

PROPUESTA DE RATIO PARA EL ANÁLISIS DE LAS EMPRESAS DEL RETAIL FINANCIERO CHILENO

PROPOSAL RATIO TO ANALYZE CHILEAN FINANCIAL RETAIL COMPANIES

Humberto Borges Quintanilla¹ e Isabel Torres Zapata²

RESUMEN

Uno de los sectores de mayor desarrollo en las últimas décadas en nuestro país es el retail (Osandón y Tironi, 2013), dicho auge se ha debido principalmente a su modelo de negocio (Amit y Zott, 2001) basado en productos masivos importados a los cuales sus clientes pueden acceder por medio de un sistema de crédito otorgado por las mismas empresas, lo que les ha permitido incrementar sus ventas orientándose hacia los sectores de menores ingresos del país (retail financiero). Para esta investigación hemos determinado una muestra que considera el 80% del mercado de estas empresas (Durán y Kremerman, 2007).

El objetivo, es desarrollar una comparación entre los ratios normales y su efectividad para predecir la solvencia de la empresa, frente a otro ratio que se desarrolla en el contexto de la investigación.

Esta investigación surgió del Peritaje al Caso La Polar, respecto del Comportamiento de las Corredoras de Bolsa (Peña y otros, 2013). A través de él fue posible observar la inutilidad de los ratios convencionales de solvencia, en La Polar una compañía que atravesó uno de los mayores escándalos financieros del mercado chileno en 2010 (Escándalo La Polar). El diseño de esta investigación tiene varias etapas. Primero, fue desarrollado un análisis de ratios en varias compañías como una forma de comparar su posición financiera. Segundo, se propuso un ratio para las empresas del retail financiero chileno (Ratio especial). Tercero, se propusieron dos modelos de investigación. EL modelo 1 describe la influencia de los ratios convencionales en el apalancamiento de las empresas, mientras que el modelo 2 es similar pero agrega el ratio especial. Ambos modelos fueron probados usando Mínimos cuadrados. Debido a lo pequeño de la muestra, en esta investigación se utilizó el software Smart PLS, que permite el análisis cuantitativo en muestras pequeñas.

De acuerdo a los resultados cada empresa muestra distintas situaciones respecto de su solvencia y apalancamiento. Debido a ello es posible concluir que Falabella es la única empresa que muestra una situación consistente en el tiempo (2010 a 2012), mientras que otras empresas requieren un mayor análisis acerca de su solvencia. En conclusión, el modelo 2 que incluye el Ratio Especial, muestra un mejor nivel de explicación del apalancamiento en estas empresas (R cuadrado). En este sentido, el ratio especial en esta industria es un nuevo ratio útil para conocer de mejor manera la posición financiera de las empresas del retail financiero chileno.

Palabras claves: Ratio financiero, Retail financiero, Mínimos cuadrados, La Polar.

1 Director (S) Escuela de Administración y Economía, Universidad Católica Silva Henríquez, Santiago, Chile; e Investigador del Centro Internacional de Investigación en Ciencias de la Contabilidad (C³), Departamento de Contabilidad y Auditoría, Facultad de Administración y Economía, Universidad de Santiago de Chile. Líneas de desarrollo de Investigación: Análisis de Mercado de Capital, Gobierno Corporativo, Normas Internacional de Información Financiera y Activos Biológicos. E-mail: humberto.borges@usach.cl.

2 Académica e Investigadora del Centro Internacional de Investigación en Ciencias de la Contabilidad (C³), Departamento de Contabilidad y Auditoría, Facultad de Administración y Economía, Universidad de Santiago de Chile. Dra. en Desarrollo Económico de la Universität Leipzig, Alemania. Líneas de desarrollo de Investigación: Modelos de Negocios, Finanzas, Desarrollo economic con énfasis en Pymes, internacionalización, transferencia tecnológica e innovación. E-mail: isabel.torres@usach.cl

ABSTRACT

One of the most important developments within the Chilean economy in last few decades is the growth of the retail sector (Ossandón y Tironi, 2013). This is due to its business model (Amit y Zott, 2001) based on imported fast moving consumer goods which can be bought through credit given by the same retail companies. This model has allowed these companies to increase their sales and maintain a customer portfolio, especially focused on people with medium to low incomes (financial retail sector). From these companies, a sample has been chosen which takes into account 80% of the market (Durán y Kremerman, 2007).

The objective of this research is to compare conventional ratios and their ability to predict the financial solvency of a company, against another ratio developed in this research.

This research has emerged from the risk assessment report on the retail company La Polar (Peña et al., 2013). In this report it is possible to note the uselessness of conventional ratios of solvency in La Polar, which led to one of the biggest financial scandals in the Chilean financial market ever in 2010 (The La Polar Scandal). The research design used in this study had several steps. Firstly, a ratio analysis was developed in several companies within the sector as a way of comparing their financial positions. Secondly, a ratio for Chilean financial retail companies was created (*Special Ratio*). And thirdly, two research models were proposed. Model 1 describes the influence of conventional ratios of solvency over leverage in companies, while Model 2 is similar but adds the *Special Ratio*. Both models were tested using Partial Least Square analysis (PLS). Due to the small number of cases in this research, Smart PLS software was used which allows a quantitative analysis of small samples.

According to the results, each company showed different situations with respect to their solvency and leverage. Due to this, it is possible to conclude that Falabella is the only retail company which demonstrates a similar behaviour over time (2010 to 2012), while the other companies require more analysis on their solvency. In conclusion, Model 2, which included the *Special Ratio* shows an improved level of explanation of leverage within these companies (R square). In this sense, the *Special Ratio* in this industry is a useful new ratio for better understanding the financial position of companies within the *Chilean financial retail sector*.

Keywords: Financial ratio, Financial retail, Partial Least Square, La Polar.

Recepción: 27/03/2014. *Aprobación:* 21/9/2014.

INTRODUCCIÓN

En los últimos años el mercado de capitales chileno ha sido golpeado por más de un escándalo financiero, referido a las malas prácticas contables, comerciales y/o legales. Uno de los puntos más criticados que se ha referido son las herramientas de análisis financiero que hemos utilizado durante años, las que no describen la realidad de las empresas o han quedado obsoletas en el tiempo producto del desarrollo de nuevos *modelos de negocios* (Amit y Zott, 2001) inexistentes hasta hace algunas décadas en el país. A lo anterior se suma la irrupción de las NIIF como una nueva forma de expresar los estados financieros de las empresas y sin duda los avances en los sistemas de información que han propiciado la globalización de los mercados.

