

# Análisis comparativos de los modelos de estructura de financiamiento de distintos sectores: Retail, Bancos, Energía e Industrial.

Teresita Abarca Burlando.

Profesor guía: Marcelo Julian  
Villena Chamorro.

Profesor correferente: Lionel  
Valenzuela.



## CONSTANCIA DE VALIDACIÓN Y CONFIDENCIALIDAD DE MONOGRAFÍA A REPOSITORIO ACADÉMICO

### 1.- IDENTIFICACIÓN DEL TRABAJO ACADÉMICO

Tipo de monografía (marcar una opción):  Memoria o trabajo de título  Tesis de Postgrado

Título del trabajo: Análisis comparativos de los modelos de estructura de financiamiento de distintos sectores: Retail, Bancos, Energía e Industrial.

Nombre del candidato(a): Teresita Abarca Burlando

Carrera / Grado: Ingeniería Comercial

Campus: Vitacura Departamento: Ingeniería Comercial

### 2.- VALIDACIÓN DEL PROFESOR GUÍA/DIRECTOR DE TESIS

Yo, Marcelo Villena Chamorro, en mi calidad de profesor(a) guía/director(a) del trabajo académico mencionado anteriormente **DEJO CONSTANCIA** que:

- He revisado esta versión del documento y corresponde a la versión final aprobada del trabajo.
- El trabajo cumple con los requisitos académicos y de formato establecidos por la institución.

### 3.- EVALUACIÓN DE CONFIDENCIALIDAD POR PROPIEDAD INDUSTRIAL (marcar una opción)

El trabajo **NO contiene** información que amerite confidencialidad y puede ser publicado de inmediato en repositorio con acceso abierto.

El trabajo **CONTIENE** información con potenciales implicancias de propiedad industrial o intelectual y requiere un periodo de confidencialidad (**embargo**) por (**marcar una opción**):

6 meses  12 meses  2 años  3 años  5 años  10 años

Fundamentación de la necesidad de confidencialidad (obligatorio si se solicita embargo):

---

---


---

### 4.- FIRMAS

Profesor(a) guía o director(a) de memoria o tesis:

Fecha: 27 Abril 2026 Firma: 

Estudiante o Candidato(a):

Fecha: 27 Abril 2026 Firma: 



*Este formulario debe ser insertado como página 2 de la memoria o tesis, completado y firmado por estudiante y profesor(a) antes de la entrega en portal PRISMA de Biblioteca USM.*

# Contenido

Agradecimientos .....	3
Introducción.....	4
Objetivos, Hipótesis del trabajo.....	4
Objetivo General .....	4
Hipótesis General: Existe una estructura de financiamiento más eficiente que varía significativamente dependiendo del sector industrial en el que está inserta una empresa.....	5
Caracterización del caso de estudio.....	5
Contexto de la industria Retail .....	5
Contexto de la industria Bancos .....	6
Contexto de la industria Energía .....	7
Contexto de la industria Industrial.....	9
Historia/Evolución .....	11
Retail .....	11
Bancos .....	15
Energía:.....	20
Industrial .....	26
Problema central: .....	33
Relevancia del problema:.....	34
4. Revisión de la Literatura.....	35
4.1. Definición de estructura de capital .....	35
4.2. Teoría tradicional y Modigliani & Miller.....	36
4.3. Teoría del Trade-off .....	37
4.4. Teoría de la Agencia .....	38
4.5. Teoría de la Asimetría de información .....	39
4.6 Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order).....	40
4.7. Evidencia empírica en mercados emergentes y retail.....	40
4.8. Consideraciones Especiales: La Estructura de Capital en el Sector Bancario .....	41
Metodología.....	42
5.    Unidad de Análisis y Delimitación de la Muestra.....	42
5.1 Limitaciones de la metodología.....	43
5.2 Fuentes, periodo y tratamiento de datos.....	43
5.3 Variables y Métricas de Estudio .....	43
Resultados y Análisis .....	44
6.1 Análisis Descriptivo y Comparativo: Sector Retail.....	45
6.2 Análisis Descriptivo y Comparativo: Sector Bancario.....	45

6.3 Análisis Descriptivo y Comparativo: Sector Energía.....	47
6.4 Análisis Descriptivo y Comparativo: Sector Industrial .....	48
6.5 Análisis del Riesgo y Costo de Capital .....	50
6.6 Análisis comparativo intersectorial .....	51
Contrastación de Hipótesis.....	53
7.1 Contrastación Hipótesis General .....	54
7.2 Contrastación Hipótesis 1.....	54
7.3 Contrastación Hipótesis 2.....	55
Conclusiones.....	57
Implicaciones para la Gestión y el Inversor .....	57
Futuras investigaciones en esta área.....	58
Anexos .....	59
Bibliografía .....	59

## Agradecimientos

Especial dedicación a mi padre, Rodrigo Abarca por los consejos, la ayuda y el trasnoche para poder hacer esta tesis realidad.

A mi familia por el apoyo incondicional y el cariño.

A mis amigas y amigos que siempre creyeron en mí y me apoyaron.

A mi profesor guía Marcelo Villena por el apoyo y siempre buscar que aprenda y dé más de mí.

Gracias a todos los que hicieron esta etapa de mi vida posible y que me acompañaron a lo largo de los años de mi carrera.

## Introducción.

Las decisiones sobre la estructura de financiamiento son un pilar central en la gestión financiera corporativa, determinando la viabilidad, el perfil de riesgo y el potencial de crecimiento de una empresa. En el contexto chileno, esta decisión se vuelve particularmente compleja dada la diversidad de industrias que coexisten, cada una operando bajo sus propios modelos de negocio, perfiles de activos y marcos regulatorios.

El presente trabajo de investigación aborda este desafío analizando comparativamente las estructuras de financiamiento de 12 empresas líderes en cuatro sectores económicos clave:

- Retail: Ripley, Falabella y Cencosud.
- Bancos: Santander, Banco de Crédito e Inversiones (BCI) y Banco de Chile.
- Energía: Copec, Colbún y Enel Américas.
- Industrial: Compañía Cervecerías Unidas (CCU), Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) y Viña Concha y Toro.

Estas empresas, si bien son líderes en sus respectivas industrias, operan bajo lógicas fundamentalmente distintas, lo que presume diferencias significativas en sus fuentes de financiamiento. El análisis permitirá comprender cómo cada una de estas compañías ha diseñado su estrategia financiera para sostener el crecimiento y adaptarse a escenarios de alta incertidumbre, como la crisis sanitaria y la volatilidad en los costos de capital experimentados en el período 2020-2024.

El objetivo principal es, por tanto, identificar y explicar estos patrones de financiamiento, contrastando las decisiones observadas con las teorías financieras clásicas. Se parte de la hipótesis de que no existe una única estructura de capital óptima, sino que la estrategia más eficiente depende directamente del sector industrial en el que la empresa compete.

La relevancia de este estudio radica en ofrecer un marco de referencia analítico para gerentes financieros, analistas de inversión y bancos. Al comprender las distintas lógicas de apalancamiento (desde un banco regulado hasta una industrial exportadora), los tomadores de decisiones podrán evaluar de mejor manera los riesgos y la sostenibilidad de la estructura de capital de una firma en su contexto sectorial específico.

## Objetivos, Hipótesis del trabajo.

Objetivo General:

Analizar comparativamente las estructuras de financiamiento de las empresas líderes en los sectores de Retail, Bancos, Energía e Industrial en Chile, para identificar patrones sectoriales y determinar si existe una estructura más eficiente dependiente de la industria.

Objetivos específicos:

-Revisar teorías:

a) Estructura de capital:

Pecking order theory (Myers & Majluf, 1984): las inversiones se financian primero con recursos internos (utilidades retenidas), luego con deuda y, en último lugar, con emisión de acciones, para minimizar asimetrías de información y costos de financiamiento.

b) Decisiones de inversión:

Teoría del costo de agencia (Jensen & Meckling, 1976): los conflictos entre accionistas y directivos o entre accionistas y acreedores afectan las decisiones de inversión y su financiamiento.

c) Específicas:

-Describir el contexto macroeconómico y regulatorio de las industrias del Retail, Bancaria, Energía e Industrial en Chile.

-Examinar los estados financieros de las 12 empresas seleccionadas (Ripley, Falabella, Cencosud, Santander, BCI, Banco de Chile, Copec, Colbún, Enel Américas, CCU, CMPC y Concha y Toro) entre 2020 y 2025.

-Calcular y comparar las métricas de apalancamiento, rentabilidad y riesgo para cada empresa y sector.

-Contrastar los hallazgos con las teorías de estructura de capital y las condiciones de cada mercado.

**Hipótesis General:** Existe una estructura de financiamiento más eficiente que varía significativamente dependiendo del sector industrial en el que está inserta una empresa.

**Hipótesis 1 (Teorías):** Los sectores con flujos de caja más estables y alta tangibilidad de activos (por ejemplo, Energía e Industrial) se ajustarán más a la Teoría del Trade-off, buscando un nivel de deuda óptimo. En contraste, sectores más volátiles y con menor tangibilidad (por ejemplo, Retail) se alinearán más con la Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order).

**Hipótesis 2 (Regulación):** El sector Bancario presentará una estructura de capital fundamentalmente distinta, determinada no por las teorías clásicas de finanzas corporativas, sino por los requisitos regulatorios de capital (Basilea).

## Caracterización del caso de estudio.

Contexto de la industria Retail:

El sector del retail chileno es uno de los más relevantes de la economía nacional, según la Asociación de Retailers, este representa alrededor del 12% del PIB nacional, y un generador de empleo con más de 1.2 millones de puestos de trabajo. En particular las tiendas por departamento, que juegan un rol histórico en la expansión del consumo masivo y la oferta de bienes durables, al tiempo que han diversificado su modelo hacia servicios financieros y canales digitales.

En Chile, Falabella, Ripley y Paris son los tres más grandes competidores, secundados por otros competidores como La Polar, Tricot e Hites, estos últimos más concentrados en

ubicaciones periféricas ya que apuntan a un cliente con una menor clasificación socioeconómica y propuestas de menor valor agregado para no enfrentarse de frente a grandes competidores que dominan el retail.

La gama de productos que ofrecen las tiendas por departamento es variada, como hogar, tecnología, deportes, línea blanca, accesorios, vestuario, etc. El cliente puede encontrar muchos de los productos que necesita en un solo lugar.

La regulación del sector retail en Chile incluye normativas sobre protección al consumidor, cobranza y datos personales, esto bajo la fiscalización de la Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Gracias a las Fintech el acceso a financiamiento para empresas del sector se ha expandido, ya que ofrecen soluciones de crédito al consumo y herramientas para la gestión de ventas, mientras que las propias empresas de retail ofrecen tarjetas y créditos directos a sus clientes.

Contexto de la industria Bancos:

El sector bancario chileno como uno de los más desarrollados y consolidados de América Latina. A diferencia de otros sectores, es altamente regulado y supervisado, lo que impacta directamente sus decisiones de financiamiento y estructura de capital.

El mercado se caracteriza por una alta concentración, donde los tres bancos que se analizan (Santander, BCI y Banco de Chile) dominan una cuota significativa del mercado en términos de colocaciones (préstamos) y captaciones (depósitos).

El Rol de los Reguladores:

La estructura de capital de un banco no la deciden los gerentes financieros buscando un WACC óptimo (como en la teoría de Modigliani-Miller), sino que está determinada por la regulación.

Comisión para el Mercado Financiero (CMF): Es el principal supervisor y regulador. Se encarga de velar por la solvencia, la transparencia y el cumplimiento normativo de las instituciones.

Banco Central de Chile: Define la política monetaria (Tasa de Política Monetaria - TPM), que es el costo de fondo primario para los bancos y, por ende, afecta directamente sus márgenes. También regula la liquidez y las reservas técnicas.

Marco Regulatorio:

La estructura de capital de un banco se define por los Acuerdos de Basilea. Chile ha estado implementando Basilea III, lo que exige a los bancos:

Mayores exigencias de capital: Los bancos deben mantener un capital mínimo para responder por sus riesgos.

Definición estricta de "Capital": El capital se divide jerárquicamente:

Capital Básico (CET1): El de mejor calidad (principalmente acciones y utilidades retenidas).

Capital Nivel 1 (Tier 1): Incluye el CET1 y otros instrumentos (ej. bonos perpetuos).

Capital Total: Incluye el Tier 1 más el capital de Nivel 2 (ej. bonos subordinados).

Índice de Adecuación de Capital (CAR): Es la métrica clave. Mide el capital total del banco como porcentaje de sus Activos Ponderados por Riesgo (APR). La CMF exige un mínimo (ej. 10,5% o más, dependiendo de los "colchones" adicionales).

Modelo de Negocio:

Su negocio es la intermediación.

Fuentes de Financiamiento (Pasivos): Captan fondos del público (depósitos a la vista, depósitos a plazo) y de inversionistas (emisión de bonos).

Uso de Fondos (Activos): Colocan esos fondos en forma de préstamos (colocaciones) a personas (consumo, hipotecario) y empresas (comercial).

Ganancia: Su ganancia principal proviene del spread o Margen de Interés Neto (MIN), que es la diferencia entre la tasa que pagan por sus pasivos y la tasa que cobran por sus activos.

Contexto Macroeconómico (2020-2024):

Pandemia y Liquidez (2020-2021): Los retiros de fondos de pensiones y las ayudas estatales (como el FOGAPE) inundaron de liquidez el mercado. Esto aumentó fuertemente los depósitos (pasivos de bajo costo para los bancos), pero también generó presiones inflacionarias.

Ciclo de Alza de Tasas (2021-2023): Para controlar la inflación, el Banco Central subió la TPM de su mínimo de 0,5% a un máximo de 11,25%. Esto encareció el costo de financiamiento para los bancos y reconfiguró sus márgenes.

Riesgo de Crédito: El período post-pandemia e inflacionario (2023-2024) aumentó el riesgo de no pago (cartera vencida), obligando a los bancos a ser más cautelosos con su capital y provisiones.

Contexto de la industria Energía:

El sector energético chileno es un pilar estratégico para el desarrollo económico del país y se caracteriza por una compleja cadena de valor que incluye la generación (producción de electricidad), transmisión (transporte en alta tensión) y distribución (entrega al cliente final). A esto se suma el negocio de distribución de combustibles líquidos y gas.

Este sector se basa en la inversión intensiva en activos fijos de larga duración, lo que define fundamentalmente sus necesidades y estrategias de financiamiento.

Marco Regulatorio:

Este sector es altamente regulado, lo que tiene un doble efecto en las finanzas:

Reduce el Riesgo: Segmentos como la distribución eléctrica (Enel) o la transmisión tienen tarifas reguladas que aseguran un retorno estable sobre la inversión. Esta predictibilidad en los flujos de caja reduce el riesgo percibido por los inversionistas.

Define la Inversión: La Comisión Nacional de Energía (CNE) y el Coordinador Eléctrico Nacional planifican la expansión del sistema. Las empresas invierten para suplir esa

demanda planificada, a menudo asegurando sus ingresos futuros mediante licitaciones de suministro a largo plazo.

#### Modelos de Negocio:

Las tres empresas seleccionadas, aunque operan bajo el alero de "energía", tienen modelos de negocio radicalmente distintos, lo que impactará directamente en su estructura de capital:

**Copec (Empresas Copec S.A.):** Es un conglomerado diversificado, pero su negocio principal (y el que se suele asociar a la marca) es la distribución de combustibles. Opera una vasta red de estaciones de servicio y logística. Sus principales activos son las propiedades (terrenos de estaciones), plantas de almacenamiento e inventarios (combustible). Su negocio es de volúmenes, márgenes y eficiencia logística, lo que la asemeja más a un "retail especializado" que a una generadora eléctrica.

**Colbún S.A.:** Es una empresa de generación eléctrica. Su negocio consiste en producir electricidad a gran escala y venderla al sistema (mercado spot) o mediante contratos de largo plazo a grandes clientes (minerías, industrias) y distribuidoras. Sus activos son centrales de generación (hidroeléctricas, termoeléctricas, solares y eólicas), que representan inversiones de miles de millones de dólares con vidas útiles de 30 a 50 años.

**Enel Américas S.A.:** Es un holding multinacional que opera en varios países de Latinoamérica (Argentina, Brasil, Colombia, Perú). Su negocio está diversificado verticalmente, participando tanto en generación como en distribución de electricidad. Su estructura de financiamiento es compleja, ya que consolida las operaciones de múltiples filiales en distintas geografías y monedas, pero su base de activos sigue siendo la infraestructura eléctrica de largo plazo.

