empresas industriales, seguros, telecomunicaciones, transportes.
- Nasdaq 100 (EE.UU): Refleja las 100 empresas tecnológicas más importantes de este mercado, siendo algunas de ellas las más importantes del mundo por capitalización bursátil y volumen de negocio. Entre los sectores que componen el índice podemos destacar al de telecomunicaciones, biotecnología, empresas de software y hardware y el de ventas de comercio tecnológico al por menor y al por mayor.
- Hang Seng (Hong Kong): Está compuesto por las empresas más grandes del mercado chino, representando el 65% del total de la bolsa de valores de China. Las compañías que cotizan en este índice ponderan por capitalización al igual que en la gran mayoría de los índices mundiales.
- Nikkei 225 (Japón): Está compuesto por 225 valores correspondientes a las empresas más grandes y de mayor liquidez que cotizan en la Bolsa de Tokio (escogidos de entre los 450 títulos más líquidos del Primer Mercado). Su cálculo se realiza mediante ponderación de precios y no por capitalización como la mayoría de los índices mundiales.
- Ibex 35 (España): Integra las cotizaciones de las 35 empresas más importantes de España. Es un índice ponderado según la capitalización bursátil de las 35 empresas que lo componen, es decir, las empresas que tienen una mayor capitalización tienen más peso en el índice.
- FTSE 100 (Reino Unido): Se encuentran las 100 empresas de mayor capitalización del Reino Unido. Dentro de las empresas que componen el índice, podemos destacar a Barclays, Unilever, Vodafone, Diageo, BP, etc. Los valores se contabilizan por capitalización, esto es, el precio por acción multiplicado por el número de acciones en circulación.
- CAC 40 (Francia): Integrado por las 40 empresas más grandes y con mayor capitalización de Francia. La mayor peculiaridad que tienen las empresas que componen el índice en cuestión, es que están más internacionalizadas que las del resto de mercados europeos. Aproximadamente, el 45% de sus acciones están en



manos extranjeras, los inversores alemanes son la mayor parte con el 21%, los japoneses, estadounidenses y británicos también poseen una parte importante. Entre algunas de ellas, podemos destacar: Carrefour, Renault, EADS, Bnp Paribas, L'oréal, etc. Comprende todo tipo de sectores tales como el eléctrico, bancario, petrolífero, gas, inmobiliario, farmacéutico, etc.

- DAX 30 (Alemania): incluye 30 empresas de mayor capitalización en Alemania cuyos valores se cotizan en la bolsa de Fráncfort. Entre algunas de las empresas que podemos destacar que componen el índice, tenemos a BMW, Adidas, Bayer, Allianz, etc. El Dax está compuesto por algunas de las empresas más conocidas del mundo sobre todo en el sector automovilístico y químico. Ninguna de ellas puede tener un peso superior al 20% y su composición se revisa anualmente en el mes de septiembre.
- Bovespa (Brasil): Está compuesto por las 50 empresas más líquidas que cotizan en la Bolsa de valores de Sao Paulo. Es un índice de tipo acumulativo, se revisa de forma trimestral y está compuesto por aquellas acciones de las empresas que suponen el 80% del volumen negociado de los últimos 12 meses y que fueron negociados por el 80% de los días que cotizaron. En términos de capitalización bursátil, las empresas emisoras de las acciones que integran la cartera teórica de este índice, son responsables del 70% de la capitalización bursátil de todas las empresas con acciones negociadas en la Bolsa de Sao Paulo.
- IPSA (Chile): El Índice de Precios Selectivo de Acciones, mide las variaciones de precios de 30 compañías más grandes y líquidas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago. La selección de sociedades se efectúa trimestralmente en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. La base del índice se renueva al principio de cada año, tomando el valor 100, el último día hábil del mes de diciembre del año anterior. El índice se construye ponderando el patrimonio bursátil (valor en bolsa) ajustado por el free-float.

5.3. Presencia bursátil



de Chile

La presencia bursátil se refiere al número de días que registra transacción una determinada acción, expresado como porcentaje del número de días hábiles del período calculado.