En Chile se han posicionado muy fuertemente las empresas del retail. Éstas han tenido un crecimiento vertiginoso y han sido ampliamente elogiadas entre los países latinoamericanos, ya que en poco tiempo han logrado un crecimiento tanto en nuestro país y como en el extranjero. Este éxito se debe no sólo por la capacidad de venta en cadenas de tiendas bajo este concepto, sino por haber abierto la posibilidad de otorgamiento de crédito a sus clientes (Capital, 2010).

Desarrollo de la investigación

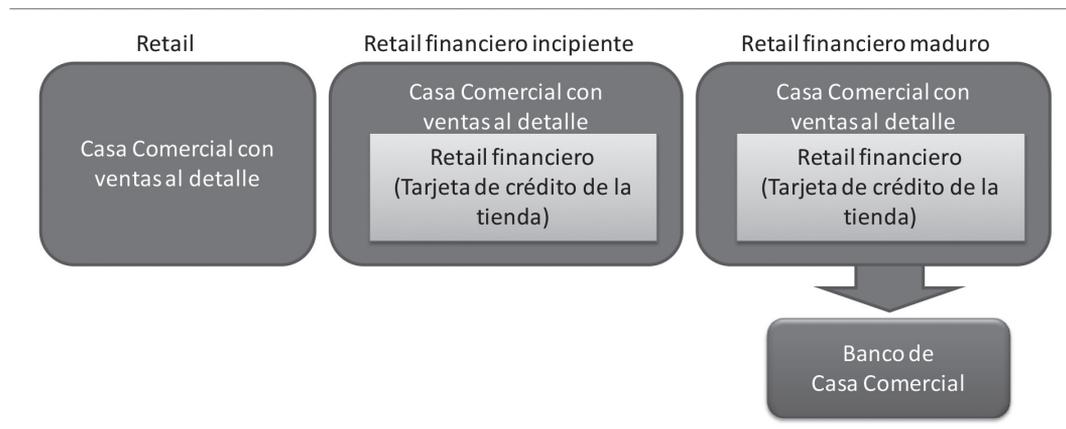
Durante los últimos años hemos presenciado como el análisis de empresas a través de Modelos de Negocios (Amit y Zott, 2001) ha ido ganando terreno. Ello se debe principalmente a dos factores. Primero a la incapacidad de las estra-

tegiás basadas en las ventajas competitivas que primaron entre los administradores de empresas durante los últimos 20 años, de explicar cómo logran las empresas competir o ser exitosas en sus mercados. O bien porque las ventajas genéricas de costos y diversificación dejaron de explicar a muchas empresas que han desarrollado ventajas basados en la tecnología, la innovación, las redes sociales, la especificidad de mercados y servicios. En segundo lugar, a ello se suma el hecho de que el complemento de dichas ventajas genéricas, la planificación estratégica, tampoco logró satisfacer la necesidad de planeación estructurada y mejora en las organizaciones que las empresas de diversos tamaños y rubros requieren (Ricart, 2009). En resumen se requería una visión más flexible, más amplia y a la vez más real de lo que hacen las empresas, por ello los Modelos de Negocios surgen como una forma de dar a conocer lo que la empresa realmente hace, sin tratar de encasillarla en aquello que debería hacer.

Bajo este nuevo paradigma, de alguna forma la gestión empresarial ha buscado nuevos rumbos en el desarrollo del control de gestión. Una primera aproximación a estas estructuras de análisis más flexible y que encaja mejor con la perspectiva de Modelo de Negocios, es el Cuadro de Mando Integral (Kaplan y Norton, 1996). Esta herramienta consta del análisis de cuatro ámbitos considerados fundamentales para medir el desempeño de cualquier empresa: financiero, clientes, aprendizaje y la perspectiva interna del negocio. Basándose en esta herramienta se logra analizar distintos tipos de empresas, enfocándose en elementos críticos a la hora de medir y mejorar su desempeño. En esta misma línea, la administración basada en riesgos (ERMC, 2003) permite analizar a las empresas considerando aquellos aspectos que pueden poner en riesgo la continuidad del negocio. Esta última forma de analizar a las empresas también se adapta a sus características y plantea el análisis de situaciones que pudiesen poner en riesgo la continuidad del negocio. Ambas tendencias de control de gestión son lo suficientemente flexibles como para adaptarse a la visión que las empresas requieren una vez que han definido sus Modelos de Negocios, y que por ende requerirán desarrollar sus propias formas de controlar sus actividades desde una perspectiva de mejora continua.

Cada uno de estos modelos de gestión tiene en el ámbito financiero, una de sus principales fuentes de información, fijando su análisis en los ratios financieros para medir el rendimiento de las empresas, su nivel de endeudamiento, el rendimiento de los activos, las cuentas por cobrar, etc. Bajo esta perspectiva la mayoría de los sectores más consolidados o considerados dentro del ámbito de las grandes empresas siguen siendo analizadas desde un punto de vista financiero con los mismos parámetros que se ha desarrollado en los años 1960s y que hoy en día independientemente de la convergencia hacia NIIF-IFRS siguen siendo válidos (Elliot y Elliot, 2001). Sin embargo, dicha convergencia y la perspectiva de Modelos de Negocios nos impulsa a analizar la necesidad de crear nuevos ratios adaptados hacia ciertos modelos de negocios, así como a considerar la perspectiva de gestión que nos plantean las normas de una manera más clara para determinados sectores de la economía. El modelo de negocio de una empresa o sector requiere que se determine un conjunto de estándares de medición que permita su comparación entre otras empresas del mismo sector o bien para mejorar el control financiero de la empresa internamente y frente a los Stakeholders. En general los ratios son de fácil cálculo, en empresas que cuentan con sistemas de información que permiten contar con los datos de manera periódica y confiable.

En este trabajo se propone desarrollar un conjunto de ratios adecuados a un modelo de negocios consolidado en nuestro país como es el denominado *retail financiero* (www.retailfinanciero.org) como una forma de dar a conocer la importancia que tiene contar con un conjunto claro de ratios que analicen y controlen estas empresas frente a las decisiones que deben tomar los stakeholders, siendo que la particularidad del conjunto de empresas que entregan crédito a sus clientes es que existe un riesgo financiero que va más allá del modelo de venta al detalle que caracteriza a este tipo de empresas (Ver Ilustración 1). Por otra parte, en nuestro país este tipo de empresas ha alcanzado un cierto nivel de madurez respecto del negocio financiero, propiciando que varias de ellas hayan derivado en la creación de bancos.

Ilustración 1. Modelos de negocio respecto del retail financiero en Chile.

Fuente: Elaboración propia / Modelo obtenido en el desarrollo de la investigación.