#### Alta Intensidad de Capital:

Construir una central hidroeléctrica, un parque eólico o modernizar una red de distribución requiere un desembolso de capital (Capex) masivo inicial, años antes de que el activo genere su primer peso de ingreso.

**Incompatibilidad con Deuda Bancaria Simple:** Es inviable financiar un activo de 40 años con un crédito bancario de 5 años (descalce de plazos).

**Afinidad por Bonos y Project Finance:** La estructura de financiamiento natural para estos activos es la emisión de bonos corporativos en los mercados de capitales (locales e internacionales) y el uso de esquemas de Project Finance (donde el crédito se paga con los flujos futuros del propio proyecto).

**Teoría del Trade-Off:** A diferencia del Retail (que puede seguir el Pecking Order), las empresas de energía se ajustan perfectamente a la Teoría del Trade-Off. Sus activos tangibles y flujos estables les permiten soportar altos niveles de deuda, maximizando así el escudo fiscal (beneficio tributario) de los intereses.

#### El Desafío de la Transición Energética:

El período de estudio (2020-2024) coincide plenamente con la aceleración de la transición energética en Chile. El plan nacional de descarbonización obliga a empresas como Colbún

y Enel a cerrar sus centrales a carbón y reemplazarlas por generación renovable (solar y eólica).

Esto ha generado un nuevo ciclo masivo de Capex que requiere miles de millones en financiamiento. Para atraer a inversionistas sensibles al cambio climático, las empresas del sector han sido pioneras en el uso de nuevos instrumentos financieros:

**Bonos Verdes (Green Bonds):** Deuda emitida específicamente para financiar proyectos "verdes" (ej. un parque solar).

**Bonos Ligados a la Sostenibilidad (Sustainability-Linked Bonds - SLB):** Instrumentos donde la tasa de interés está sujeta al cumplimiento de metas de sostenibilidad (ej. reducir X toneladas de CO2 para 2025). Colbún y Enel han sido actores muy activos en este mercado.

**Contexto del sector Industrial:**

El sector industrial en Chile agrupa a un conjunto diverso de compañías cuyo negocio principal es la transformación de materias primas en bienes de consumo o intermedios. A diferencia de sectores como la banca o el retail, no existe un único modelo de negocio.

Las tres empresas seleccionadas son un claro ejemplo de esta diversidad, operando en sub-sectores con dinámicas de capital, riesgo y mercado completamente distintas:

**CCU S.A.:** Una de las mayores empresas de bebidas de la región. Su modelo de negocio se asemeja al de bienes de consumo de alta rotación (FMCG). Su foco está en la construcción de marca, la eficiencia en producción (plantas embotelladoras) y una vasta red de distribución. Su demanda tiende a ser estable y predecible, ligada al consumo interno de los países donde opera (principalmente Chile, Argentina).

**Empresas CMPC S.A.:** Un actor global en la industria de la celulosa, papel y productos forestales. Su negocio es de naturaleza cíclica (commodity), altamente dependiente de los precios internacionales de la celulosa. Es una de las industrias más capital-intensivas que existen, requiriendo "mega-proyectos" (plantas de celulosa) que cuestan miles de millones de dólares.

**Viña Concha y Toro S.A.:** Un líder mundial en la industria del vino. Su modelo es un híbrido entre la agricultura (posee y gestiona miles de hectáreas de viñedos) y el FMCG (gestiona un portafolio de marcas globales de alto valor). Su negocio está fuertemente orientado a la exportación.

**Activos Biológicos y su Contabilidad:**

Un factor determinante para CMPC y Viña Concha y Toro es la propiedad de activos biológicos (bosques y viñedos, respectivamente). CCU, en cambio, no posee esta clase de activos.

**Impacto Contable (NIC 41):** Según la Norma Internacional de Contabilidad 41 (Agricultura), estos activos deben ser valorizados a su "valor razonable" (fair value) en cada cierre contable.

**Impacto Financiero:** Esto genera una alta volatilidad no monetaria en el Estado de Resultados. Por ejemplo, un cambio en el precio esperado de la madera o una nueva tasa

de descuento puede generar una "ganancia" o "pérdida" de cientos de millones en el balance de CMPC, sin que haya entrado o salido un solo peso de la caja.

Impacto en la Financiación: Si bien genera volatilidad contable, estos activos (que valen miles de millones) son el colateral primario de la empresa. Los bosques de CMPC, que tardan décadas en madurar, son la contraparte perfecta para financiamiento de muy largo plazo (bonos a 20 o 30 años).

Exposición Global:

El perfil de ingresos de estas empresas es drásticamente diferente y define su estrategia de financiamiento:

Exportadores (CMPC y Concha y Toro): Ambas son empresas de escala global que generan la mayor parte de sus ingresos en Dólares (USD) y Euros (EUR). Sin embargo, una porción relevante de sus costos (mano de obra, servicios, costos locales) está en Pesos Chilenos (CLP).

Riesgo de Tipo de Cambio: Esta asimetría (ingresos en USD, costos en CLP) las expone a un alto riesgo cambiario.

Financiamiento como Cobertura (Hedge Natural): Para mitigar este riesgo, la estrategia financiera más lógica para CMPC y Concha y Toro es endeudarse en la misma moneda en que venden. Por lo tanto, se espera que sus pasivos financieros estén denominados principalmente en Dólares (USD). Esto crea un "calce natural": si el dólar sube, sus ingresos (en pesos) suben, pero su deuda (en pesos) también, anulando parte del efecto.

Enfoque Regional (CCU): CCU, si bien opera en otros países de Latam, tiene una base de ingresos mucho más ligada a las monedas locales (CLP, ARS). Por lo tanto, es probable que su estructura de deuda prefiera instrumentos locales, como bonos en UF o CLP, para calzar con la moneda de sus ingresos.

Alta Intensidad de Capital:

Las tres empresas son capital-intensivas. Requieren inversiones constantes y masivas en activos fijos (Propiedad, Planta y Equipo) para mantener y expandir su operación.

CMPC: Construcción de gigantescas plantas de celulosa (ej. Proyecto MAPA).

CCU: Modernización de plantas de cerveza, líneas de embotellado y centros de distribución.

Concha y Toro: Plantación de nuevos viñedos, tecnificación de bodegas y compra de barricas.

Este alto Capex es el principal motor de su endeudamiento. Dado que son inversiones de largo retorno, las empresas no pueden financiarlas con crédito de corto plazo. Esto las convierte en candidatas ideales para la Teoría del Trade-Off: utilizan activamente los mercados de capitales para emitir bonos de largo plazo, aprovechando sus sólidos activos como colateral y el beneficio del escudo fiscal.

## Historia/Evolución:

Retail:

Ripley:

RIPLEY CORP S.A., RUT N° 99.579.730-5, tiene su domicilio principal en Huérfanos N°1052 4° piso, comuna Santiago.

Los orígenes de Ripley se remontan a 1956, cuando Calderón Confecciones abrió su primer establecimiento dedicado a la confección y venta minorista de ropa masculina. En 1964, la empresa inauguró la primera tienda Ripley en pleno centro de Santiago, marcando el inicio de su consolidación en el mercado chileno. Posteriormente, en 1985, se implementó el formato de tienda por departamento, con la apertura de un local en Santiago, lo que significó una transformación en su modelo de negocio.

La década de 1990 estuvo marcada por la expansión y la internacionalización. En 1993 se inauguró Ripley Parque Arauco, la primera tienda dentro de un centro comercial, y en 1997 se concretó la apertura de la primera tienda en el extranjero, en Lima, Perú. En el año 2000, la compañía incursionó en el comercio electrónico con el lanzamiento de su plataforma digital [www.ripley.cl](http://www.ripley.cl), anticipándose a las tendencias de digitalización en el retail.

En los años siguientes, Ripley avanzó en la consolidación de su estructura corporativa y financiera. En 2003 abrió una oficina en Hong Kong, con el objetivo de fortalecer la relación con proveedores y optimizar los procesos logísticos desde Asia hacia Chile y Perú. Ese mismo año, Ripley Chile S.A. realizó su primera emisión de bonos en el mercado local, lo que representó un hito en su estrategia de financiamiento. En 2005, la empresa efectuó una apertura bursátil equivalente al 15% de su propiedad, y en 2007 Ripley Corp. S.A. realizó la emisión de un bono local por aproximadamente UF 6 millones. Posteriormente, en 2009 adquirió el 22,5% de la sociedad Nuevos Desarrollos S.A., propietaria de los centros comerciales Mall Plaza Alameda y Mall Plaza San Bernardo, además de emitir un nuevo bono por UF 3 millones.

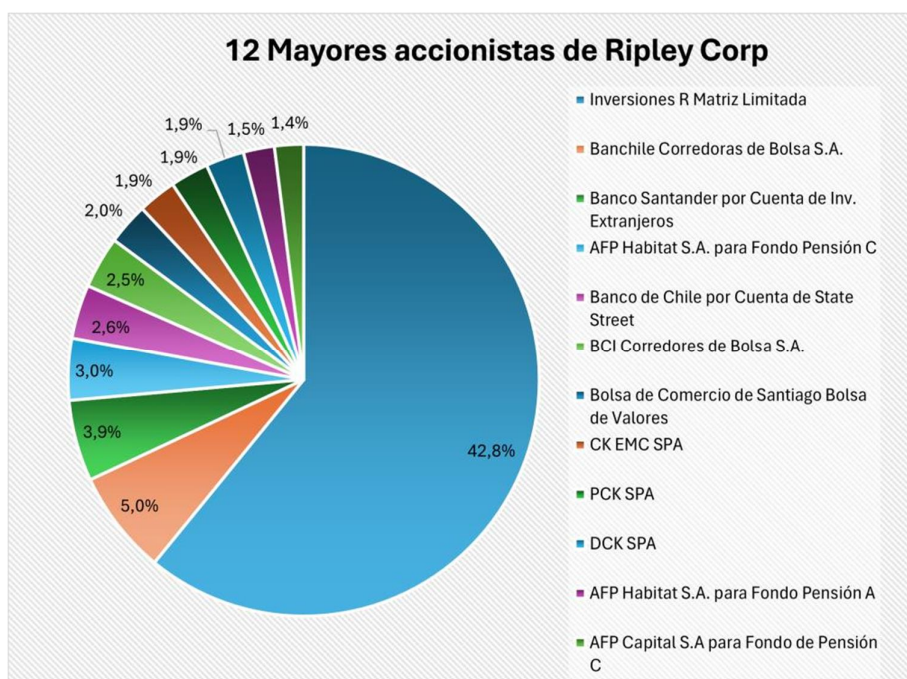
En la década siguiente, la compañía profundizó su integración financiera. En 2014 se colocó el primer bono del Banco Ripley Chile, el cual fue respaldado por una mejora en la clasificación de riesgo otorgada por Fitch Ratings y Feller Rate, que en 2015 elevaron la nota de la institución a  $\text{AA}+\text{ö}$  y  $\text{öN1ö}$ . En 2018, Ripley Corp. pasó a integrar el índice S&P Chile (S&P/CLX IPSA), reemplazando al antiguo IPSA, lo que reforzó su posicionamiento en el mercado de capitales.

El año 2021 representó un hito histórico en los resultados financieros de la compañía, reflejando el éxito de su estrategia de crecimiento y de su propuesta omnicanal. Durante este período, Ripley fortaleció su plataforma de Marketplace, ampliando la oferta hacia nuevas categorías mediante la incorporación de emprendedores y alianzas estratégicas, consolidando así su posición como uno de los principales actores del retail chileno.

Misión: mejorar la calidad de vida de las personas a través de sus productos y servicios, enfocándose en ser un retail líder en el mercado, ofreciendo una experiencia de compra fascinante y ayudando a los clientes a cumplir sus sueños, a la vez que busca ser un ecosistema relevante a través de un modelo sostenible.

Visión: Ser un ecosistema relevante en los países donde operemos, a través de un modelo de negocio sostenible que genere la preferencia de nuestros clientes, que impulse a nuestros socios estratégicos, facilite el desarrollo de nuestros colaboradores, y maximice el retorno del capital invertido, manteniendo así nuestro compromiso de responsabilidad con la sociedad. (Memoria 2024 Ripley)

Valores: En Ripley construimos una cultura de excelencia basada en el respeto y la confianza. Nos caracterizamos por asociar nuestras acciones a la difusión y práctica de nuestros valores. Estos han sido el principal motor para enfrentar las circunstancias adversas y fortalecer la experiencia de quienes formamos parte de Ripley Chile. Algunos de los valores son la Integridad, confianza, servicio, compromiso y entrega. (Memoria 2024 Ripley)



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

Falabella:

FALABELLA S.A., RUT 90.749.000-9, tiene su domicilio en Av. Presidente Riesco 5685 oficina 401, Santiago de Chile.

Los orígenes de Falabella se remontan a 1889, cuando Salvatore Falabella inauguró una gran sastrería en la calle Ahumada, en Santiago de Chile. Este hito marcó el inicio de lo que con el tiempo se convertiría en una de las compañías de retail más relevantes de América Latina.

Con el paso de las décadas, la empresa diversificó sus operaciones y fortaleció su presencia en el mercado. En 1990 se inauguró el primer centro comercial Mallplaza en Chile, consolidando un modelo de negocios que integraba distintas unidades bajo un mismo espacio. Posteriormente, en 1996, Falabella ingresó a la Bolsa de Santiago, lo que le permitió acceder a nuevas fuentes de financiamiento y potenciar su crecimiento.

El proceso de innovación y expansión continuó con el lanzamiento de su plataforma de e-commerce en 1999 en Chile, lo que significó un paso decisivo en la transformación digital del retail. En 2003, la compañía concretó la fusión con Sodimac, ampliando así su portafolio al rubro de la construcción y mejoramiento del hogar. Un año más tarde, en 2004, incursionó en el sector supermercadista con la apertura de la cadena Tottus en Chile.

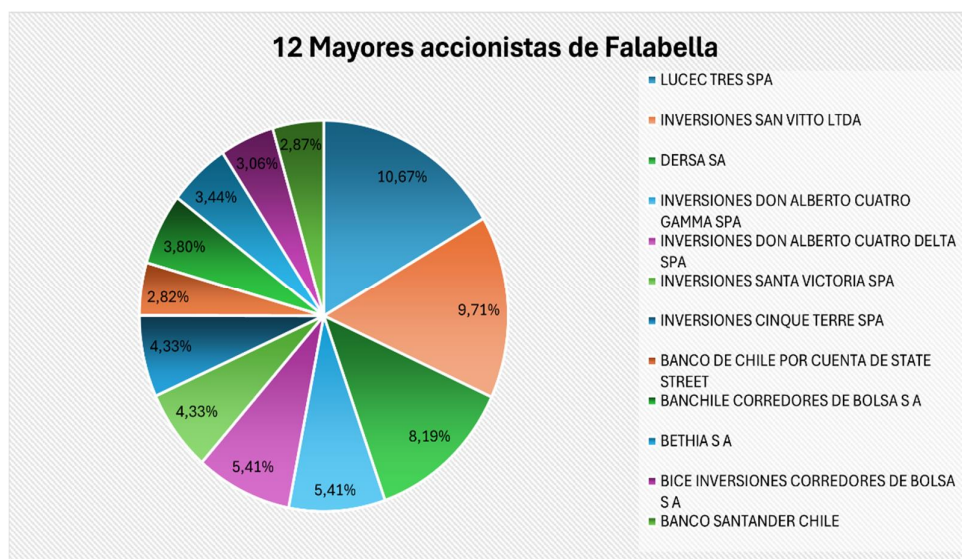
En la última década, Falabella ha fortalecido su estrategia digital y omnicanal. En 2021 lanzó Falabella.com, una plataforma de tipo Marketplace que buscó integrar y expandir su oferta hacia nuevos segmentos y emprendedores. Finalmente, en 2022 y 2023, la compañía marcó un nuevo hito al abrir la primera tienda IKEA en Chile, siendo además la responsable de introducir esta reconocida marca sueca de mobiliario a Latinoamérica.

Misión: Liderar el comercio Latinoamericano entregando la mejor experiencia de compra omnicanal.

Visión:

- Ser la marca de retail preferida y más querida por las mujeres.
- Ser la red omnicanal de retail más importante de Sudamérica, ofreciendo productos de moda, tecnología y hogar.
- Ser un espacio de encuentro entre los clientes y las últimas tendencias, inspirando y enriqueciendo sus vidas.