En NCG 327, la CMF establece los requisitos para que un valor sea considerado de presencia bursátil. Al respecto, dicha normativa señala que se consideran valores de presencia bursátil aquellos que a la fecha de efectuar su determinación:

- a) Estén inscritos en el Registro de Valores
- b) Estén registradas en una bolsa de valores de Chile
- c) Cumplan a lo menos uno de los siguientes requisitos:
 1. Tener un presencia ajustada igual o superior al 25%, esto es, haber tenido transacciones diarias en bolsa de 1.000 UF o más por al menos 45 de 180 días hábiles bursátiles, o
 2. Contar con un Market Maker en los términos y condiciones establecidos en la Norma.

5.4. Free float

El Capital Flotante, también conocido como free float, se refiere al porcentaje del total de acciones de una sociedad que es susceptible de ser negociado habitualmente en bolsa y que no está controlado por accionistas de forma estable. Puede ser empleado como una medida representativa del tamaño del mercado o, lo que es lo mismo, del valor real de todas aquellas acciones que estén libremente disponibles para su negociación por parte de los inversores.³⁸ De esta manera, las acciones destinadas a ser capital flotante proporcionan liquidez a los mercados secundarios además de darles una mayor profundidad.

La fórmula de cálculo del capital flotante es la siguiente:

$$\text{Capital flotante (free float)} = \text{Acciones en circulación} - \text{Acciones restringidas}$$

³⁸ Definición obtenida del sitio web de la Bolsa de Santiago <https://www.bolsadesantiago.com>

Donde:

- Acciones en circulación: Total de acciones en las que está dividido el capital de la empresa.
- Acciones restringidas: Acciones poseídas por los accionistas pertenecientes al grupo dominante (también conocidos como accionistas de control). Estas acciones no se consideran disponibles para la compraventa.

El capital flotante también se usa para elaborar los índices de capitalización ponderada, como es el caso del IPSA. Dependiendo del tramo de capital flotante, la empresa tendrá una mayor o menor ponderación en el índice. Además de lo anterior, también se utiliza para el cálculo de algunos indicadores financieros.

Referencias.

De Gregorio, R. José.(2007). *Macroeconomía: teoría y políticas*

Mankiw, N. G. (2017). Principios de Economía (Séptima Edición).

Loría, E., & Parkin, M. (2010). Microeconomía: versión para Latinoamérica.

Videla Hintze, C. (2007). Problemas sobre Los Estados Financieros.

Peset, G. M., & Palomares, J. (2015). Estados financieros interpretación y análisis. *Madrid: ediciones pirámide.*

Recursos en la Web.

Banco Central de Chile. Compendio de Normas Financieras (CNF)
<https://www.bcentral.cl/web/banco-central/areas/normativas/compendio-de-normas-financieras>

Ministerio de Desarrollo Social de Chile . Matemáticas financieras.
https://academiasni.ministeriodesarrollosocial.gob.cl/pluginfile.php/11324/mod_folder/content/0/Recursos%20de%20Aprendizaje/08%20Matem%C3%A1ticas%20financieras%20%282017%29.pdf?forcedownload=1

Andrés Valenzuela Keller. Costo de Capital Modelo CAPM.
https://www.academia.edu/32992688/Costo_de_Capital_Modelo_CAPM

Manual de Operaciones de Instrumentos de Renta Fija e Intermediación Financiera de la Bolsa de Santiago.

Manual de Operaciones en Acciones de la Bolsa de Santiago.

Manual de Operaciones en Cuotas de Fondos de Inversión y Cuotas de Fondos Mutuos de la Bolsa de Santiago

Reglamento General de los Mercados de Opciones de la Bolsa de Santiago.

https://www.bolsadesantiago.com/normativa_bolsa

Comisión para el Mercado Financiero. Legislación y Normativa.

<https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-propertyname-592.html>

Documentos de IFRS y IAB

<https://www.ifrs.org/>

CAMV

COMITÉ DE ACREDITACIÓN DE
CONOCIMIENTOS EN EL MERCADO DE VALORES



UNIVERSIDAD TECNICA
FEDERICO SANTA MARIA



www.camvchile.cl
Av. Santa María 6400, comuna de Vitacura, Santiago
Contacto
Secretaría CAMV:
+56 2 32028320 - 8321 - 8323 - 8324