El desarrollo vertiginoso del retail en nuestro país se debe a que coexisten un modelo de negocios que combina la tienda y la financiera bajo la misma empresa. Lo anterior en términos financieros presenta una serie de riesgos, ya que tal como se observó en el denominado Caso La Polar, donde hubo una abierta tergiversación de estados financieros, se observa que el sistema financiero y los entes reguladores poseen escasas formas para controlar este sector, o bien son inadecuadas para analizar el riesgo que conlleva la forma de operar de estas empresas, principalmente por la importancia que estas representan en nuestra economía debido a su particular *Modelo de Negocio*, donde se les controla como a empresas que pertenecen a cualquier otro sector determinando indicadores o ratios convencionales, sin que se apliquen ratios adecuados para el retail financiero, objetivo de esta investigación.

Desde la ciencia contable en la actualidad es posible analizar los modelos de negocios y el análisis de riesgo respectivo, desde las *teorías de riesgo*, lo cual desde nuestra ciencia se encuentra descrito dentro de los paradigmas de valoración explicados por Butterworth y Falk (1983) y desde el punto de vista de Mattessich (1993) bajo las tradiciones de investigaciones en *Valoración e inversión*. Lo anterior se expresa en la forma en

que los estados financieros de las empresas bajo NIIF-IFRS se encuentran mostrando los diversos modelos de negocios principalmente por los cambios que han producido en la valoración de activos y pasivos financieros, lo que en concreto nos lleva a la valoración de las inversiones y a la identificación de determinados riesgos. En otras palabras el análisis de estados financieros debe expresar fielmente la realidad de las empresas a través de conceptos sencillos y actuales que permitan a los Stakeholders tomar decisiones adecuadas.

Las empresas de retail en Chile y el retail financiero

Se entiende por retail financiero a una parte de las tiendas comerciales que hoy cuentan con tarjetas de crédito para sus clientes, propiciando el endeudamiento de sus clientes y promoviendo las ventas para este tipo de empresas. Tradicionalmente en nuestro país el sistema financiero estaba asociado a bancos y empresas asociadas a ellos, compañías de seguro, AFP, Bolsa de comercio como mercado especializado, pero hoy también se identifican a las multitiendas³, situación que hace dos o tres décadas era algo desconocido para el mercado del retail, sin embargo en la actualidad, a pesar de identificar

³ Dentro del rubro retail en nuestro país se identifican a las Farmacias (Ahumada, Cruz Verde, Salcobrand, principalmente), Tiendas por departamento (Ripley, Falabella, Johnson's, Almacenes París, Din, La Polar, Corona, Tricot y Fashion's Park), grandes distribuidoras de artículos de construcción y hogar (Easy y Homecenter).

el mercado en lo comercial, también se le asocia el mercado financiero, el que se ha desarrollado y crecido exponencialmente fomentando el endeudamiento masivo, lo cual no se encuentra tan regulado lo que impacta en la situación económica-financiera de dichas empresas. Es solo a partir de Julio de 2013 que la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) a través de la Circular Nro. 40, los emisores de tarjetas de crédito deberán cumplir con nuevos requerimientos, entre los que se contemplan exigencias adicionales como detalle de créditos, provisiones y castigos; transacciones y pagos a entidades afiliados; tasas de interés, entre otros, así como el envío de estados financieros anuales e intermedios. Lo anterior es un gran paso en el control de este tipo de negocio. Sin embargo, se insiste en la importancia del control mediante el uso de ratios financieros.

El retail en la economía chilena tiene una participación significativa aportando el 3% del empleo del país (Compendio Retail Financiero, 2013), aportando al crecimiento, inversión de capital, aporte al PIB e innovaciones tecnosocio-productivas (Ossandón y Tironi, 2013). Dicho mercado combina la venta al por menor de diversos productos y servicios a través de un sistema de crédito a sectores amplios y diversos por medio de tarjetas de crédito propias.

A este sector se le imputa, en gran parte, la responsabilidad de sensación de progreso y ascenso social en el país. Los grandes del retail son las tiendas denominadas "anclas" de los centros comerciales.

Desde hace un tiempo, el negocio del retail dejó de ser puramente comercial para pasar también a ser financiero, ya que las grandes cadenas del retail, como Falabella, Paris, Ripley en los últimos años han desarrollado sus propios bancos. Lo anterior implica una mayor madurez del sector, el cual bajo el esquema de banco se somete a la normativa de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras en toda su amplitud. Sin embargo, es relevante destacar que dichos controles no están claramente definidos en nuestro país para el denominado *retail financiero*.

Se estima que el 70% de las ventas que realizan las multitiendas, son canalizadas con sus propias tarjetas de crédito, las que también prestan dinero a altas tasas de interés. Gran parte del sobreendeudamiento, que según es-

tadísticas oficiales alcanza a cuatro quintiles de los chilenos, cuyos gastos supera sus ingresos, principalmente de los jóvenes, se explica por la definición de políticas de colocación de crédito en estas cadenas, asociadas a intensas campañas de marketing.

El retail financiero se sostiene principalmente de otorgar crédito a personas con dudosas calificaciones de riesgo (dueñas de casa, desempleados, trabajadores esporádicos, etc.) (Ossandón y Tironi, 2013), situación que es distinta en los bancos, quienes tienen exigencias más sólidas en este sentido, respecto de ingresos, antigüedad laboral y/o garantías. De acuerdo al Informe del Retail Financiero en Chile elaborado por la Asociación Chilena de empresas de retail sus colocaciones a Diciembre de 2012 equivalen al 2% de las colocaciones del sistema financiero chileno, lo que corresponde a un monto transado de MUS\$ 4.443.680. Dado lo anterior es de especial relevancia del sector dada la vulnerabilidad de sus clientes frente a la posibilidad de acceder al crédito y su posterior posibilidad de pago, como el efecto que produce en la población contar con el acceso a este tipo de crédito de manera continua. El desarrollo que se observa en nuestro país en las últimas décadas, proviene en muchos aspectos en la baja en las barreras de acceso al crédito que este grupo de empresas ha brindado a la sociedad lo que ha incrementado el nivel de consumo en la población de menores ingresos.

Problema de investigación

¿Requiere el retail financiero chileno de ratios especiales para el análisis de acuerdo a su particular Modelo de negocio?

Hipótesis de trabajo

- H₁: Existe una relación directa entre las variables del modelo 1 y el Leverage de la empresa.
- H₀: No Existe una relación directa entre las variables del modelo 1 y el Leverage de la empresa.
- H₂: Existe una relación directa entre las variables del modelo 2 y el Leverage de la empresa.
- H₀: No Existe una relación directa entre las variables del modelo 2 y el Leverage de la empresa.
- H₃: El modelo 2 explica de mejor forma que el modelo 1 el nivel de Leverage de la empresa
- H₀: El modelo 2 no explica de mejor forma que el modelo 1 el nivel de Leverage de la empresa.