Valores: Somos un solo equipo, nos movemos ágilmente, nos apasionamos por el cliente, cuidamos el futuro.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

Paris (Cencosud):

CENCOSUD S.A., RUT 93.834.000-5, tiene su domicilio en Av. Kennedy N°9001 piso 6 Las Condes.

Cencosud es uno de los conglomerados de retail más importantes de América Latina, con presencia en seis países y con oficinas estratégicas en China y Uruguay, destinadas a fortalecer las operaciones comerciales y tecnológicas. A lo largo de su trayectoria, la compañía ha mantenido como sello distintivo la búsqueda de experiencias de compra diferenciadas, tanto en el formato físico como en el digital.

En marzo de 2005, Cencosud consolidó su presencia en el segmento de tiendas por departamento mediante la adquisición de Almacenes Paris S.A., lo que representó un hito clave en su estrategia de diversificación. A partir de entonces, la empresa desplegó una política activa de financiamiento a través de emisiones de bonos en los mercados internacionales. Entre los eventos más relevantes se destacan la emisión de un bono Reg S 144-A por US\$ 750 millones en 2011, seguida por otra en 2012 por US\$ 1.200 millones, junto con la oferta de acciones en la Bolsa de Nueva York (NYSE). En 2013, la compañía fortaleció su base de capital mediante un aumento de capital en Chile por US\$ 1.636 millones.

El acceso a financiamiento continuó en 2015 con la emisión de un bono internacional por US\$ 1.000 millones, dividido en dos tramos: uno de US\$ 650 millones con vencimiento a 10 años y otro de US\$ 350 millones a 30 años. En 2017, Cencosud realizó una nueva emisión de bono internacional Reg S/144-A por US\$ 1.000 millones, destacando además la exitosa ejecución del tender offer de los bonos 2021 y 2023, logrando la tasa más baja en su historia. Ese mismo año se puso fin al programa de ADR nivel 3 en la Bolsa de Nueva York y se anunció un plan de desinversión por US\$ 1.000 millones, con un plazo de ejecución estimado de 12 a 18 meses.

En 2020, la compañía llevó a cabo una importante reorganización del negocio de tiendas por departamento en Chile, en la cual Paris absorbió las tiendas de la marca Johnson, incorporando además el formato Paris Express, orientado a la venta exclusiva de vestuario, calzado y artículos deportivos. Finalmente, en 2021, la empresa avanzó en su transformación digital con el lanzamiento de la nueva aplicación Paris en Chile, consolidando así su estrategia omnicanal en el mercado chileno.

Problema o el caso en estudio:

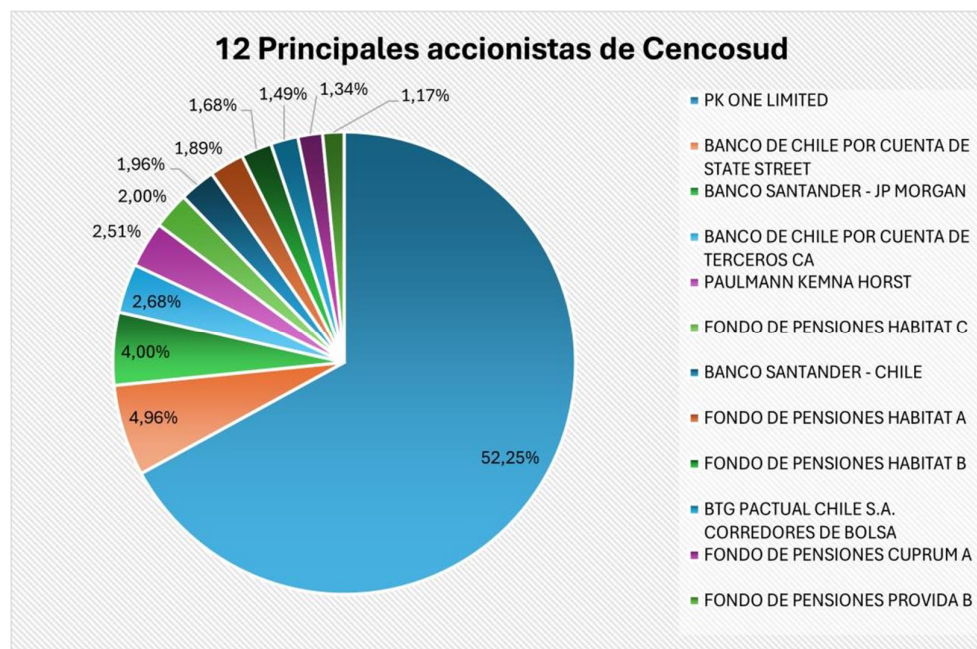
En una nota del Diario Financiero (18 de diciembre 2024, J. Troncoso Ostornol), se concluye que, en términos de los ingresos del segmento en Chile, tres empresas concentran el 82% de las ventas de las tiendas por departamentos que informan sus resultados a la CMF. Se trata de Falabella, Paris (del grupo Cencosud) y Ripley, destacó un informe de Feller Rate.

A septiembre de 2024, la mayor recaudación provino de Falabella (39,0%), Cencosud (23,1%) y Ripley (19,7%), los que, en conjunto, superan el 81,8% del total de las empresas evaluadas.

Misión: Nos dedicamos a mejorar la vida de millones de personas cada día, ofreciendo productos y experiencias que generan valor real y duradero. En Cencosud, nuestra misión es servir bien en cada interacción, con ética y excelencia, adaptándonos a las necesidades cambiantes de nuestros clientes, para construir juntos un futuro más sostenible.

Visión: Ser la tienda más querida por sus clientes, respetada por sus proveedores y admirada por sus competidores, enfocándose en la vanguardia del retail, la experiencia del cliente y, cada vez más, la sostenibilidad en sus productos y operaciones.

Valores: Pasión por el cliente, innovación, flexibilidad, colaboración, respeto e integridad.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

Bancos:

Banco Santander Chile:

BANCO SANTANDER-CHILE, RUT 97.036.000-K, tiene su domicilio en Bandera 140.

Los orígenes de Banco Santander Chile se remontan a 1978, con la apertura de una filial del Banco Santander de España en el país, enfocada principalmente en operaciones de comercio exterior. En 1982, la entidad adquirió los activos y pasivos del antiguo Banco Español Chile, en liquidación, lo que marcó el inicio de su consolidación en el sistema financiero nacional.

Durante la década de 1980, Santander impulsó una fuerte modernización tecnológica y de servicios. En 1984 implementó una red de 30 cajeros automáticos ò Telebanco TBò y se convirtió en el primer banco en ofrecer servicios como òBanco en casa por computadorò. En 1985 comenzó a operar como un grupo financiero integral mediante la creación de filiales complementarias. Entre 1989 y 1990, recompró su cartera vendida al Banco Central y adoptó oficialmente el nombre de Banco Santander Chile.

En los años noventa, la institución experimentó una etapa de expansión acelerada. En 1993 adquirió Fincard, principal procesador de tarjetas de crédito del país, alcanzando más de 100 sucursales a nivel nacional. Un año después lanzó el producto òSuperhipotecaò, que duplicó su volumen de negocios en pocos meses. En 1996 se fusionó con el Banco Osorno y la Unión, transformándose en el mayor banco del país con un 12% del mercado de préstamos. En 1998 lideró innovaciones al emitir los primeros

Bonos Garantizados de Infraestructura y al introducir el modelo de Banca Seguros en Chile.

El año 2000 marcó su entrada a la era digital con el lanzamiento del portal [www.santander.cl](http://www.santander.cl), pionero dentro del grupo a nivel global. En 2002 se fusionó con Banco Santiago, consolidando su liderazgo nacional con más de 340 sucursales. Los años siguientes reforzaron su reputación: en 2003 fue elegido por Euromoney como la empresa con mejor gobierno corporativo del país y en 2004 se posicionó como el banco más eficiente de Chile.

Entre 2006 y 2008, Santander recibió importantes reconocimientos por su excelencia en gestión y calidad, incluyendo el Premio Nacional a la Calidad y el Premio Iberoamericano a la Excelencia en la Gestión. En 2008 superó las 500 sucursales y más de tres millones de clientes. Pese a la crisis de 2009, el banco mantuvo su liderazgo y extendió su presencia con la apertura de la primera sucursal privada en Isla de Pascua.

En 2010, tras el terremoto que afectó a Chile, Santander destacó por su rápida recuperación operativa y su apoyo a la reconstrucción mediante la campaña "Chile ayuda a Chile", financiando 20 mil viviendas junto a Un Techo para Chile. En los años siguientes, inició una profunda transformación digital y comercial. En 2014 lanzó Santander Trade, plataforma para internacionalizar Pymes, y fue reconocido como el mejor banco del país por LatinFinance.

Desde 2015 el banco ha centrado su estrategia en la experiencia del cliente y la innovación. Se lanzó el modelo Advance para Pymes y se inauguró el innovador concepto Work/Café, que combina cafetería, coworking y servicios financieros. En 2017 debutó Santander Life, una propuesta de valor que premia el buen comportamiento financiero, y en 2018 la institución renovó su imagen de marca, modernizando su identidad visual.

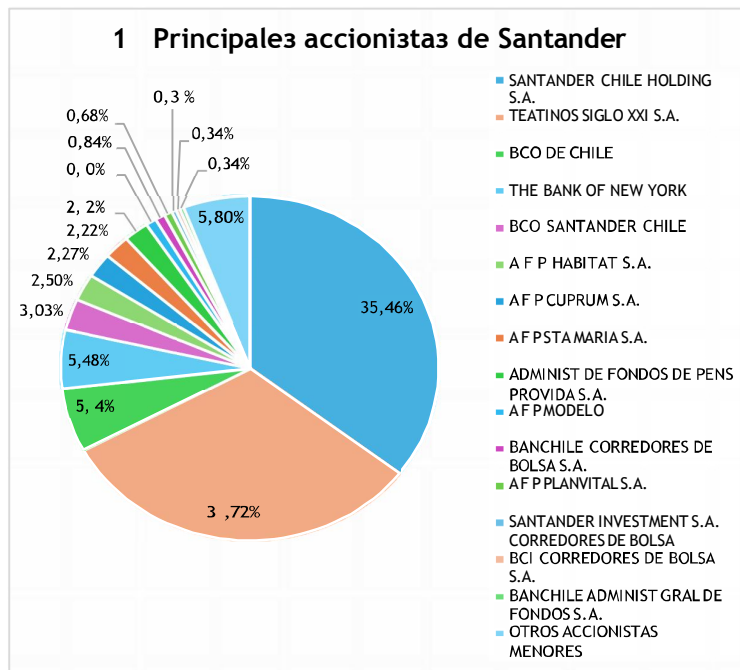
En los años recientes, Santander ha seguido liderando la transformación digital del sistema financiero chileno. En 2019 impulsó el modelo de cuatro partes en medios de pago y lanzó la red Getnet. Durante la pandemia de 2020, implementó medidas de apoyo financiero y fortaleció su infraestructura tecnológica. En 2021 avanzó en sostenibilidad con los 10 compromisos de Banca Responsable y la emisión de financiamientos verdes.

En 2022 anunció la construcción del Campus Santander en Las Condes, diseñado bajo altos estándares medioambientales, y en 2023 emitió su primer bono verde bajo el marco ESG, junto con la inauguración de Work/Café Inversiones, reforzando su compromiso con la innovación, la sostenibilidad y la cercanía con sus clientes.

**Misión:** Ser el mejor banco, actuando de manera responsable y ganando la lealtad de nuestros clientes, accionistas, colaboradores y la sociedad.

**Visión:** Ser la mejor plataforma abierta de servicios financieros, actuando de forma responsable y ganándonos la confianza y fidelidad de nuestros empleados, clientes, accionistas y de la sociedad.

**Valores:** Ser sencillos, personales y justos, actuar con integridad, apertura, inclusión, potenciar personas en un entorno colaborativo.



*Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.*

**Banco Créditos e Inversiones (BCI):**

BANCO DE CREDITO E INVERSIONES, RUT 97.006.000-6, tiene su domicilio en Av. El Golf 125.

Fue fundado en 1937 por Juan Yarur Lolas, con el propósito de apoyar el desarrollo económico y social de Chile a través del financiamiento a empresas y personas.

En 1955, se establece oficialmente el nombre Banco de Crédito e Inversiones, consolidando su identidad corporativa. En 1964, incorpora el reloj de arena como símbolo institucional, representando el valor del tiempo para sus clientes.

Durante las décadas siguientes, el banco destacó por su espíritu innovador: en 1978 implementó el primer Banco en línea para asegurar la continuidad del servicio a nivel nacional, y en 1985 instaló los primeros cajeros automáticos.

En 1989, BCI lanzó el Pago Automático de Cuentas y la Cuenta Prima, marcando un avance en la automatización de servicios. Dos años más tarde, en 1991, Jorge Yarur anunció el pago total de la deuda subordinada, demostrando la solidez financiera del banco.

En 1992, el logotipo del reloj de arena fue modernizado con un diseño inspirado en Miró, reflejando un estilo más contemporáneo. En 1998, Bancrédito S.A. pasó a llamarse BCI Corredor de Bolsa S.A., fortaleciendo su presencia en el mercado de valores.

En 2006, BCI lanzó los programas Nace (apoyo a nuevos emprendimientos) y Renace (para quienes buscan una segunda oportunidad empresarial).

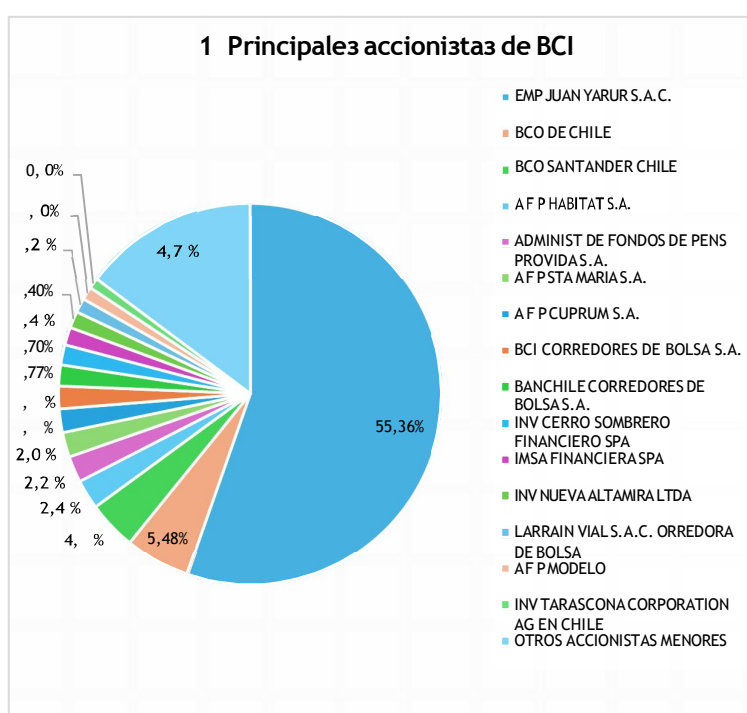
En 2016, fue incluido en la lista Change the World de la revista Fortune, gracias a su impacto social positivo mediante el programa BCI Nace.

Finalmente, en 2019, BCI amplió su ecosistema digital con el lanzamiento de la tarjeta física de MACH, consolidando su liderazgo en innovación tecnológica y servicios financieros digitales.

**Misión:** Corporación de soluciones financieras que participa en todos los negocios y operaciones financieras que la Ley General de Bancos le permite, ofreciendo a la comunidad productos y servicios con procesos de alta eficiencia operacional y excelencia en la calidad, con una permanente innovación tecnológica, prudentes políticas de administración de riesgos y exigentes estándares éticos.

**Visión:** Aspiramos a ser líderes regionales en innovación, cercanía y experiencia de clientes, y ser reconocidos como el mejor lugar para trabajar y desarrollarse.

**Valores:** Transparencia, la confianza, la ética, la innovación, la responsabilidad y la eficiencia.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

**Banco de Chile:**

BANCO DE CHILE, RUT 97.004.000-5, tiene su domicilio en Ahumada 251.

El Banco de Chile fue fundado en 1893, producto de la fusión de tres importantes instituciones financieras de la época: el Banco de Valparaíso, el Banco Nacional de Chile y el Banco Agrícola. Un año después, en 1894, inició sus operaciones con una red de 25 sucursales en todo el país, consolidándose rápidamente como una pieza clave del sistema financiero nacional.

En 1926, trasladó su Casa Matriz al edificio de Ahumada 251, en Santiago, lugar que se convertiría en un ícono de la banca chilena. Durante las décadas siguientes, el Banco de

Chile mantuvo un rol central en el desarrollo económico del país: en 1930, logró superar la crisis económica gracias a su sólida base de capital, y en 1960 apoyó la reconstrucción de las zonas afectadas por el terremoto y tsunami de Valdivia, otorgando créditos especiales a las comunidades damnificadas.

En la década de 1970, la CORFO se convirtió en su principal accionista tras el proceso de estatización de la banca (1973), pero en 1975 la propiedad y control regresaron a inversionistas privados. En 1982, comenzó su proceso de internacionalización con la apertura de una sucursal en Nueva York, y al año siguiente, en 1983, fue intervenido temporalmente por la autoridad en el contexto de la crisis financiera global y local.

Durante 1986-1987, adquirió los activos y pasivos del Banco Continental, incorporó a 30 mil nuevos accionistas mediante el programa de òcapitalismo popularö, y absorbió las operaciones del Banco Morgan Finanza. En 1996, con el fin de dar solución a la deuda subordinada, se reestructuró como SM-Chile S.A., creando filiales como SAOS S.A., responsable de la deuda con el Banco Central, y una nueva sociedad operativa que mantuvo el nombre Banco de Chile.

En los años 2000, concretó importantes fusiones: en 2002, se fusionó con el Banco de A. Edwards, y en 2008, absorbió los activos y pasivos de Citibank Chile, dando origen a una asociación estratégica entre Citigroup y Quiñenco bajo LQ Inversiones Financieras S.A.

Durante la década de 2010, el Banco de Chile fortaleció su presencia internacional y su compromiso con la sostenibilidad, ingresando al índice accionario MSCI y al Dow Jones Sustainability Index Chile (DJSI). En 2014, LQ Inversiones Financieras elevó su participación accionaria al 51%.

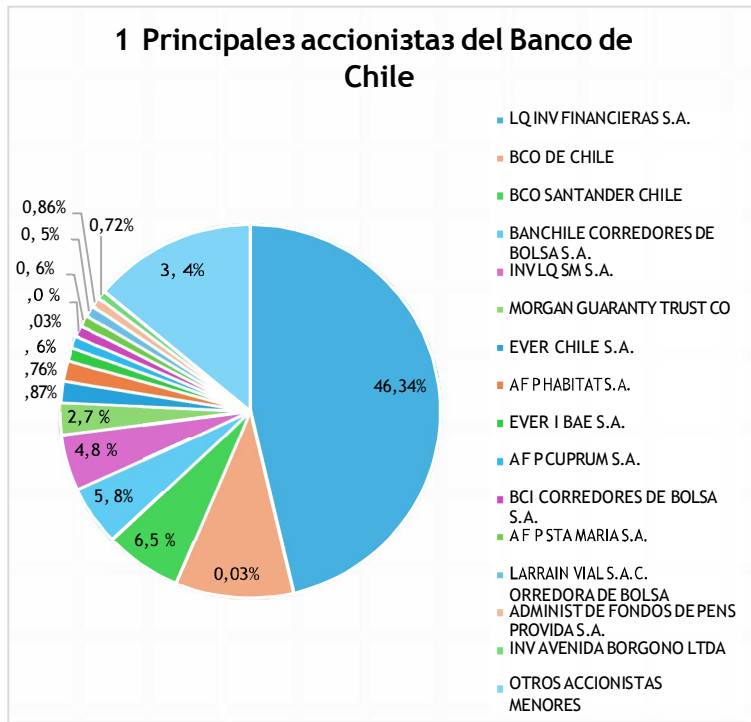
En 2019, el Banco pagó anticipadamente la deuda subordinada con el Banco Central, aumentando su free float al 44%. Posteriormente, entre 2020 y 2024, lideró diversas iniciativas para enfrentar la crisis sanitaria del COVID-19, incluyendo apoyo a clientes y comunidades, y el lanzamiento de productos digitales como la Cuenta FAN, FAN Emprende, FAN Clan y FAN Ahorro.

En los últimos años, el Banco ha sido reconocido por su compromiso con la sostenibilidad, emitiendo bonos sociales y un bono internacional por US\$500 millones en 2023. En 2024, alcanzó un retorno sobre capital y reservas promedio de 23,1%, una eficiencia de 37,1%, y se posicionó como la empresa más valiosa de Chile en términos de capital bursátil, reafirmando su liderazgo en el sistema financiero nacional.

Misión: Somos una Corporación líder conectada al mundo, con una prestigiosa tradición de negocios. Proveemos a cada segmento de clientes servicios financieros de excelencia, con soluciones creativas, ágiles y efectivas, asegurando la creación de valor para nuestros accionistas, empleados y la comunidad en general.

Visión: Buscamos permanentemente, en todo lo que hacemos, ser el mejor banco para nuestros clientes, el mejor lugar para trabajar y la mejor inversión para nuestros accionistas. Lo hacemos de forma comprometida con las personas que conforman nuestra Organización y con el desarrollo de la comunidad.

Valores: Integridad, compromiso, respeto, lealtad, prudencia, responsabilidad y justicia.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

Energía:

Copec:

EMPRESAS COPEC S.A., RUT 90.690.000-9, tiene su domicilio en Av. El golf 150 piso 17.

La Compañía de Petróleos de Chile (Copec) fue fundada en 1934 por 86 emprendedores chilenos, con el propósito de asegurar el suministro de combustibles en el país. Comenzó sus operaciones en 1935, marcando el inicio de una historia de liderazgo en el sector energético nacional.

En 1956, Copec, junto a ENAP y Esso, fundó Sonacol, sociedad destinada a la construcción, mantención y operación de oleoductos. Un año más tarde, en 1957, adquirió la representación exclusiva de Mobil en Chile y construyó una planta elaboradora de lubricantes en Las Salinas, Viña del Mar.

Durante la década de 1960, la empresa diversificó sus operaciones: en 1964 ingresó al mercado de combustibles para aviación mediante la creación de la Sociedad de Inversiones de Aviación Ltda. (SIAV), y en 1965 abrió su primer Rutacetro, introduciendo en Chile el concepto de tiendas de conveniencia en carretera, un modelo pionero para la época.

En 1986, Copec inició una nueva fase de expansión bajo el control del Grupo Angelini, consolidando un modelo basado en la eficiencia operativa y la atención al cliente. Un año después, en 1987, lanzó su icónico eslogan "Primera en Servicio", que se mantiene vigente como símbolo de su identidad corporativa.

Durante la década de 1990, Copec amplió su presencia y líneas de negocio. En 1990, inauguró la primera tienda Pronto en Nos, comenzando una red nacional de conveniencia. En 1992, participó en la fundación de CLAPSA, consorcio internacional de prospecciones petroleras en Ecuador. En 1996, se convirtió en socia fundadora de Metrogas, ingresando al negocio del gas natural, y asumió el manejo total de los lubricantes Mobil en Chile. En 1997, junto a la empresa española Areas, formó ArcoPrime para administrar la red Pronto (empresa que Copec pasó a controlar totalmente en 2014).

En 2003, Copec obtuvo los derechos exclusivos de Esso y Mobil en Chile tras un acuerdo con ExxonMobil, y se transformó en la filial encargada del negocio de combustibles líquidos y lubricantes del Grupo Angelini, dando origen al holding Empresas Copec.

En 2010, inició su internacionalización al ingresar a la sociedad controladora de Terpel, principal distribuidora de combustibles en Colombia. En 2011, lanzó el programa de fomento lector òViva Leer Copecò, que ha instalado más de 100 bibliotecas escolares en comunidades vulnerables. Un año después, en 2012, estrenó su primer programa de fidelidad junto a Lanpass (hoy LATAM Pass).

El año 2016 marcó otro hito: Copec adquirió la cadena estadounidense Mapco Express, con una amplia red de estaciones de servicio, y acordó la compra de las operaciones de ExxonMobil en Colombia, Ecuador y Perú, proceso concluido en 2018. Ese mismo año, lanzó Copec Voltex, la red de carga eléctrica para autos más extensa de Sudamérica, iniciando su transición hacia la energía sostenible.

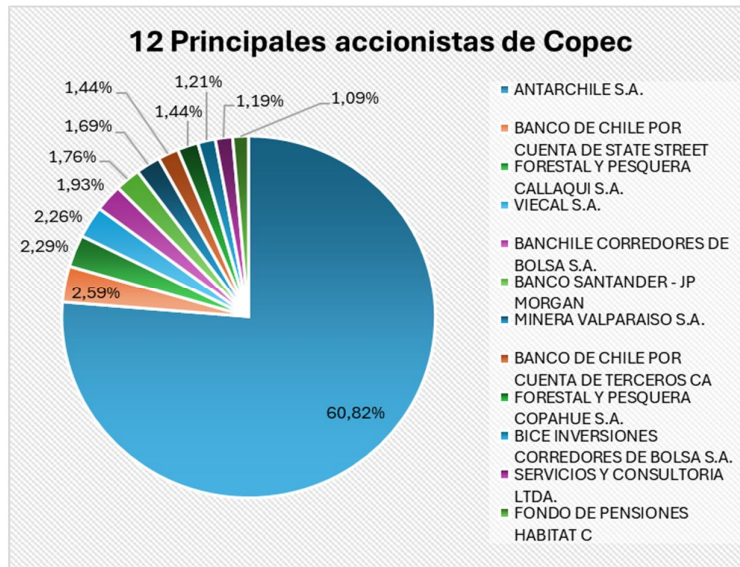
En 2019, Copec y sus concesionarios implementaron un sueldo mínimo garantizado de \$500.000 para todos los atendedores, reafirmando su compromiso social. En 2020, introdujo la App Nuevo Copec, que permite pagos digitales sin contacto, y Nuevo Empresas, dirigida a flotas de pymes.

Finalmente, en 2021, la compañía cambió su razón social a Copec S.A., reafirmando su identidad moderna y global. Ese mismo año publicó su Declaración de Cambio Climático, consolidando su compromiso con la sostenibilidad y la transición energética.

Misión: Optimizar sus operaciones para construir posiciones competitivas sólidas y expandirse hacia nuevas áreas de manera sustentable, generando un nivel de rentabilidad atractivo y contribuyendo al desarrollo de los países donde opera.

Visión: Ser un referente en las energías de hoy y de mañana, en conveniencia y movilidad, gracias a su pasión por el servicio, la innovación y la sostenibilidad.

Valores: Integridad, excelencia, innovación, Largo plazo, las personas en el centro.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

Colbún:

COLBUN S.A., RUT 96.505.760-9, tiene su domicilio en Av. Apoquindo 4775 piso 11.

Colbún S.A. tiene sus orígenes en 1985, cuando se inician las operaciones de las centrales hidroeléctricas de embalse Colbún y Machicura, construidas por la entonces empresa estatal Endesa. Un año más tarde, en 1986, se crea la Empresa Eléctrica Colbún Machicura S.A. tras la división de Endesa, marcando el inicio de una trayectoria independiente en el sector energético chileno.

En 1996, entra en operación la central hidroeléctrica San Ignacio, ubicada en la Región del Maule, y al año siguiente, en 1997, la Corporación de Fomento (CORFO) licita la participación accionaria que permite el ingreso de inversionistas privados, dando paso al retiro del Estado del control de la compañía.

Durante 1998, se inaugura la central hidroeléctrica Rucúe en la Región del Biobío, mientras que en 1999 comienza a operar la central de ciclo combinado Nehuenco I, en la Región de Valparaíso, consolidando la diversificación de la matriz de generación.

En 2002, Colbún amplía su capacidad con la puesta en marcha de las centrales Nehuenco II y Nehuenco III, esta última de ciclo abierto. Tres años después, en 2005, el Grupo Matte asume el control de la empresa, iniciando además las operaciones de la central térmica Candelaria.

El año 2006, el Grupo Angelini, a través de AntarChile S.A., adquiere un 9,53% de participación en Colbún. Posteriormente, en 2007, entran en servicio las centrales hidroeléctricas Quillqueo y Chiburgo, ambas en el sur del país. En 2008, se inaugura la central hidroeléctrica Hornitos (Región de Valparaíso), y en 2009, entra en operación la central de ciclo abierto Los Pinos (Región del Biobío).

En 2010, se pone en marcha la central hidroeléctrica San Clemente (Región del Maule), y dos años más tarde, en 2012, comienza a operar la central a carbón Santa María (Región del Biobío), fortaleciendo la capacidad de generación térmica del grupo.

El año 2014 destaca por la inauguración de la central hidroeléctrica Angostura y del Parque Turístico Angostura, una innovadora integración de infraestructura energética y desarrollo sustentable. En 2015, Colbún expande su presencia internacional con la adquisición del 51% de Fenix Power Perú, propietaria de una central de ciclo combinado a gas.

En 2016, la empresa es incorporada al Índice de Sostenibilidad Dow Jones (DJSI), reconocimiento a su compromiso con la gestión responsable y la sostenibilidad. En 2017, se adjudica la concesión para desarrollar el parque eólico Horizonte, uno de los proyectos más ambiciosos de energía renovable en Chile.

Durante 2018, inician operaciones la central hidroeléctrica La Mina (Región del Maule) y la planta solar Ovejería (Región Metropolitana), reflejando la diversificación hacia fuentes limpias. En 2019, se inaugura el Balneario Machicura, como parte de su compromiso con la comunidad y el desarrollo local.

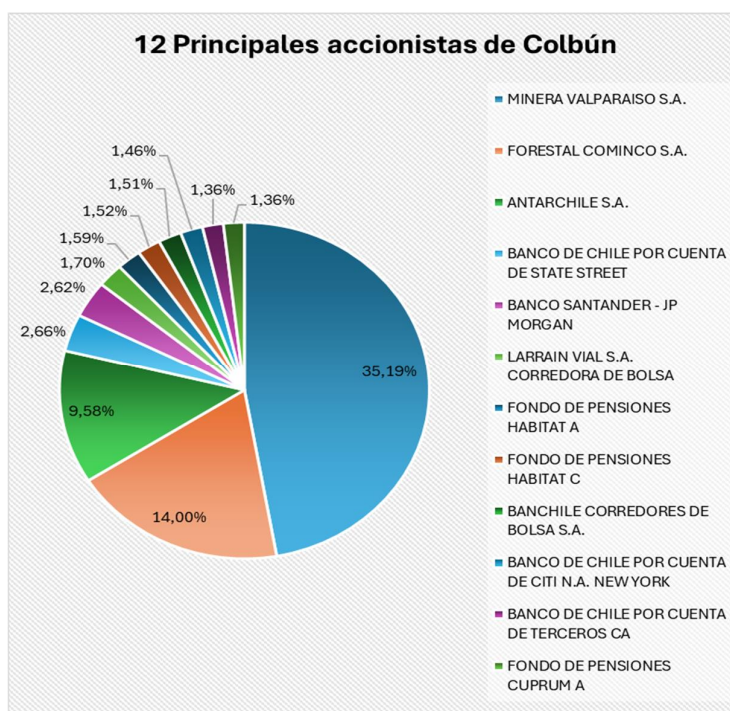
En 2020, Colbún amplía su alcance mediante la adquisición de la empresa de soluciones energéticas Efizity, fortaleciendo su presencia en el mercado de eficiencia y gestión energética. Un año después, en 2021, comienza a operar la planta solar Machicura, ubicada en la Región del Maule.

El 2022 marca otro hito con la inauguración del parque fotovoltaico Diego de Almagro Sur y la implementación de un sistema de almacenamiento BESS en la Región de Atacama. Finalmente, en 2023, la compañía redefine su propósito corporativo con la participación de más de 800 trabajadores, aumenta su participación en Fenix Power Perú al 58,4%, y establece una alianza con Sumitomo para el desarrollo de proyectos de hidrógeno verde en Chile, reafirmando su compromiso con la transición energética sostenible.

Misión: Transformamos la energía, en equilibrio con el planeta, para impulsar tus proyectos y sueños.

Visión: Ser una empresa referente en la generación y comercialización de energía segura, competitiva y sostenible.

Valores: Integridad, excelencia, pasión, innovación, colaboración.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

Enel Américas:

ENEL AMERICAS S.A., RUT 94.271.000-3, tiene su domicilio en Roger de flor 2725, torre 2, piso 19, oficina 1902.

Los orígenes de Enel Américas S.A. se remontan a 1981, cuando la Compañía Chilena de Electricidad S.A. implementa una nueva estructura societaria, creando una sociedad matriz y tres subsidiarias. Entre ellas destaca la Compañía Chilena Metropolitana de Distribución Eléctrica S.A., con lo cual se sientan las bases del desarrollo empresarial que posteriormente daría origen a Enel Américas.