METODOLOGÍA

Este trabajo se ha realizado en dos etapas. La primera ha consistido en los cálculos de los distintos ratios financieros que afectan el nivel de endeudamiento de las empresas del sector, ello con el fin de mostrar las diferencias y similitudes en el comportamiento financiero de estas empresas considerando un conjunto de ratios convencionales. Para realizar dicho análisis hemos tomado una muestra de 4 empresas que representan aproximadamente el 80% del mercado (Falabella, Ripley, Hites y Cencosud) (Durán y Kremmerman, 2007) dentro del conjunto de empresas que actualmente cotizan en Bolsa. Para dichas empresas hemos realizado un análisis de ratios similar al desarrollado en el Peritaje al comportamiento de las Corredoras de Bolsa respecto de las acciones de La Polar, realizado entre Junio de 2012 y Febrero de 2013 (Peña y otros, 2013). En este estudio se determinó que los ratios utilizados en análisis financiero necesitan un reajuste a la realidad y crecimiento de este sector en el mercado nacional. Una vez realizados y analizados estos ratios hemos procedido a medir los ratios respecto de su influencia en el nivel de endeudamiento de las empresas (Leverage). Dicha medición consiste en establecer cual de los conjuntos de ratios explica mejor el nivel de endeudamiento de las empresas, entre ratios convencionales (Modelo 1) y ratios convencionales incluyendo ratios propuestos en esta investigación (Modelo 2).

Dichos ratios surgieron del análisis de riesgos observado a través del estudio realizado en el Caso La Polar, donde se detectaron los siguientes riesgos:

- Permanencia de las Cuentas por Cobrar: Indicador superior a los 180 días.
- Test ácido considerando las cuentas por cobrar: Indicador de test ácido convencional

utilizado que solo considera las variaciones de inventario.

- Capital de Trabajo Neto: Indicador con criterio convencional que solo considera el total de activos y pasivos de corto plazo sin observar las variaciones de inventario y cuentas por cobrar.
- Indicadores de endeudamiento que no dan cuenta del endeudamiento en bonos y la emisión de acciones para mantener ratios adecuados que no pongan alerta en los covenants de los mismos bonos emitidos.
- Para esta investigación hemos utilizado datos obtenidos de fuentes secundarias, en este caso las memorias 2010, 2011 y 2012 de cada una de las empresas analizadas.

RESULTADOS

Resultados de Análisis de Ratios

Capital de Trabajo Neto

Al analizar el Capital de Trabajo Neto (CTN) de las empresas hemos detectado que existe una tendencia de mantener un CTN muy bajo o negativo, pero este mismo no se ve afectado en gran medida por la disminución de los inventarios, esto es una característica de la industria con excepción de Cencosud S.A. el cual incluye los supermercados en su consolidado lo que afecta este análisis (Ver tabla I). Al utilizar CTN disminuyendo deudores el efecto en su conjunto es negativo, ya que para las empresas del Retail Financiero, se han centrado en prestar el servicio crediticio y no se centran en la venta de sus productos, esto significa que cada día se aproximan más a una estructura bancaria y no de una empresa dedicada a la venta de productos, eso quiere decir que no se basan en tener gran cantidad de cuentas de inventario, sino se concentran en los deudores por venta.

Tabla I. Capital de Trabajo (Promedio 2010-2012).

	EMP. ESTUDIADA S.A.C.I. FALABELLA	RIPLEY CHILE S.A.	EMPRESAS HITES	CENCOSUD S.A.	PROMEDIO*
Capital de trabajo Neto	289.616.277	720.065.667	229.663.994	64.534.928 - 249.584.602	191.169.997
Capital de trabajo (disminuyendo inventario)	251.014.080	82.539.505	117.875.012	43.833.333 - 957.984.488 -	178.434.159
Capital de trabajo (disminuyendo deudores) (1)	- 45.605.984 -	318.784.619	38.529.110 -	25.743.843 - 1.046.897.970 -	338.224.331

(1) Capital de trabajo especial

(*) La empresa estudiada es La Polar y no corresponde al período del análisis de las otras empresas, lo que produce que el promedio se calcule sobre las otras 4 empresas del sector, y la empresa estudiada sea sólo de referencia.

Fuente: Elaboración propia.

Razón de Liquidez y Razón Acida

Se observa en el cuadro de análisis de la Razón de Liquidez y Razón Acida (Ver tabla II) que las empresas Hites tiene una variación de 1,14 veces (1,75 veces Razón Acida menos 0,61 Razón Acida relacionada con Deudores por Venta⁴) en especial en esta empresa está ocurriendo que

gran parte de la empresa se está desarrollando en la mantención de Deudores por Venta a más 60 días, dejando expuesta a la empresa a los pagos de los deudores lo que se encuentra indexado a otras variables económicas, como son el desempleo, la capacidad de endeudarse y al crecimiento del país entre otras.

Tabla II. Razón de Liquidez y Razón Acida (Promedio 2010-2012).

	EMP. ESTUDIADA	S.A.C.I. FALABELLA	RIPLEY CHILE S.A.	EMPRESAS HITES S.A.	CENCOSUD S.A.	PROMEDIO*
Liquidez - Activos CP/Pasivo CP	2,65	1,61	2,47	2,10	0,90	1,77
Razon Acida (Disminuyendo Inventario)	2,43	1,07	1,76	1,75	0,53	1,28
Razon Acida (Disminuyendo los Deudores por Ventas)	0,74	0,73	1,27	0,61	0,48	0,78

(*) La empresa estudiada es La Polar y no corresponde al período del análisis de las otras empresas, lo que produce que el promedio se calcule sobre las otras 4 empresas del sector, y la empresa estudiada sea sólo de referencia.
Fuente: Elaboración propia.

Ciclo del Negocio

El ciclo del negocio de esta empresa muestra la tendencia en mantener un ciclo de negocio superior al promedio de 76 días, es decir las empresas del sector necesitan cubrir con financiamiento externo estos días, produciendo una constante necesidad de recursos frescos a la industria. Además, podemos indicar que el caso de

CENCOSUD S.A. es distinto, aunque pertenece al grupo de empresas del sector consolidado en su balance Supermercados (Jumbo), tiendas por departamento y Supermercados especializados (Easy), lo que produce que su período de cuentas por pagar sea observado en forma positiva, ya que ellos contienen gran cantidad de ventas al contado (Ver tabla III).

Tabla III. Ciclo del Negocio en días (Promedio 2010-2012).