En 1992, Enersis S.A. (hoy Enel Américas S.A.) inicia su expansión internacional al adquirir el 60% y control de la generadora Central Costanera (actual Enel Generación Costanera S.A.) en Buenos Aires, Argentina. Ese mismo año, la compañía se adjudica el 51% de la Empresa Distribuidora Sur S.A. (Edesur S.A.), consolidando su presencia en el mercado eléctrico argentino.

Una década más tarde, en 2002, Enersis amplía su operación en Brasil con la adjudicación de la Central Termoelectrica Fortaleza (actual Enel Generación Fortaleza) en el estado de Ceará. Ese mismo año comienza la operación comercial de la segunda fase de la interconexión eléctrica entre Argentina y Brasil (CIEN) (hoy Enel CIEN S.A.) alcanzando una capacidad de transmisión de 2.200 MW entre ambos países.

En 2006, la compañía adquiere por aproximadamente US\$17 millones la central Termocartagena en Colombia, con una capacidad instalada de 142 MW, operando con fuel oil o gas. Al año siguiente, en 2007, Enel SpA toma el control de Enersis S.A. (actual

Enel Américas S.A.) a través de Endesa S.A., fortaleciendo su posición estratégica en América Latina.

Durante 2010, Enersis S.A. concreta la venta de las compañías CAM y Synapsis, por US\$20 millones y US\$52 millones, respectivamente, como parte de su estrategia de optimización y focalización en el negocio principal de generación y distribución eléctrica.

El año 2016 marca un punto de inflexión en la historia de la empresa. Se realiza la división de Enersis S.A., Endesa y Chilectra, lo que da origen a Enel Chile y Enel Américas, separando los negocios locales e internacionales. Ese mismo año, se anuncia la compra de la distribuidora eléctrica Celg-D (hoy Enel Distribución Goiás) en Brasil, por BRL 2.187 millones, ampliando significativamente su presencia en el país.

En 2017, Enel Perú, filial 100% de Enel Américas, adquiere 47.686.651 acciones de Enel Distribución Perú por un monto de PEN 262 millones (aproximadamente US\$80 millones), operación realizada en la Bolsa de Valores de Lima. Paralelamente, Enel Brasil se adjudica la central Volta Grande de 380 MW de capacidad, por BRL 1.420 millones (cerca de US\$445 millones), con una concesión a 30 años.

El proceso de expansión continúa en 2018, cuando Enel Américas realiza la mejor oferta para adquirir Eletropaulo (hoy Enel Distribución São Paulo), la principal empresa de distribución eléctrica de la ciudad de São Paulo. La operación concluye con la adquisición del 93,3% de la propiedad, y tras un aumento de capital, la participación final alcanza el 95,88%, consolidando la posición de liderazgo de la compañía en el mercado brasileño.

En 2019, la Junta Extraordinaria de Accionistas aprueba un aumento de capital de hasta US\$3.000 millones para financiar la compra de Enel Distribución São Paulo y reestructurar su pasivo previsional. La operación concluye con una suscripción del 99,49% de las acciones, recaudando US\$3.021 millones. Posteriormente, Enel Brasil incrementa su participación hasta el 95,9% de la distribuidora y aprueba el rescate de las acciones restantes, consolidando su control total.

En 2020, Enel Américas realiza un aumento de capital dinerario en Enel Brasil S.A. por un monto de BRL 2.820 millones (aproximadamente US\$504 millones), destinados a financiar la reestructuración del fondo de pensiones de Enel Distribución São Paulo, cumpliendo así el uso de fondos aprobado por los accionistas.

El año 2021 marca la integración de Enel Green Power Américas S.p.A. mediante una fusión por incorporación, a través de la cual Enel Américas adquiere todos los activos, pasivos y operaciones de generación de energías renovables no convencionales en Centro y Sudamérica (excepto Chile). Con ello, se incorporan nuevas filiales, entre ellas Enel Green Power Brasil, Costa Rica, Colombia, Guatemala, Panamá, Perú y Argentina, además de Energía y Servicios South América S.p.A. y ESSA2 S.p.A., ampliando su alcance regional en energías limpias.

En 2022, se autoriza la fusión por absorción de las filiales en Colombia, integrando a Codensa S.A. ESP, Enel Green Power Colombia S.A.S. ESP y ESSA2 S.p.A. bajo una nueva razón social: Enel Colombia S.A. ESP. La propiedad se distribuye en 57,345% para Enel Américas S.A., 42,515% para Grupo Energía Bogotá y 0,14% para otros accionistas minoritarios. Ese mismo año, Enel Brasil vende el 100% de la Central Termoeléctrica

Fortaleza a ENEVA S.A. por US\$96 millones, y posteriormente transfiere el 99,9% de las acciones de Enel Goiás a Equatorial Energia S.A. por BRL 8.500 millones (alrededor de US\$1.600 millones), completando una importante reorganización de activos.

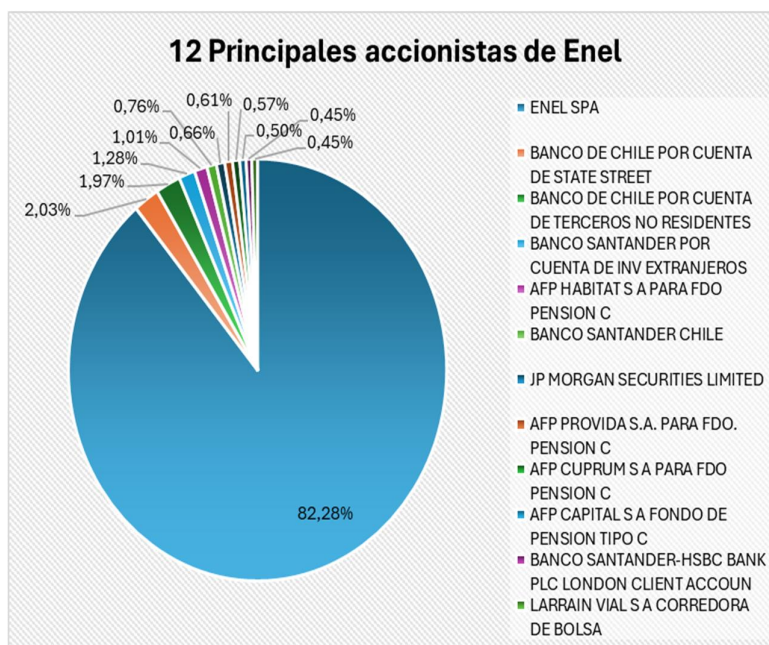
Finalmente, en 2023, Enel Américas continúa su proceso de optimización de portafolio con la venta de sus participaciones en las subsidiarias argentinas Enel Generación Costanera e Inversora Dock Sud, registrando pérdidas por deterioro de activos de US\$165,6 millones y US\$149,6 millones, respectivamente. La empresa también concreta la venta del 75,7% de Enel Generación Costanera a Central Puerto S.A. por US\$48,3 millones, y la venta del 41,2% de Central Dock Sud a YPF Luz y Pan American Sur por US\$52,4 millones.

Ese mismo año, Enel CIEN transfiere los activos de las líneas de transmisión Garabi I y II a TAESA, recibiendo una indemnización de US\$184,8 millones y una ganancia de US\$107 millones. Además, Enel Colombia, junto a Enel Guatemala y Generadora Montecristo, vende Transnova al Grupo Energía de Bogotá por US\$33,5 millones, y transfiere la Central Térmica Cartagena y la Sociedad Portuaria Central Cartagena a SMN Termo Cartagena, completando un proceso de desinversión enfocado en eficiencia y sostenibilidad.

Misión: Entregar cada vez más servicios a un mayor número de personas, impulsar a las economías de las comunidades donde opera y ampliar el acceso a la energía donde sea posible.

Visión: Impulsar la electrificación, satisfacer las necesidades de las personas y construir un mundo mejor.

Valores: Confianza, Innovación, Proactividad, Respeto, Flexibilidad.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

Industrial:

Compañía cerveceras unidas (CCU):

COMPAÑIA CERVECERIAS UNIDAS S.A., RUT 90.413.000-1, tiene su domicilio en Av. Vitacura 2670 piso 23.

Los orígenes de Compañía Cervecerías Unidas S.A. (CCU) se remontan a mediados del siglo XIX, cuando en 1850 el empresario Joaquín Plagemann fundó en Valparaíso la primera fábrica de cervezas de Chile, marcando el punto de partida de la industria cervecera nacional. Un año más tarde, el inmigrante alemán Carlos Anwandter estableció la Compañía de Cerveza de Valdivia, consolidando la tradición cervecera en el sur del país. Ambas iniciativas sentaron las bases de lo que décadas después se transformaría en la principal productora de cervezas de Chile. En 1889, la fusión de la primera cervecera de Valparaíso con la Fábrica de Cerveza de Limache dio origen a la Fábrica Nacional de Cerveza, la cual en 1902 adoptó su nombre definitivo: Compañía Cervecerías Unidas.

Durante la primera mitad del siglo XX, CCU experimentó un proceso sostenido de crecimiento y consolidación territorial. En 1916, tras incorporar las principales fábricas del país ò Ebner de Santiago, Anwandter de Valdivia y Compañía Cervecera La Calera ò , la empresa se convirtió en el principal productor nacional de cerveza. En esos años también amplió su portafolio al ingresar al negocio de las bebidas gaseosas con la marca Bilz, pionera en su tipo. Las décadas siguientes estuvieron marcadas por la adquisición de múltiples cerveceras regionales, extendiendo su presencia a ciudades como Concepción, Talca, Antofagasta, Osorno y La Serena, con lo que consolidó una red productiva a nivel nacional. En 1959, CCU comenzó a producir Pepsi-Cola bajo licencia, y en 1960 amplió su negocio de bebidas con la adquisición de Aguas Cachantun, símbolo de su diversificación en el rubro de líquidos no alcohólicos.

La década de 1980 marcó un punto de inflexión en la estructura corporativa de la empresa. En 1979, adoptó su actual razón social, Compañía Cervecerías Unidas S.A., y en 1986 se conformó Inversiones y Rentas S.A., sociedad controladora creada por el grupo chileno Luksic (a través de Quiñenco S.A.) y el grupo alemán Schörghuber (Paulaner Salvator A.G.), que adquirió el 64,3% de la compañía. Este hito representó la modernización y capitalización de CCU, impulsando una nueva etapa de crecimiento y alianzas estratégicas internacionales.

A partir de la década de 1990, CCU inició un proceso de expansión y diversificación regional sin precedentes. Ingresó al negocio vitivinícola con la adquisición de Viña San Pedro S.A. (hoy Viña San Pedro Tarapacá S.A.), al negocio del pisco mediante la creación de la Compañía Pisquera de Chile, y al segmento de alimentos a través de Calaf y Natur. Paralelamente, la compañía internacionalizó sus operaciones, incursionando en los mercados cerveceros de Argentina, Croacia, Uruguay y Colombia, fortaleciendo así su presencia latinoamericana. En 1992, CCU se convirtió en la segunda empresa chilena en colocar American Depositary Receipts (ADRs) en el mercado estadounidense, reflejo de su creciente reputación en los mercados de capitales internacionales.

En los años 2000, CCU profundizó su modelo multicategoría, abarcando cervezas, vinos, piscos, aguas, jugos, néctares, bebidas gaseosas y alimentos. La compañía amplió su red productiva y logística en la región, destacando la creación de sociedades conjuntas con Nestlé para el negocio de aguas minerales y con PepsiCo para la producción y distribución de bebidas. Asimismo, fortaleció su posición en Argentina, Paraguay, Uruguay y Bolivia mediante adquisiciones y asociaciones locales. En 2019, CCU lanzó su plataforma digital

La Barra, consolidando su incursión en el comercio electrónico de bebidas y reforzando su relación directa con los consumidores.

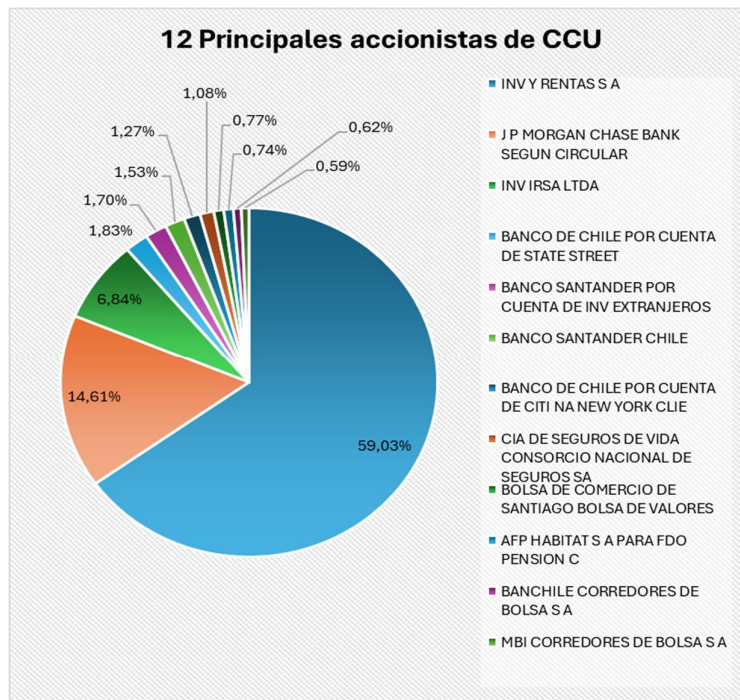
Durante la última década, CCU ha avanzado firmemente en su proceso de modernización, sostenibilidad e integración regional. En 2021, inauguró la moderna Planta Embotelladora CCU Renca, diseñada bajo altos estándares ambientales, y emitió su primer bono internacional por USD 600 millones, lo que reflejó la solidez financiera de la compañía. En los años siguientes, continuó expandiéndose en el negocio de aguas en Argentina mediante la adquisición de Aguas de Origen S.A., y fortaleció su presencia en el Cono Sur, alcanzando la propiedad total de sus filiales en Paraguay en 2024. Ese mismo año, CCU anunció la construcción de la Planta de Reciclaje CirCCUlar, orientada a la producción de resina reciclada rPET, reafirmando su compromiso con la economía circular y la gestión ambiental responsable.

Hoy, CCU se posiciona como una de las empresas de bebidas más relevantes y diversificadas de América Latina, con operaciones en Chile, Argentina, Bolivia, Paraguay, Uruguay y Colombia. Su historia refleja una constante capacidad de adaptación, innovación y sostenibilidad, sustentada en más de 170 años de trayectoria. Desde su origen como una pequeña fábrica en Valparaíso, la compañía ha evolucionado hasta convertirse en un actor multinacional con una visión clara: *“Juntos por un Mejor Vivirō*, que integra su estrategia de crecimiento, su compromiso con las personas y su contribución al desarrollo sustentable de la región.

**Misión:** Gratificar responsablemente a nuestros consumidores, busca que los consumidores disfruten y vivan buenos momentos a través de sus productos, siempre de manera responsable. Mediante marcas de alta preferencia, se enfoca en construir marcas fuertes y valoradas en la mente y el corazón de los consumidores. Por el bien de las personas, implica que sus acciones benefician a consumidores, clientes, trabajadores, accionistas y la comunidad.

**Visión:** Creando experiencias para compartir, juntos un mejor vivir: Promueve la creación de experiencias y la búsqueda de un bienestar compartido con todos sus grupos de interés.

**Valores:** Orgullo, empatía, superación y pasión.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

Empresas Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC):

EMPRESAS CMPC S.A., RUT 90.222.000-3, tiene su domicilio en Agustinas 1343 piso 3.

La historia de CMPC remonta a 1920, cuando nace òLa Papeleraö, empresa pionera dedicada a la producción de papeles y cartones en Puente Alto, Santiago de Chile. Desde sus inicios, la compañía se caracterizó por su capacidad innovadora y su orientación hacia la industrialización del país, convirtiéndose en uno de los pilares del desarrollo manufacturero chileno durante el siglo XX.

En la década de 1940, CMPC dio un paso estratégico al iniciar su negocio forestal, adquiriendo extensas zonas de pinares y desarrollando las primeras plantaciones de pino radiata en la región del Biobío. Esta decisión marcó el comienzo de su integración vertical, asegurando el abastecimiento sostenible de materias primas para la producción de papel. En 1959, la empresa realizó la primera exportación de celulosa desde Chile hacia clientes de Sudamérica, abriendo con ello una nueva etapa de internacionalización y posicionando al país como un actor relevante en la industria forestal de la región.