Ciclo de Negocio (días)	EMP. ESTUDIADA	S.A.C.I. FALABELLA	RIPLEY CHILE S.A.	EMPRESAS HITES S.A.	CENCOSUD S.A.	PROMEDIO*
Período de cobro Cuentas por cobrar (días)	224	68	79	137	33	79
Período de pago Cuentas por pagar (días)	10	60	79	68	77	71
Plazo comercial	-214	-8	1	-69	44	-8
Rotación de inventario (días)	12	75	89	60	48	68
Ciclo de negocio	-226	-83	-89	-128	-4	-76

(*) La empresa estudiada es La Polar y no corresponde al período del análisis de las otras empresas, lo que produce que el promedio se calcule sobre las otras 4 empresas del sector, y la empresa estudiada sea sólo de referencia.
Fuente: Elaboración propia.

Indicadores de endeudamiento

Uno de los elementos que se destaca en el comportamiento del sector respecto de la empresa estudiada (La Polar) es la diferencia en el

nivel de endeudamiento de las empresas bajo estudio. En promedio este sector presenta un nivel de endeudamiento cercano al 38% (Ver tabla IV), siendo la empresa con mayores niveles de endeudamiento por sobre el promedio Cencosud.

⁴ Razón Acida Especial Deudores por Venta, (Activo Corriente – Deudores por Venta Corrientes / Pasivos Corrientes).

Otro aspecto interesante es la política de emisión de bonos que se vuelve una práctica recurrente para las empresas con mayores posibilidades de

crecimiento y expansión internacional como son Falabella y Cencosud.

Tabla IV. Niveles de endeudamiento (Promedio 2010-2012).

Capacidad de endeudamiento	EMP. ESTUDIADA	S.A.C.I. FALABELLA	RIPLEY CHILE S.A.	EMPRESAS HITES S.A.	CENCOSUD S.A.	PROMEDIO*
Obligaciones con Banco CP	112.747.909	359.547.870	12.989.439	27.344.397	444.922.185	211.200.973
Obligaciones con Banco LP	44.141.161	480.732.665	7.456.860	21.918.651	593.479.469	275.896.911
Obligaciones con Banco Total	156.889.070	840.280.535	20.446.300	49.263.049	1.038.401.654	487.097.884
Obligaciones con el público - Bonos CP	137.217.807	85.531.860	5.866.189	51.871	28.763.093	30.053.253
Obligaciones con el público - Bonos LP	71.881.652	752.239.625	66.399.987	483.924	1.164.706.808	495.957.586
Obligaciones con el público - Bonos Total	209.099.459	837.771.485	72.266.176	535.795	1.193.469.901	526.010.839
Obligaciones con Banco y Público Bonos	365.988.529	1.678.052.020	92.712.476	49.798.844	2.231.871.554	1.013.108.723
Pasivo Total	437.059.767	4.441.472.581	420.836.536	112.303.005	4.872.736.518	2.461.837.160
Obligaciones con Banco y Público Bonos %	83,7%	37,78%	22,03%	44,34%	45,80%	37,49%

(*) La empresa estudiada es La Polar y no corresponde al período del análisis de las otras empresas, lo que produce que el promedio se calcule sobre las otras 4 empresas del sector, y la empresa estudiada sea sólo de referencia. Fuente: Elaboración propia.

En esta investigación hemos calculado el Leverage de las empresas como una forma de consolidar los datos antes expuestos respecto del efecto que tiene el manejo de las cuentas por cobrar respecto de la liquidez que presenta la empresa, lo que posteriormente la obliga a tomar distintos tipos de endeudamientos de forma

de poder cumplir con sus compromisos de corto plazo. En este sentido en la tabla V se observan indicadores de Leverage menores a los de la empresa estudiada y que en promedio presentan un ratio de 1,22. La empresa con menor Leverage es Ripley S.A.

Tabla V. Nivel de Leverage (Promedio 2010-2012).

	EMP. ESTUDIADA	S.A.C.I. FALABELLA	RIPLEY CHILE S.A.	EMPRESAS HITES S.A.	CENCOSUD S.A.	PROMEDIO*
Pasivo Total	437.059.767	4.441.472.581	420.836.536	112.303.005	4.872.736.518	2.461.837.160
Patrimonio	274.367.478	3.223.331.900	554.360.332	96.373.215	3.017.470.390	1.722.883.959
Leverage	1,59	1,37	0,76	1,16	1,60	1,22
Obligaciones con Banco y Público Bonos	365.988.529	1.678.052.020	92.712.476	49.798.844	2.231.871.554	1.013.108.723
Patrimonio	274.367.478	3.223.331.900	554.360.332	96.373.215	3.017.470.390	1.722.883.959
Obligaciones (Bonos y Bancos)/Patrimonio	1,33	0,52	0,17	0,52	0,74	0,49

(*) La empresa estudiada es La Polar y no corresponde al período del análisis de las otras empresas, lo que produce que el promedio se calcule sobre las otras 4 empresas del sector, y la empresa estudiada sea sólo de referencia. Fuente: Elaboración propia.

Análisis de resultados

Al perder trimestralmente liquidez que se observa en el Capital de Trabajo Especial (Activo Corriente – Inventario – Cuentas por cobrar – Pasivo Corriente) y en el ciclo de negocio de las empresas donde las cuentas deudoras por ventas han aumentado y/o tienen una permanencia mayor sin cobro. Esto produce que se endeuden con pasivo corriente a través de la banca, pero se ha notado que existe un aumento en la emisión de bonos (deuda con terceros) (especialmente en Cencosud, Ripley y Falabella). Dichos bonos se

vuelven atractivos en el mercado financiero chileno a partir de la estructuración de las carteras de inversión de los afiliados según sus niveles de riesgo (Fondos A, B, C, D y E). Los fondos C, D y E que representan fondos de menor riesgo están compuestos por bonos y otros instrumentos de inversión de menor riesgo.

Evaluación de ratios

Para el análisis de datos hemos planteado dos modelos de análisis. Modelo 1 considera los ratios convencionales que influyen en el

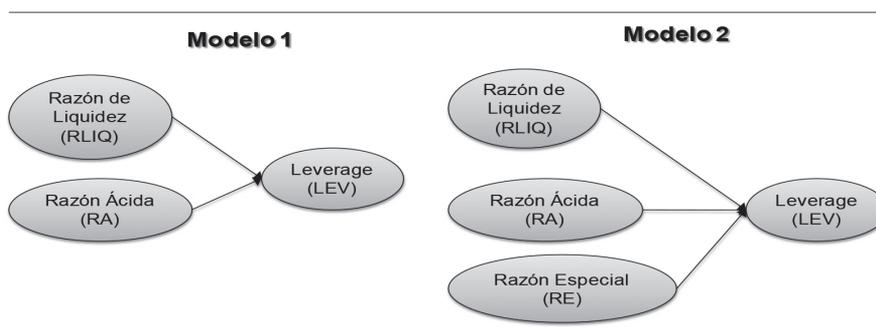
nivel de endeudamiento de las empresas (Leverage) compuesto por: Razón de Liquidez y la Razón Ácida. Mientras que el Modelo 2 considera los anterior agregando una razón ácida especial ((Activo Corriente – Cuentas por cobrar)/Pasivo Corriente). Este último ratio es el que estamos proponiendo para el sector del retail financiero chileno. Por otra parte dado lo pequeña de la muestra que esta constituida por los valores trimestrales desde Junio de 2010 a Diciembre de 2012, lo que corresponde a 11 trimestres por cada empresa (Ver Anexo 1) se ha utilizado el Software Smart PLS 2.0 (Ringle y otros, 2003), el cual permite obtener resultados estadísticamente relevantes a través de la aplicación de Mínimos Cuadrados. De esta forma probaremos cual de los dos modelos explica mejor los niveles de endeudamiento (Leverage) de cada empresa.

Resultados Hipótesis

Dado que la muestra es pequeña y los datos no están distribuidos normalmente la aplicación del análisis de Mínimos Cuadrados es el más adecuado (Chin y otros, 1999). Para este análisis hemos utilizado el Software Smart PLS (Ringle y otro, 2005). Este análisis posee varias etapas:

1. Preparación del nomograma (Diagrama de las variables bajo análisis) (Ilustración 2).
2. La validación de las variables y del modelo de acuerdo al análisis de mínimos cuadrados que consiste en la validación de cada constructo. Dado que en todos los casos las variables utilizadas consisten en un solo valor numérico esta fase del análisis se reduce a la Validación del Modelo (Calidad) por medio de la prueba Blindfolding (Tenenhaus y otros, 2005).

Ilustración 2. Nomograma Modelo 1 y Nomograma Modelo 2.



Fuente: Elaboración propia / Modelo obtenido en el desarrollo de la investigación y la aplicación del software Smart PLS.

De acuerdo a la aplicación del software Smart PLS y los modelos contrastados se han obtenido los resultados que se muestran en la tabla VI. Es posible apreciar que Modelo 1 de ratios convencionales explica en la mayoría de los casos más del 50% de la varianza (R cuadrado), valor que determina la relación que las variables independientes en el modelo ejercen sobre la variable dependiente (Leverage), siendo la Hipótesis 1 aceptada para Falabella, Ripley y Cencosud, excepto en Hites donde solamente se explica un 35% y solamente la Razón de liquidez influye débilmente sobre el Leverage de la empresa, razón por la cual la Hipótesis 1 es parcialmente aceptada. Por otra parte en cuanto a la Hipótesis 2 solamente en el caso de Falabella se cum-

ple la Hipótesis de acuerdo a la influencia en el Leverage de todas las variables independientes, mientras que para las otras empresas existe una validación parcial. En todos los modelos analizados, la Hipótesis 3 que plantea el nivel de explicación de las variables independientes en el modelo que influyen en el leverage, poseen un R cuadrado superior al del modelo 1 por lo tanto, en todos los casos se aprueba la hipótesis.

De acuerdo a los valores positivos obtenidos en la Prueba Blindfolding se demuestra que todos los modelos planteados cumplen con los criterios de calidad para este tipo de prueba estadística.

Tabla VI. Resultados Pruebas de Hipótesis.

	Falabella S.A.		Ripley S.A.		Hites S.A.		Cencosud S.A.	
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2
	Valor β	Valor β	Valor β	Valor β	Valor β	Valor β	Valor β	Valor β
Razón de Liquidez (RLIQ)	-0,78*	-2,313***	-1,931***	-2,119*	2,344*	3,145**	0,566**	0,408
Razón Ácida (RA)	1,475**	1,506***	1,252**	0,587	-1,821	-3,493**	-1,327***	-1,392**
Razón Especial (RE)		1,582***		0,867		0,937		0,239
R2	0,56	0,806	0,606	0,64	0,346	0,442	0,684	0,692
Prueba Blindfolding	0,63	0,761	0,463	0,633	0,353	0,441	0,656	0,704
Prueba de Hipótesis 1	Aceptada		Aceptada		Parcialmente aceptada		Aceptada	
Prueba de Hipótesis 2	Aceptada		Parcialmente aceptada		Parcialmente aceptada		Parcialmente aceptada	
Prueba de Hipótesis 3	Aceptada		Aceptada		Aceptada		Aceptada	

* Valor $p < 0,20$ ** Valor $p < 0,10$ *** Valor $p < 0,05$

Los resultados descritos de acuerdo a este análisis describen que solamente Falabella ha tenido una política de endeudamiento consistente en el periodo de análisis (2010 al 2012) respecto de la influencia de los elementos tradicionales (RLIQ y RA) y de los propuestos en este trabajo (RLIQ, RA y RE). En cambio todas las otras empresas presentan causas de endeudamiento alejadas de los patrones tradicionales de análisis. Por lo tanto, se demuestra que las empresas poseen un modelo de negocio similar, pero que requiere mayor atención respecto de los factores de riesgo, como se muestra en este trabajo sobre las cuentas por cobrar, por lo cual no en todos los casos o bien este elemento no es el más relevante para endeudarse o bien existen otros aspectos al interior de la empresa que deberían ser analizados con mayor detención. Ello debido a que cada una de estas empresas aplica distintas políticas a la hora de otorgar créditos en cuanto a periodos de cobro de las deudas, niveles de evaluación de riesgo de crédito de sus clientes, tasas de interés cobrada, entre otros aspectos, lo que conlleva que se tomen decisiones de endeudamiento sobre criterios muy distintos lo que a la hora de comparar empresas del sector sus comportamiento difieran mucho entre unas y otras.

Otro aspecto interesante de destacar es que el comportamiento de Falabella es el más maduro del sector respecto a revelación de información, como se aprecia en sus memorias, siendo consistente en la aplicación de políticas financieras en el tiempo. El otro grupo de empresas es Ripley y Cencosud quienes al igual que Falabella poseen un banco, lo que les ha permitido canalizar los esfuerzos de su desarrollo crediticio hacia una estructura más formal de funcionamiento. Por otra parte, Hites se encuentra más retrasa-

do en este comportamiento. Esta agrupación de empresas muestra empíricamente la idea que se plantea en la Ilustración 1 de este estudio.