Durante los años setenta, CMPC reforzó su compromiso con la economía circular con la creación de la Sociedad Recuperadora de Papeles (Sorepa) en 1970, entidad dedicada a la recolección y reciclaje de papeles y cartones. Esta iniciativa representó un hito ambiental y productivo, adelantándose a las tendencias globales de reciclaje y sustentabilidad. En 1983, la compañía diversificó sus operaciones al ingresar al negocio del cuidado personal mediante la creación de Prosan, filial dedicada a la fabricación de productos sanitarios, incluyendo pañales, con lo que CMPC comenzó a ampliar su presencia en los mercados de consumo masivo.

El proceso de expansión internacional cobró fuerza en la década de 1990. En 1994, CMPC ingresó a Argentina y Uruguay mediante la adquisición de las empresas FABI e IPUSA, respectivamente, ambas especializadas en la producción de tissue. Dos años más tarde, en 1996, la compañía consolidó su liderazgo regional con la compra de Papelera del Plata en Argentina y el inicio de operaciones de productos tissue en Perú. Paralelamente, CMPC fortaleció su compromiso social con la creación de la Fundación CMPC en el año 2000, destinada a promover la educación inicial y el desarrollo de comunidades locales. En 2002 se fundó CMPC USA, la primera oficina comercial en Norteamérica, y un año después la empresa amplió su portafolio de productos con el ingreso al mercado de higiene femenina, incorporando las marcas Confidence y Ladysoft.

A partir de 2004, la sostenibilidad comenzó a ocupar un papel central en la estrategia corporativa. Ese año, CMPC obtuvo la certificación forestal CERTFOR (PEFC) para sus plantaciones en Chile, garantizando la gestión responsable de sus bosques. La internacionalización continuó con la adquisición de Absormex en México (2006), Drypers Andina en Colombia (2007) y el inicio de operaciones industriales en Ecuador (2008), donde instaló una planta de conversión de tissue y pañales. En 2009, la compañía ingresó al mercado brasileño mediante la adquisición de la planta de celulosa Guaíba, en Río Grande do Sul, y de Melhoramentos Papéis, en São Paulo, consolidando su posición como uno de los principales productores forestales y papeleros de América Latina.

Durante la década siguiente, CMPC profundizó su liderazgo en sostenibilidad y gestión responsable. En 2012, obtuvo la certificación FSC® de sus patrimonios forestales en Chile y Brasil, y en 2014 fue incluida por primera vez en el Dow Jones Sustainability Index (DJSI), reconocimiento internacional a las mejores prácticas en sostenibilidad empresarial. En 2017, la compañía se convirtió en la primera empresa chilena en emitir un bono verde en el mercado estadounidense, reflejando su compromiso con las inversiones sustentables. Al año siguiente, su edificio corporativo en Los Ángeles se transformó en el primer edificio en Chile con certificación FSC®, además de recibir los sellos LEED y CES, destacándose por su innovación arquitectónica y eficiencia energética.

El crecimiento global se mantuvo constante. En 2019, CMPC fortaleció su red internacional mediante un acuerdo con el grupo alemán GUSCO Handel G. Schürfeld + Co GmbH, la apertura de una oficina comercial en Shanghái, China, y la adquisición de Sepac en Brasil por parte de su filial Softys. En 2020, amplió su patrimonio forestal con la compra de Florestas do Sul Agroforestal Ltda., incorporando más de 5 millones de metros cúbicos de eucaliptos en Río Grande do Sul. En 2021, la empresa consolidó su presencia en Brasil con la adquisición de Carta Fabril, ampliando su capacidad en productos de higiene personal, e inició el proceso de certificación forestal FSC® en manejo y cadena de custodia.

El proceso de expansión regional continuó en 2022 con la toma de control de los activos forestales e industriales de Iguazu Celulose, Papel S.A., ubicados en Paraná y Santa Catarina (Brasil), fortaleciendo su cadena de valor en el mayor mercado de Sudamérica. Finalmente, en 2023, CMPC marcó nuevos hitos internacionales con la adquisición de Powell Valley en Estados Unidos, empresa fabricante de productos de madera de álamo, la creación de una joint venture con IFP-USA, y la compra de ONTEX México

(Grupo P.I. Mabe), consolidando la posición de su filial Softys como líder en el mercado latinoamericano de productos de cuidado personal.

A lo largo de más de un siglo, CMPC ha evolucionado desde una fábrica de papel en Puente Alto hasta convertirse en un grupo forestal, industrial y de consumo masivo con presencia en toda América y oficinas en Asia y Europa. Su historia refleja una visión estratégica orientada al desarrollo sostenible, la innovación productiva y la creación de valor compartido, consolidándose como una de las empresas más emblemáticas de la industria forestal y papelera global.

**Misión:** Producir y comercializar a partir de plantaciones desarrolladas por el ser humano productos de madera, celulosa, productos de embalaje, papeles, productos tissue y de cuidado personal, sostenibles en el tiempo, con calidad superior y competitiva, innovando y agregando valor a los accionistas y clientes y, creando oportunidades de desarrollo para los trabajadores y las comunidades locales. Buscamos ser sostenibles para alcanzar un buen desempeño económico, a través del respeto a los grupos de interés y el cuidado del medioambiente.

**Visión:** Ser una empresa líder y sostenible en el sector de la celulosa y el papel, generando valor a través de la innovación y el respeto por el medioambiente y las comunidades.

**Valores:** Colaboración, coraje, integridad, respeto.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

**Viña Concha y Toro:**

VIÑA CONCHA Y TORO S.A., RUT 90.227.000-0, tiene su domicilio en Av. Nueva tajamar 481 piso 15.

La historia de Viña Concha y Toro se remonta a 1883, cuando Don Melchor Concha y Toro, destacado político y empresario chileno, fundó la compañía con la visión de producir vinos de excelencia a partir de cepas francesas cultivadas en los fértiles suelos

del Valle del Maipo. Desde sus orígenes, la viña se consolidó como pionera en la industria vitivinícola chilena, marcando el inicio de una trayectoria de más de 140 años que ha combinado tradición, innovación y un firme compromiso con la calidad.

En 1921, la empresa se constituyó como sociedad anónima y amplió su razón social hacia la producción vitivinícola general, dando un paso clave en su institucionalización y expansión productiva. Poco más de una década después, en 1933, sus acciones comenzaron a transarse en la Bolsa de Comercio de Santiago, hito que consolidó su presencia en el mercado financiero nacional y permitió la primera exportación de sus vinos. Con el ingreso de Eduardo Guilisasti Tagle al directorio en 1957, la compañía sentó las bases para un crecimiento sostenido, orientado a la modernización de sus procesos y a la proyección internacional de sus marcas.

La década de 1960 marcó el inicio de una etapa de expansión y diversificación. En 1966, el lanzamiento de Casillero del Diablo posicionó a la viña como referente en la elaboración de vinos más complejos y de reconocimiento internacional. Dos años más tarde, en 1968, Concha y Toro adquirió Viña Maipo, incorporando nuevas zonas productivas al portafolio. En 1987, el lanzamiento de la primera cosecha de Don Melchor, considerado el primer vino ícono de la industria chilena, reflejó la madurez técnica y enológica alcanzada por la compañía. Este espíritu innovador se mantuvo con la creación de Viña Cono Sur en 1993, orientada a la producción sustentable y a la exploración de nuevos mercados.

En 1994, Concha y Toro se convirtió en la primera empresa vitivinícola del mundo en transar sus acciones en la Bolsa de Nueva York, hito que simbolizó su consolidación como actor global. Poco después, en 1996, se fundó Bodega Trivento en Mendoza, Argentina, fortaleciendo la presencia regional. La alianza estratégica con Baron Philippe de Rothschild en 1997 permitió la creación de Almaviva, un vino de clase mundial que unió la tradición francesa con la excelencia chilena. En 2001, la apertura de Concha y Toro UK marcó la creación de la primera filial de distribución fuera de Chile, fortaleciendo la estrategia comercial internacional.

Durante los años 2000, la compañía continuó diversificando su estructura y su presencia global. En 2005, la adquisición de activos en el Valle del Limarí amplió su capacidad productiva y exploró nuevos terroirs. La compra de Fetzer Vineyards en California, en 2011, integró una viña pionera en prácticas sustentables, reforzando el compromiso ambiental de la compañía. Dos años más tarde, en 2013, Concha y Toro fue reconocida por primera vez como la Marca de Vino Más Admirada del Mundo por la revista Drinks International, y obtuvo la Certificación de Sustentabilidad de Vinos de Chile, ratificando su liderazgo en gestión responsable.

La innovación se institucionalizó en 2014 con la creación del Centro de Investigación e Innovación de Viña Concha y Toro, concebido como un pilar estratégico de largo plazo. Entre 2015 y 2017, la empresa consolidó su reputación internacional al ingresar por primera vez al Dow Jones Sustainability Chile Index, mientras su filial Bonterra fue elegida Viña Americana del Año por Wine Enthusiast. Ese mismo período vio la creación de Viña Don Melchor como una entidad independiente, dedicada a potenciar el legado del vino ícono chileno. En 2018, la compañía obtuvo calificaciones históricas para sus

etiquetas, destacando el Casillero del Diablo Reserva Cabernet Sauvignon 2017 con 90 puntos otorgados por el crítico James Suckling.

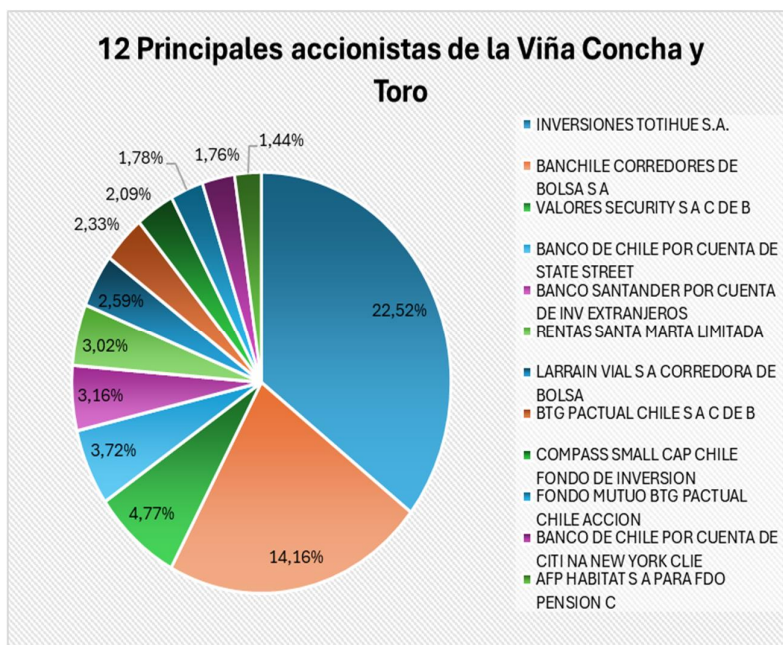
En los años recientes, Concha y Toro ha fortalecido su liderazgo global con una orientación decidida hacia la sostenibilidad y la innovación. En 2019, se convirtió en la primera empresa chilena en comprometerse con la iniciativa Business Ambition for 1.5°C de la ONU, reafirmando su compromiso con el cambio climático. En 2021, la viña ingresó a la comunidad global de Empresas B, reflejando su enfoque integral de valor social y ambiental. Un año después, su filial estadounidense adoptó el nombre Bonterra Organic Estates, consolidando su identidad sostenible, mientras Concha y Toro, Cono Sur y Bonterra fueron distinguidas en los Drinks Business Green Awards 2022.

Finalmente, en 2022, la compañía alcanzó un logro significativo al abastecer el 100% de sus operaciones en Chile, Argentina y Estados Unidos con energía renovable, reafirmando su liderazgo en prácticas responsables. En 2023, al celebrar sus 140 años de historia, Concha y Toro lanzó la campaña *Make Time Memorable*, símbolo de su vocación por crear experiencias memorables y de su legado como una de las viñas más reconocidas y admiradas del mundo.

Misión: Creamos vinos de excelencia para el mundo, abrazando un futuro comprometido con la innovación, la sustentabilidad, el desarrollo de las personas y sus comunidades.

Visión: Viña Concha y Toro aspira a ser una empresa líder global, centrada en el consumidor con foco en el desarrollo de marcas de vino Premium.

Valores: Respeto, colaboración y excelencia.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF.

### Problema central:

El problema central de esta investigación se centra en las profundas diferencias observables en las estructuras de financiamiento de las empresas líderes en Chile, no solo

entre competidores de una misma industria, sino, más significativamente, entre los distintos sectores económicos analizados: Retail, Bancos, Energía e Industrial.

Estas industrias operan bajo lógicas de negocio, marcos regulatorios y perfiles de activos fundamentalmente distintos.

- El sector Retail (Falabella, Ripley, Cencosud) basa su modelo en la gestión de capital de trabajo, alta rotación de inventarios y financiamiento al consumidor.
- El sector Bancario (Santander, BCI, Banco de Chile) no vende productos físicos; su negocio es la intermediación financiera, y su estructura de capital está estrictamente determinada por la regulación de solvencia (Basilea) y la captación de depósitos del público.
- El sector Energía (Copec, Colbún, Enel Américas) es intensivo en capital (Capex), requiriendo financiar activos fijos de muy larga duración (centrales, redes, plantas) con flujos de caja predecibles y regulados.
- El sector Industrial (CCU, CMPC, Concha y Toro) debe financiar activos biológicos de larga maduración (bosques, viñedos), plantas de producción masiva y enfrenta la volatilidad de los commodities y los mercados de exportación.

Estas diferencias operativas se reflejan directamente en sus decisiones financieras, creando estructuras de financiamiento que, a primera vista, no son comparables:

- Niveles de endeudamiento: El nivel de apalancamiento considerado "normal" o "saludable" varía drásticamente entre un banco y una empresa de retail.
- Dependencia relativa de las fuentes de financiamiento: Las empresas muestran una dependencia muy diferente del financiamiento bancario, las emisiones de bonos (locales o internacionales), el uso de capital propio o, en el caso de los bancos, los depósitos de clientes.
- Plazos de la deuda: El sector energético requiere financiamiento a 20 o 30 años, algo atípico para el capital de trabajo del retail.
- Exposición a los riesgos financieros: Cada sector gestiona riesgos distintos: el retail al riesgo de consumo e inventario; la banca al riesgo de crédito y tasa de interés; y la industria/energía al riesgo de tipo de cambio y precio de commodities.

La ausencia de un patrón único intersectorial plantea la interrogante de si existe una estructura de financiamiento óptima y diferenciada para cada sector industrial, determinada por sus activos, flujos de caja y marco regulatorio.

La identificación y análisis comparativo de estas estructuras es fundamental. Permite comprender cómo las características intrínsecas de cada industria dictan las decisiones financieras que influyen en la solidez y flexibilidad empresarial. Ofrece, además, un marco de referencia para que otras empresas del sector optimicen su financiamiento, entendiendo la lógica de su propia industria en un contexto de alta competencia e incertidumbre económica.

Relevancia del problema:

La relevancia de este problema es fundamental, ya que el análisis comparativo de estas estructuras de financiamiento, tanto intrasectorial como intersectorial, es crucial para

comprender cómo las decisiones financieras estratégicas influyen en la solidez operativa y la flexibilidad empresarial de cada compañía.

El estudio ofrece un marco de referencia analítico esencial para gerentes financieros, analistas de inversión y bancos. Permite evaluar la sostenibilidad de la estructura de capital de una empresa no de forma aislada, sino en comparación con sus pares sectoriales, entendiendo por qué su estructura debe ser diferente a la de empresas en otros sectores (ej. por qué un banco regulado no se financia como una empresa industrial exportadora).

La investigación cobra mayor relevancia en el contexto del período 2020-2024, un ciclo marcado por una incertidumbre económica extrema, alta volatilidad en las tasas de interés, presiones inflacionarias y cambios regulatorios. Analizar cómo cada sector (Retail, Bancos, Energía e Industrial) adaptó sus fuentes de financiamiento para navegar esta incertidumbre ofrece una visión crítica de su gestión de riesgos y resiliencia.

En síntesis, la relevancia de la investigación radica en la necesidad de comprender estas estructuras de financiamiento diferenciadas para poder identificar estrategias más eficientes y replicables que permitan a las empresas de cada sector optimizar su financiamiento y asegurar su viabilidad a largo plazo.