CONCLUSIONES

Por medio de este trabajo hemos aplicado una metodología de investigación que permite analizar sectores económicos en Chile. Ésta tiene un enorme potencial de desarrollo para otras áreas y sectores de manera de poder observar con mayor cautela el comportamiento de las empresas que se cotizan en Bolsa, de manera de evitar invertir en empresas que comparativamente muestran mayores niveles de riesgo que otras del mismo sector. Nuestro país no tiene costumbre de analizar exhaustivamente empresas de un mismo sector, siendo necesario aplicar estructuras de análisis de acuerdo a cada Modelo de Negocio y no solamente orientado a determinar los ratios convencionales que hemos aplicado a través del tiempo, sobre todo considerando que hay sectores que han desarrollado su negocio de acuerdo a una estructura legal de supervisión que contribuye a que las empresas desarrollen sus actividades sin mayor control de los posibles riesgos a los cuales están poniendo al sistema financiero en su conjunto, tal como observamos en el Caso La Polar.

De acuerdo a lo anterior este trabajo ha querido contribuir a ser un aporte en la investigación en Contabilidad que nuestro país requiere, a la vez de poner la voz de alerta frente a las prácticas contables respecto de la aplicación de las NIIF-IFRS en este y otros sectores del país, ya que se observa en las memorias de estas empresas la diferencia en cuanto a revelación de

información, lo que no nos permitió en algunos casos poder determinar de manera adecuada las características de sus cuentas por cobrar, es por ello que recomendamos que se exija a estas empresas revelar más información al mercado, esto es debido a que muestran que su riesgo está enfocado a los Deudores por ventas que se mantienen como un activo muy líquido y que actualmente se puede observar que esto está afectando la liquidez de las empresas, ya que estas constantemente necesitan más recursos del mercado a través de la emisión de bonos y de nuevas acciones. Debido a lo anterior recomendamos el cálculo del Capital de Trabajo del Retail Financiero (CTRF) y la Razón Ácida del Retail Financiero (RARF) de acuerdo a la siguiente fórmula:

$$\text{CTRF} = \text{AC} - \text{I} - \text{DVR} - \text{PC}$$

$$\text{RARF} = \frac{\text{AC} - \text{I} - \text{DVR}}{\text{PC}}$$

AC: Activo corriente

I: Inventario

DVR: Deudores por venta más riesgoso (a más de 120 días)

PC: Pasivo corriente

Dado todo lo antes expuesto concluimos que las empresas del denominado retail financiero en Chile requieren del cálculo de ratios adecuados a su Modelo de Negocios.

BIBLIOGRAFIA Y REFERENCIAS

Amit, R y Zott, C (2001). Value creation in e-business. *Strategic Management Journal*, 22(6-7), 493-520.

Butterworth, J y Falk, H (1983). The methodological implications of a contractual theory of accounting. *Working Paper, University of British Columbia*.

Capital (2010) *Especial La Industria del Retail en Chile*. Revista de circulación nacional: Febrero.

Chin, W. W., y Newsted, P. R. (1999). *Structural Equation Modeling analysis with Small Samples Using Partial Least Squares*. In Rick Hoyle (Ed.), *Statistical Strategies for Small Sample Research*, Sage Publications.

Compendio Estadístico de la Industria del crédito en Chile (2013). < <http://www.retailfinanciero.org/web/compendio-estadistico-de-la-industria-del-credito-a-julio-2013/>>

Fecha de Consulta: 5 de Agosto de 2013.

Durán, G y Kremerman, M (2007) *"INFORME RETAIL"* Informe realizado para la División de Estudios de la Dirección del Trabajo. Gobierno de Chile.

Elliot, B y Elliot, J (2001) *International financial accounting and reporting*. UK: Pearson Higher Education.

ERM (2003) Enterprise Risk Management Committee: Overview of Enterprise Risk Management. Casualty Actuarial Society. <Fecha de consulta: 7 de Mayo de 2013. <http://www.casact.org/area/erm/frame.pdf>>

Kaplan, R y Norton, D (1996). *The Balanced Scorecard: Translating Strategy Into Action*, Boston, MA: Harvard Business School Press.

Mattessich, R. (1993). *Paradigms, research traditions and theory nets of accounting*, en Mumford, M.J., y Peasnell, K.V. (ed.) *Philosophical perspectives on accounting*, London, Routledge, pp. 177-220.

Ossandón, J y Tironi, E (2013) *Adaptación: La empresa chilena después de Friedman*. Santiago, Ediciones Universidad Diego Portales.

Peña, A Torres, I Borges, H (2013) Estudio encargado por la abogada Bárbara Salinas que representa a los accionistas minoritarios en el caso, realizado por el Centro Internacional en Ciencias de la Contabilidad del Departamento de Contabilidad y Auditoría de la Facultad de Administración y Economía de la Universidad de Santiago de Chile, Peritaje judicial para el caso La Polar, entregado a la Fiscalía Región Metropolitana Centro Norte en la Unidad de Delitos de Alta Complejidad en Junio.

Ricart, J (2009) *Modelo de Negocio: El eslabón perdido en la dirección estratégica*. Universia Business Review. Tercer trimestre 2009. ISSN: 1698-5117.

Ringle, C.M., Wende, S. And Will, S. (2005). *SmartPLS 2.0 (M3) Beta*. Hamburg. Disponible en <<http://www.smartpls.de>>

Tenenhaus, M., Esposito, V., Chatelin, Y-M and Lauro, C. (2005). *PLS path modelling*. *Computational Statistics & Data Analysis*, Vol. 48, pp. 159-205.