## 4. Revisión de la Literatura

La investigación moderna sobre la estructura de capital se articula, como un intento de resolver lo que Stewart C. Myers (1984) denominó "El rompecabezas de la estructura de capital". Myers encapsuló el problema central al preguntar "¿Cómo eligen las empresas sus estructuras de capital?" y respondiendo "no lo sabemos".

Este "rompecabezas" surge porque las dos principales teorías (el modelo del Trade-off Estático y el modelo de la jerarquía financiera (Pecking Order)) ofrecen explicaciones que son opuestas sobre cómo las empresas deberían y cómo realmente se comportan. Mientras el Trade-off sugiere que las empresas buscan un ratio de deuda óptimo, el Pecking Order argumenta que no existe un objetivo bien definido. El resto de esta revisión analiza estas teorías en conflicto y su evolución.

### 4.1. Definición de estructura de capital

Las decisiones sobre la estructura de capital son un problema central en las finanzas corporativas, ya que esta se entiende como la mezcla de deuda y patrimonio utilizada por la empresa para financiar sus operaciones a largo plazo (Ross, Westerfield y Jaffe, 2009). Esta combinación de recursos no solo determina el riesgo financiero de la organización, sino que también es un factor clave en la maximización del valor de la firma, dado que influye directamente en el Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC).

Históricamente, la búsqueda de una estructura de capital óptima ha sido un tema de debate. Mientras la Teoría Tradicional postula la existencia de un punto donde el WACC es mínimo y el valor de la empresa máximo, la tesis de Modigliani y Miller (1958) desafió este enfoque al argumentar que, en mercados perfectos, la estructura de capital es irrelevante.

Desde un punto de vista operativo, la estructura de capital se descompone en recursos ajenos (deuda bancaria y financiera) y recursos propios (equity proveniente de accionistas). Esta composición es de gran importancia para la gestión empresarial, ya que de este depende la viabilidad y la rentabilidad de las empresas. Su relevancia se refleja en que el valor de los activos de la empresa debe corresponder al valor de mercado de sus deudas más el de su patrimonio:

$$V = D + E$$

Donde:

- V = Valor de mercado de la empresa
- D = Valor de las deudas (recursos de terceros)
- E = Valor de los recursos propios (equity)

#### 4.2. Teoría tradicional y Modigliani & Miller

La discusión en torno a la estructura de capital comenzó con la llamada teoría tradicional, la cual plantea que existe una combinación óptima de deuda y patrimonio que minimiza el costo de capital y maximiza el valor de la empresa. Según este enfoque, el uso moderado de deuda es beneficioso, ya que permite aprovechar la deducibilidad de los intereses, reduciendo el costo promedio del capital. Sin embargo, un nivel excesivo de endeudamiento aumenta el riesgo de insolvencia y con ello el costo del capital, lo que finalmente reduce el valor de la firma.

En contraste, Modigliani y Miller (1958) formularon la teoría de la irrelevancia, según la cual, en un mercado perfecto y sin fricciones, la forma en que se financia una empresa (con deuda o con capital propio) no afecta su valor. De acuerdo con esta tesis, lo que determina el valor de la firma es la capacidad de generar flujos de caja, y no la estructura de financiamiento adoptada.

Posteriormente, en 1963, los propios autores revisaron su planteamiento inicial al considerar la deducibilidad fiscal de los intereses. En este caso, reconocieron que el uso de deuda sí podía incrementar el valor de la firma, en la medida en que generaba un escudo fiscal que reducía el costo de capital. A partir de entonces, se abrió un amplio debate sobre la relevancia de los impuestos, los costos de quiebra y las imperfecciones de mercado en la determinación de la estructura de capital óptima.

Sin embargo, el debate sobre el beneficio fiscal de la deuda no terminó ahí. El propio Miller (1977), en su influyente artículo "Debt and Taxes", introdujo los impuestos personales en el análisis. Miller argumentó que el beneficio de la deuda podía ser mucho menor o nulo incluso si se consideraban los impuestos personales. Miller demostró que si la tasa de impuestos personales sobre los intereses de la deuda es superior a la tasa sobre los ingresos de las acciones, el beneficio fiscal corporativo se reduce o puede incluso desaparecer.

Sin embargo, Miller (1977) desafió la magnitud del beneficio fiscal corporativo, argumentando que al considerar los impuestos personales de los inversionistas sobre los intereses, la ventaja fiscal de la deuda podría reducirse significativamente o incluso desaparecer en el equilibrio de mercado.

En un equilibrio de mercado, Miller sugiere que los inversionistas exigen una mayor rentabilidad antes de impuestos sobre los bonos para compensar su desventaja fiscal personal, lo que lleva a que el valor de cualquier empresa, en equilibrio, sea independiente de su estructura de capital, regresando a la proposición de irrelevancia original.

En su modelo de equilibrio de mercado, el beneficio fiscal neto de la deuda podría ser cercano a cero, resolviendo así la anomalía de por qué las empresas no se endeudan masivamente. Como Miller (1988) y Modigliani (1988) señalaron en sus retrospectivas de 30 años, el verdadero impacto de los impuestos sigue siendo uno de los elementos más debatidos de la proposición original.

En síntesis, mientras la teoría tradicional propone la existencia de un nivel óptimo de deuda, y Modigliani y Miller inicialmente niegan dicha influencia bajo supuestos irreales, los desarrollos posteriores integran factores como impuestos, costos de insolvencia y asimetrías de información, lo que dio origen a teorías más realistas como el trade-off y el pecking order.

Posteriormente, Stiglitz (1969) formalizó las condiciones extremas necesarias para que la irrelevancia de M&M se mantenga, demostrando que en presencia de limitaciones al endeudamiento y riesgo de quiebra real, la estructura de capital sí afecta el valor de la firma.

#### 4.3. Teoría del Trade-off

A diferencia de la tesis de irrelevancia de M&M, la Teoría del Trade-off surge al reconocer las imperfecciones del mercado, principalmente los impuestos y los costos de dificultad financiera (financial distress). Esta teoría establece que las empresas buscan un nivel de endeudamiento óptimo u objetivo que equilibre el valor presente del escudo fiscal generado por la deuda (dado que los intereses son deducibles) y el costo de quiebra que aumenta con el apalancamiento.

En este marco, el apalancamiento ofrece ventajas como la deducibilidad de intereses y la disciplina impuesta por los acreedores sobre la gestión. Sin embargo, un exceso de deuda incrementa el riesgo de incumplimiento, eleva el costo de financiamiento y puede reducir el valor de la empresa. El resultado es una relación no lineal: a bajos niveles de deuda, el valor de la empresa aumenta; pero, superado cierto punto, los costos de quiebra superan los beneficios fiscales, reduciendo el valor.

Gráficamente, la teoría plantea que el valor de la empresa se maximiza en un punto intermedio, donde se logra la combinación más eficiente de deuda y patrimonio. Esta idea ha sido confirmada en diversos estudios empíricos, particularmente en sectores con alto nivel de inversión en activos fijos y flujos de caja estables, donde la deuda resulta más sostenible (Frank & Goyal, 2009).

El modelo de Kraus y Litzenberger (1973) formalizó matemáticamente este equilibrio, demostrando que existe un nivel de deuda óptimo que maximiza el valor de la empresa al compensar el valor presente del escudo fiscal con el valor presente de los costos de quiebra.

Respecto a la magnitud de estos costos, Warner (1977) encontró que los costos directos de quiebra (legales) eran relativamente bajos. No obstante, Altman (1984) amplió este análisis incluyendo los costos indirectos (pérdida de clientes, ventas y reputación), estimando que pueden alcanzar hasta el 20% del valor de la empresa, justificando así la prudencia en el endeudamiento.

#### 4.4. Teoría de la Agencia

Más allá de los beneficios fiscales y los costos de quiebra, la estructura de capital también está influenciada por las relaciones entre los distintos actores de la empresa. La Teoría de la agencia, desarrollada por Jensen y Meckling (1976), parte de la idea de que una empresa es un conjunto de contratos entre accionistas, directivos y acreedores. Esta teoría explica cómo los conflictos de intereses entre estas partes impactan las decisiones de financiamiento

En este marco, los conflictos surgen porque los agentes (administradores) no siempre actúan en línea con los intereses de los principales (accionistas o acreedores). Estos conflictos generan costos de agencia, que se traducen en mecanismos de supervisión, garantías y restricciones contractuales.

Existen dos conflictos principales:

1. Accionistas vs. Directivos: los administradores pueden preferir inversiones más seguras, o incluso proyectos que les otorguen beneficios personales, en lugar de maximizar el valor de la empresa. Esto puede llevar a ineficiencias en la asignación del capital.
2. Accionistas vs. Acreedores: los accionistas pueden tener incentivos a invertir en proyectos más riesgosos, ya que si resultan exitosos capturan la mayor parte de las ganancias, mientras que si fracasan, los acreedores absorben las pérdidas.

El endeudamiento, paradójicamente, puede servir como mecanismo de disciplina para reducir los problemas de agencia. Al limitar el exceso de liquidez, obliga a los directivos a justificar sus proyectos frente a inversionistas y prestamistas. Sin embargo, un nivel elevado de deuda también incrementa el conflicto con los acreedores y eleva los costos financieros.

Estudios posteriores (Shleifer & Vishny, 1997; Harris & Raviv, 1991) han mostrado que la estructura de capital es en sí misma una herramienta de gobierno corporativo: influye en la manera en que se alinean incentivos, se supervisan decisiones y se reducen ineficiencias internas.

Una extensión crucial de la teoría de agencia es la hipótesis de los costos de agencia del flujo de caja libre (Free Cash Flow), propuesta por Jensen (1986). Jensen define el flujo de caja libre como el efectivo en exceso del necesario para financiar todos los proyectos con valor actual neto positivo.

En empresas maduras como lo sería en este caso el sector industrial, energía y Falabella y Cencosud para el retail, existe un conflicto, que consiste en que los gerentes tienen incentivos para retener ese efectivo y crecer más allá del tamaño óptimo o gastarlo ineficientemente. Según Jensen, la deuda mitiga este problema al comprometer a la

empresa a pagar flujos de caja futuros (intereses y principal), reduciendo así el efectivo disponible para los gerentes.

Una extensión crítica es la Hipótesis del Flujo de Caja Libre de Jensen (1986). Él argumenta que en empresas maduras con alto flujo de caja (como las del sector industrial), la deuda cumple un rol disciplinario fundamental: obliga a los gerentes a pagar flujos futuros, evitando que malgasten el efectivo libre en proyectos de baja rentabilidad

En síntesis, la teoría de la agencia demuestra que la estructura de capital no solo responde a la búsqueda de eficiencia financiera, sino también al desafío de alinear intereses entre directivos, accionistas y acreedores. En el sector retail, donde las decisiones de expansión y digitalización implican altos niveles de inversión, los conflictos de agencia condicionan el acceso y la sostenibilidad de las fuentes de financiamiento.

#### 4.5. Teoría de la Asimetría de información

Los conflictos de la teoría de la agencia a menudo se exageran por la asimetría de información, que ocurre cuando los directivos de una empresa tienen mejor información sobre los proyectos de inversión que los inversores. Esto genera un problema de selección adversa y puede elevar los costos de financiamiento

En el ámbito financiero, los directivos conocen mejor que los inversionistas los verdaderos rendimientos y riesgos de los proyectos de inversión, lo que genera incertidumbre y costos de financiamiento más altos (Myers, 1984).

Myers en 1984 analizó la teoría de la jerarquía financiera, en la cual se sostiene que la asimetría de información entre la gerencia y los inversores crea una jerarquía en las fuentes de financiamiento de las empresas.

Este problema se refleja en dos fenómenos principales:

1. Selección adversa: los inversionistas pueden interpretar la emisión de nuevas acciones como una señal de que la empresa está sobrevalorada, reduciendo su disposición a comprar títulos.
2. Riesgo moral: los directivos pueden tomar decisiones de financiamiento o inversión que favorezcan sus intereses en lugar de los de los accionistas o acreedores.

La literatura (Stiglitz & Weiss, 1981) ha mostrado que, en presencia de asimetría de información, las empresas tienden a enfrentar restricciones de crédito o mayores tasas de interés, ya que los prestamistas buscan compensar la falta de transparencia.

En esta teoría, los directivos de una empresa son quienes mejor conocen los verdaderos rendimientos esperados de los proyectos de inversión, existiendo una clara tendencia por parte de los inversionistas a estimar un rendimiento inferior. Es en este contexto que, cuando se emiten acciones o deuda en los mercados de capitales, los inversionistas saben que los directivos manejan información que ellos desconocen, lo que provoca incertidumbre y eleva los costos de financiamiento.

En síntesis, la teoría de la asimetría de información complementa la Pecking Order al explicar por qué las empresas prefieren recursos internos y deuda antes que acciones, pero

también ayuda a entender las diferencias entre compañías según su tamaño, nivel de transparencia y acceso a los mercados de capital.

#### 4.6 Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order)

Como respuesta directa al problema de la asimetría de información, Myers y Majluf (1984) propusieron la teoría de la jerarquía financiera (Pecking Order). Esta teoría sostiene que las empresas, para reducir los costos de la información imperfecta, siguen un orden de preferencia al momento de financiar sus proyectos.

En este esquema, las empresas priorizan primero el uso de recursos internos (utilidades retenidas), ya que no generan costos de transacción ni revelan información sensible al mercado. En segundo lugar, recurren a la deuda, que, aunque implica intereses y compromisos contractuales, resulta menos costosa que la emisión de capital. Finalmente, la emisión de acciones se considera la última alternativa, porque los inversionistas pueden interpretarla como una señal de que la empresa está sobrevalorada, lo que provoca caídas en el precio de los títulos.

Esta teoría, a diferencia del enfoque del trade-off, no busca un nivel óptimo de deuda, sino que explica la secuencia lógica de financiamiento bajo condiciones de información imperfecta. De hecho, evidencia empírica en mercados emergentes ha mostrado que las grandes empresas tienden a cumplir este orden jerárquico en mayor medida, dado que publican información más detallada y enfrentan menores costos de agencia (Baker & Martin, 2011; Grinblatt & Titman, 2002).

En síntesis, la teoría de la jerarquía financiera explica cómo las decisiones de financiamiento no siempre responden a la búsqueda de un nivel óptimo de deuda, sino a la disponibilidad relativa de recursos y al costo de acceder a ellos en un contexto de información asimétrica. En sectores como el retail, caracterizados por alta inversión en inventarios y plataformas digitales, esta teoría resulta clave para entender por qué algunas empresas priorizan deuda bancaria o bonos internacionales, mientras que otras se enfocan en generar recursos internos.

#### 4.7. Evidencia empírica en mercados emergentes y retail

La literatura sobre estructura de capital en mercados emergentes ha mostrado resultados que difieren de los modelos desarrollados en países de economías avanzadas. Factores como la volatilidad macroeconómica, la dependencia del crédito bancario y los menores niveles de transparencia financiera condicionan la validez de teorías como la del trade-off o la del pecking order.

Diversos estudios confirman que, en América Latina, las empresas suelen presentar un mayor apalancamiento de corto plazo y una dependencia significativa del financiamiento bancario. Por ejemplo, Maquieira (1998) y Altamirano (2009) muestran que las variables de tamaño, rentabilidad y tangibilidad de los activos explican gran parte de la estructura de capital de las firmas chilenas. Asimismo, un estudio comparativo de Vargas & Corredor (2011) evidencia que las empresas latinoamericanas no siguen de manera estricta las predicciones de la teoría de Modigliani y Miller, sino que sus decisiones se ven fuertemente condicionadas por restricciones de información y acceso a mercados de capital.

Castro Herrera, Morán y Rodríguez (2017) prueban empíricamente la teoría del intercambio (trade-off) y la teoría del orden jerárquico (pecking order) en empresas ecuatorianas, confirmando que los factores sectoriales y el acceso a financiamiento explican mejor las decisiones de estructura de capital que los modelos universales.

Más recientemente, investigaciones en Brasil, México y Chile (Jacinto, 2008; Baker & Martin, 2011) han destacado el papel central de la asimetría de información en la preferencia por deuda sobre acciones. Estos resultados son especialmente relevantes en sectores intensivos en inventario y capital de trabajo, como el retail.

El debate entre el Trade Off y el Pecking Order se ha centrado en una observación empírica clave: la relación negativa entre rentabilidad y apalancamiento. Fama y French (2000), en sus pruebas de ambos modelos, confirman esta relación, señalando que ñlas empresas más rentables son menos apalancadasö.