ANEXO 1

EMPRESA	Ciclo de Negocio (días)	06/2010	09/2010	12/2010	03/2011	06/2011	09/2011	12/2011	03/2012	06/2012	09/2012	12/2012
CENCOSUD S.A.	Ciclo de negocio	1,00	5,00	2,00	6,00	9,00	9,00	1,00	5,00	10,00	9,00	2,00
CENCOSUD S.A.	Capital de trabajo Neto	- 28.031.074,00	- 35.017.331,00	- 236.762.068,00	- 3.119.589,00	- 64.436.805,00	- 59.361.244,00	- 152.404.728,00	- 495.139.535,00	- 489.318.953,00	- 201.366.077,00	- 980.473.233,00
CENCOSUD S.A.	Capital de trabajo (disminuyendo inventario)	- 551.854.179,00	- 561.109.596,00	- 803.879.591,00	- 639.710.877,00	- 714.265.529,00	- 811.202.990,00	- 921.877.179,00	- 1.309.608.081,00	- 1.314.995.407,00	- 1.002.161.176,00	- 1.907.234.818,00
CENCOSUD S.A.	Capital de trabajo (disminuyendo deudores)	- 621.785.744,00	- 612.275.076,00	- 1.014.827.591,00	- 739.242.924,00	- 815.286.890,00	- 816.727.035,00	- 1.039.491.090,00	- 1.322.853.852,00	- 1.372.910.665,00	- 1.119.670.704,00	- 2.040.806.099,00
CENCOSUD S.A.	Activos CP/Pasivo CP	0,98	0,97	0,87	1,00	0,96	0,97	0,92	0,79	0,79	0,90	0,70
CENCOSUD S.A.	Razon Acida	0,62	0,59	0,55	0,54	0,54	0,55	0,54	0,43	0,45	0,52	0,42
CENCOSUD S.A.	Razon Acida (Disminuyendo los Deudores por Ventas)	0,57	0,55	0,43	0,56	0,47	0,54	0,49	0,43	0,42	0,47	0,38
CENCOSUD S.A.	Leverage	1,36	1,36	1,36	1,36	1,39	1,39	1,39	1,84	1,84	1,84	1,84
CENCOSUD S.A.	LEV	1,36	1,36	1,36	1,36	1,39	1,39	1,39	1,84	1,84	1,84	1,84
EMPRESAS HITES S.A.	Ciclo de negocio	124,00	147,00	108,00	143,00	134,00	134,00	118,00	142,00	132,00	133,00	95,00
EMPRESAS HITES S.A.	Capital de trabajo Neto	50.833.443,00	53.139.423,00	55.637.226,00	59.543.659,00	57.201.392,00	54.270.830,00	52.230.586,00	50.811.932,00	84.964.647,00	83.037.443,00	108.213.828,00
EMPRESAS HITES S.A.	Capital de trabajo (disminuyendo inventario)	35.362.506,00	35.214.404,00	40.187.009,00	38.848.801,00	37.620.744,00	30.689.502,00	32.783.177,00	26.042.663,00	62.216.502,00	57.916.468,00	85.284.883,00
EMPRESAS HITES S.A.	Capital de trabajo (disminuyendo deudores)	19.883.328,00	22.312.013,00	32.021.240,00	23.244.190,00	33.277.685,00	37.034.188,00	55.340.269,00	45.717.060,00	10.149.221,00	8.406.793,00	4.203.719,00
EMPRESAS HITES S.A.	Activos CP/Pasivo CP	1,97	2,08	1,87	2,02	1,93	1,76	1,55	1,62	2,78	2,75	2,75
EMPRESAS HITES S.A.	Razon Acida	1,67	1,71	1,63	1,67	1,61	1,43	1,35	1,32	2,30	2,22	2,38
EMPRESAS HITES S.A.	Razon Acida (Disminuyendo los Deudores por Ventas)	0,62	0,55	0,50	0,60	0,46	0,48	0,42	0,44	0,79	0,82	1,07
EMPRESAS HITES S.A.	Leverage	1,06	1,06	1,06	1,15	1,15	1,15	1,15	1,27	1,27	1,27	1,27
EMPRESAS HITES S.A.	LEV	1,06	1,06	1,06	1,15	1,15	1,15	1,15	1,27	1,27	1,27	1,27
Ripley Chile S.A.	Ciclo de negocio	83,00	89,00	75,00	83,00	82,00	91,00	80,00	106,00	100,00	106,00	81,00
Ripley Chile S.A.	Capital de trabajo Neto	264.503.425,00	207.587.055,00	236.704.549,00	232.224.816,00	204.060.393,00	203.124.567,00	228.304.715,00	216.551.278,00	232.827.818,00	228.283.140,00	272.132.178,00
Ripley Chile S.A.	Capital de trabajo (disminuyendo inventario)	178.946.899,00	107.467.981,00	132.390.392,00	130.003.887,00	102.797.934,00	87.474.589,00	106.695.111,00	95.077.832,00	113.864.939,00	95.439.334,00	146.476.839,00
Ripley Chile S.A.	Capital de trabajo (disminuyendo deudores)	91.805.633,00	41.578.619,00	42.351.094,00	61.176.182,00	29.699.017,00	28.097.053,00	28.195.602,00	18.516.467,00	32.577.919,00	21.759.285,00	28.063.315,00
Ripley Chile S.A.	Activos CP/ Pasivo CP	3,11	2,62	2,52	2,76	2,55	2,40	2,26	2,26	2,28	2,16	2,24
Ripley Chile S.A.	Razon Acida	2,43	1,84	1,85	1,99	1,78	1,60	1,59	1,55	1,63	1,48	1,67
Ripley Chile S.A.	Razon Acida (Disminuyendo los Deudores por Ventas)	1,84	1,33	1,27	1,46	1,23	1,19	1,16	1,11	1,18	1,11	1,13
Ripley Chile S.A.	Leverage	0,67	0,67	0,67	0,72	0,72	0,72	0,72	0,88	0,88	0,88	0,88
Ripley Chile S.A.	LEV	0,67	0,67	0,67	0,72	0,72	0,72	0,72	0,88	0,88	0,88	0,88
S.A.C.I. FALABELLA	Ciclo de negocio	78,00	88,00	74,00	71,00	89,00	95,00	88,00	79,00	82,00	88,00	79,00
S.A.C.I. FALABELLA	Capital de trabajo Neto	489.442.400,00	537.742.282,00	520.206.199,00	584.777.635,00	737.027.309,00	762.643.951,00	760.193.064,00	826.101.784,00	940.766.380,00	974.376.764,00	777.444.527,00
S.A.C.I. FALABELLA	Capital de trabajo (disminuyendo inventario)	12.261.977,00	- 19.962.405,00	- 55.350.892,00	- 15.855.997,00	129.633.075,00	84.390.708,00	79.720.860,00	163.589.589,00	263.585.165,00	250.871.588,00	15.051.587,00
S.A.C.I. FALABELLA	Capital de trabajo (disminuyendo deudores)	348.405.544,00	- 310.202.799,00	- 460.398.132,00	- 378.401.304,00	- 261.880.657,00	- 263.322.173,00	- 402.868.170,00	- 302.667.805,00	- 214.332.875,00	- 135.236.858,00	- 428.924.497,00
S.A.C.I. FALABELLA	Activos CP/ Pasivo CP	1,50	1,53	1,53	1,49	1,71	1,68	1,58	1,66	1,78	1,83	1,51
S.A.C.I. FALABELLA	Razon Acida	1,01	0,98	0,96	0,99	1,13	1,08	1,06	1,13	1,22	1,21	1,01
S.A.C.I. FALABELLA	Razon Acida (Disminuyendo los Deudores por Ventas)	0,65	0,70	0,63	0,68	0,75	0,76	0,69	0,76	0,82	0,88	0,72
S.A.C.I. FALABELLA	Leverage	1,27	1,27	1,27	1,36	1,36	1,36	1,36	1,49	1,49	1,49	1,49
S.A.C.I. FALABELLA	LEV	1,27	1,27	1,27	1,36	1,36	1,36	1,36	1,49	1,49	1,49	1,49