Este hallazgo es la evidencia más fuerte a favor del Pecking Order: las empresas rentables usan menos deuda porque les basta con sus fondos internos (la primera opción de la jerarquía). A su vez, es la evidencia más contradictoria para el Trade-Off: las empresas más rentables son las que más impuestos pagan y las que menos riesgo de quiebra tienen, por lo que deberían ser las que más deuda usen para maximizar el escudo fiscal.

Sin embargo, este debate no está cerrado. Investigaciones más recientes, como la de Abel (2015), han desarrollado modelos dinámicos de Trade-Off que demuestran analíticamente que ñaumentos en la rentabilidad actual o futura reducen el ratio de apalancamiento óptimoö. En este modelo, el hallazgo de que ñmás rentabilidad es igual a menos deudaö, lejos de refutar la Teoría del Trade-Off, es de hecho ñconsistente, cuando la teoría del Trade-Off es operativaö. Esto demuestra la complejidad de probar estas teorías empíricamente.

#### 4.8. Consideraciones Especiales: La Estructura de Capital en el Sector Bancario

Es crucial establecer una distinción metodológica fundamental entre el sector bancario y los sectores no financieros (Retail, Energía e Industrial). Las teorías de finanzas corporativas clásicas, que buscan un nivel de endeudamiento óptimo para maximizar el valor de la firma (como la Teoría del Trade-off) o explican la jerarquía de financiamiento (Pecking Order), no son el principal motor detrás de las decisiones de estructura de capital de un banco.

Mientras una empresa industrial (como CMPC) puede decidir emitir un bono para financiar una planta buscando minimizar su Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC), la estructura de capital de un banco (como Santander, BCI o Banco de Chile) está fundamentalmente determinada por la regulación prudencial.

Los factores distintivos del sector bancario son:

1. Dominancia de la Regulación (Basilea y CMF): La estructura de capital de un banco no es una decisión gerencial libre, sino una obligación legal. El motor dominante es el cumplimiento regulatorio, específicamente los Acuerdos de Basilea (implementados en Chile a través de la Ley General de Bancos y las normativas de la Comisión para el Mercado Financiero - CMF). El objetivo de

esta regulación no es maximizar el valor para el accionista, sino asegurar la solvencia de la entidad y proteger los depósitos del público.

2. Métricas de Capital Regulatorio (CAR): A raíz de esto, el "capital" bancario es un concepto jerárquico y legal. La métrica clave de solvencia no es el ratio Deuda/Patrimonio, sino el Índice de Adecuación de Capital (CAR). Este índice mide el capital del banco (sus recursos propios) como un porcentaje de sus Activos Ponderados por Riesgo (APR), asegurando que el banco tenga un "colchón" suficiente para absorber pérdidas inesperadas.
3. Jerarquía del Capital (Tier 1): El capital regulatorio se divide en niveles según su capacidad para absorber pérdidas:
  - Capital Nivel 1 (Tier 1): Es el capital de más alta calidad (principalmente acciones y utilidades retenidas). Es el primer y más importante colchón contra pérdidas.
  - Capital Nivel 2 (Tier 2): Capital de menor calidad que puede absorber pérdidas en caso de insolvencia (ej. bonos subordinados).
4. Naturaleza del Apalancamiento (Depósitos): El concepto de "apalancamiento" también se transforma. La principal fuente de financiamiento de un banco (su pasivo más grande) no es la deuda emitida en el mercado de capitales (bonos), sino los depósitos captados del público (cuentas corrientes, depósitos a plazo). Un banco opera bajo un modelo de alto apalancamiento basado en depósitos, usando ese financiamiento de bajo costo para "apalancar" su base de capital (Tier 1) y generar préstamos.

En consecuencia, al analizar la estructura de financiamiento de Santander, BCI y Banco de Chile en este estudio, el enfoque no será determinar si se ajustan al Trade-Off o al Pecking Order de la misma forma que los otros sectores. El análisis se centrará en cómo gestionan su estructura de capital para cumplir con los mínimos regulatorios de la forma más eficiente posible, y cómo esta gestión (la mezcla de capital y depósitos) impacta su rentabilidad (ROE) y riesgo.

## Metodología

Para responder a las preguntas de investigación y contrastar las hipótesis, se utilizará una metodología de enfoque cuantitativo con un diseño no experimental, comparativo de casos y longitudinal. Esta estructura permitirá un análisis riguroso y reproducible de las estrategias de financiamiento de las 12 empresas, conectando la evidencia empírica con el marco teórico y el contexto macroeconómico del periodo.

### 5. Unidad de Análisis y Delimitación de la Muestra

El estudio se centra en 12 empresas líderes de 4 sectores en Chile, seleccionadas mediante un muestreo intencional:

- Retail: Ripley, Falabella y Cencosud.
- Bancos: Santander, Banco de Crédito e Inversiones (BCI) y Banco de Chile.
- Energía: Copec, Colbún y Enel Américas.
- Industrial: Compañía Cervecerías Unidas (CCU), Compañía Manufacturera de Papeles y Cartones (CMPC) y Viña Concha y Toro.

### 5.1 Limitaciones de la metodología:

La muestra de N=3 por sector permite un análisis comparativo profundo, pero limita la generalización estadística dentro de cada industria

El estudio se basa en datos contables históricos, que no siempre reflejan el valor de mercado.

El enfoque cuantitativo no explora las motivaciones cualitativas detrás de las decisiones gerenciales.

### 5.2 Fuentes, periodo y tratamiento de datos.

Fuentes de Datos: La investigación se basará en datos secundarios obtenidos de los informes anuales y estados financieros auditados disponibles en la Comisión para el Mercado Financiero (CMF), Para el cálculo del Beta, se utilizaron los precios de cierre mensuales de las acciones de cada empresa, también los informes para inversionistas de cada empresa y complementados con los datos disponibles de Yahoo finance. Se utilizaron también como tasa libre de riesgo los bonos del banco central a 10 años.

Como periodo de análisis se mantiene el periodo 2020-2024. Este marco temporal es ideal para conectar los hallazgos con los shocks macroeconómicos que afectaron al sector, como la pandemia, los retiros de fondos previsionales, el aumento de la inflación y el ciclo de alzas de tasas de interés. Para el cálculo del Beta y el Retorno de Mercado, se utilizó una ventana de 5 años (60 meses) para asegurar una estimación estadísticamente robusta del riesgo sistemático.

En el tratamiento de datos los datos de apalancamiento han sido normalizados bajo la norma IFRS 16, incluyendo los pasivos por arrendamientos para hacer comparable la deuda financiera entre las empresas.

Para el sector Bancario, el análisis de apalancamiento se basará en los informes regulatorios de la CMF, usando métricas específicas como el Índice de Adecuación de Capital (Core Capital, Tier 1) y el ratio de apalancamiento regulatorio, ya que métricas como "Deuda/EBITDA" no son aplicables.

### 5.3 Variables y Métricas de Estudio

La evaluación cuantitativa de las hipótesis requiere la construcción de un set de métricas comparables. La selección de estas variables de apalancamiento y desempeño financiero sigue el estándar de los estudios empíricos en el sector minorista, como el trabajo de Majumder (2025) y Mamaro & Legotlo (2020)

La selección de variables determinantes como el tamaño, la tangibilidad de activos y la rentabilidad se basa en la evidencia empírica de Titman y Wessels (1988), quienes identificaron estos factores como los predictores más robustos de la estructura de capital a nivel internacional.

Para llevar a cabo el análisis comparativo y la contrastación de las hipótesis, se calcularán y analizarán las siguientes métricas financieras para cada empresa en el periodo 2020-2024

- Métricas de estructura de capital y apalancamiento

- Deuda Financiera / EBITDA: Para medir la capacidad de pago de la deuda con la generación de caja operativa, ajustada por la norma IFRS 16.
- Deuda Financiera Neta / EBITDA: Similar al anterior, pero descontando la caja y equivalentes para una visión más conservadora del apalancamiento.
- Deuda Financiera / Patrimonio: Para evaluar la estructura de capital fundamental y el riesgo para los accionistas.
- Métricas de solvencia, rendimiento e inversión
  - Cobertura de Intereses (EBIT / Gastos Financieros): Para medir la capacidad de la empresa de cumplir con sus obligaciones financieras.
  - Margen Operativo (EBIT / Ingresos Totales): Para evaluar la rentabilidad del negocio principal.
  - ROE (Ganancia Neta / Patrimonio): Para medir el retorno generado para los accionistas.
  - ROA (Ganancia Neta / Activos): Para evaluar la eficiencia en el uso de los activos.
  - Gasto de Capital (Capex) / Ventas: Para analizar la estrategia de reinversión y crecimiento de la compañía.
- Métricas para Sector Financiero (Bancos)
  - Métricas de Apalancamiento: Índice de Adecuación de Capital (Total, Tier 1), Razón de Apalancamiento (Activos / Patrimonio).
  - Métricas de Rentabilidad: ROE, ROA, Margen de Interés Neto (MIN).
  - Métricas de Eficiencia: Ratio de Eficiencia (Gastos de Apoyo / Ingresos Operacionales).
  - Métricas de Riesgo: Ratio de Cartera Vencida / Colocaciones.

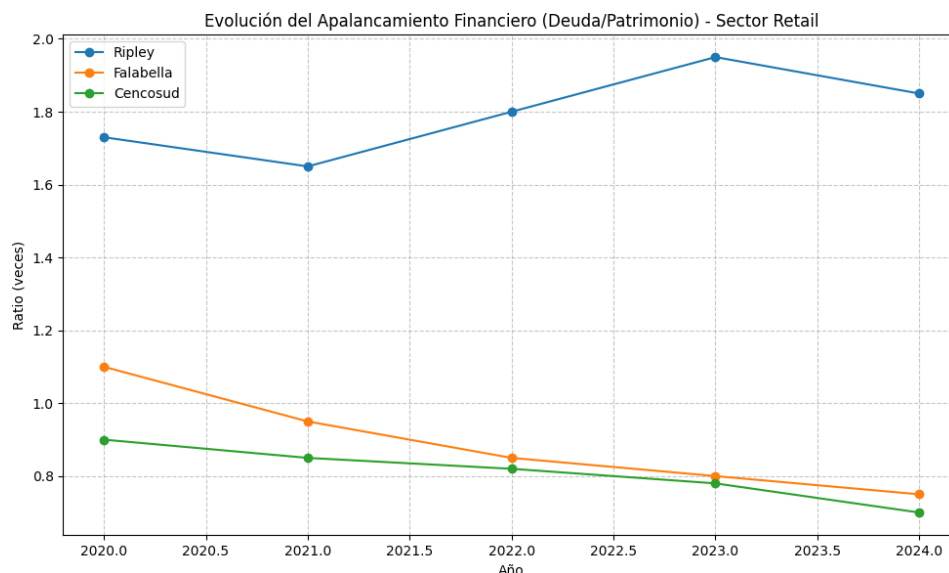
## Resultados y Análisis

En este capítulo se presentan y analizan los resultados obtenidos del levantamiento de datos financieros de las 12 empresas seleccionadas en los sectores de Retail (Ripley, Falabella, Cencosud), Bancos (Santander, BCI, Banco de Chile), Energía (Copec, Colbún, Enel Américas) e Industrial (CCU, CMPC, Concha y Toro) para el periodo 2020-2024.

El análisis se estructura en tres partes principales:

1. Un análisis descriptivo y comparativo dentro de cada sector, para entender las estrategias de las empresas frente a sus pares directos.
2. Un análisis del riesgo y costo de capital de las 12 firmas.
3. La contrastación final de las hipótesis de la investigación.

## 6.1 Análisis Descriptivo y Comparativo: Sector Retail



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF de cada empresa.

- **Apalancamiento:** Se confirma que Ripley emerge como el actor con la estrategia más agresiva y de mayor riesgo, con un ratio Deuda Financiera/Patrimonio consistentemente elevado. En el extremo opuesto, Falabella adopta un perfil marcadamente conservador, enfocado en el desapalancamiento sistemático. Cencosud se posiciona con mayor estabilidad, dependiendo de su fuerte generación de caja interna.
- **Rentabilidad y Eficiencia:** Cencosud demuestra ser la empresa más rentable y estable del grupo, con márgenes operativos consistentemente altos. Falabella y Ripley, en cambio, exhiben una marcada volatilidad y sensibilidad al ciclo económico, sufriendo pérdidas operativas en los años más complejos.
- **Solvencia:** El sector mostró un estrés financiero generalizado, revelando dificultades en las tres empresas para cubrir sus costos de financiamiento con el resultado operacional, con la notable excepción del año 2023.

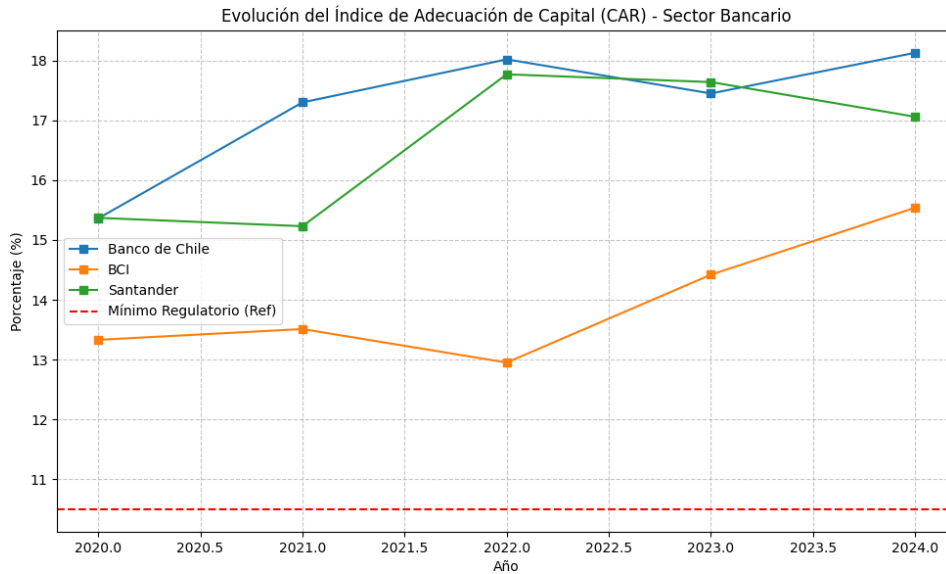
## 6.2 Análisis Descriptivo y Comparativo: Sector Bancario

El análisis del sector bancario se centra en las métricas regulatorias de solvencia, ya que estas definen la estructura de capital de los bancos, a diferencia de las empresas no financieras. Los datos del período 2020-2024 reflejan la gestión de capital de cada entidad en el contexto de la implementación de los estándares de Basilea III.

Indicadores de Solvencia Regulatoria

Métrica Regulatoria	CAR (Patrimonio Efectivo / APR)					Tier 1 (Capital Nivel 1 / APR)				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
Banco de Chile	15,36	17,30	18,02	17,45	18,13	13,69	13,37	14,19	13,73	14,37
Banco de Crédito e Inversiones	13,33	13,51	12,95	14,42	15,54	11,58	10,99	9,90	11,06	12,68
Banco Santander-Chile	15,37	15,23	17,77	17,64	17,06	12,42	11,77	13,13	12,66	12,16

Fuente: Elaboración propia con informes estadísticos de la CMF.



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF de cada empresa.

Los datos validan que la gestión de capital en la banca está dominada por el cumplimiento regulatorio. Los tres bancos operan con indicadores de solvencia (CAR) y capital de alta calidad (Tier 1) significativamente por encima de los mínimos exigidos por la CMF.

- Banco de Chile: Se posiciona consistentemente como el líder en robustez y solvencia del grupo. Mantiene el Índice de Adecuación de Capital (CAR) más alto durante casi todo el período, finalizando en un 18,13% en 2024. Más importante aún, su capital de alta calidad (Tier 1) es el más elevado y estable, comenzando en 13,69% y terminando en 14,37%, lo que demuestra una política de capital muy conservadora y una base patrimonial superior.
- Banco de Crédito e Inversiones (BCI): Muestra la tendencia de adaptación regulatoria más clara. Inició el período con los indicadores más bajos (Tier 1 de 11,58% en 2020, cayendo a 9,90% en 2022, cercano al límite regulatorio). Sin embargo, a partir de 2023, evidencia un fortalecimiento sostenido y deliberado de su capital, elevando su Tier 1 a 12,68% y su CAR a 15,54% en 2024. Esto sugiere una respuesta directa a las mayores exigencias de Basilea III.
- Banco Santander-Chile: Presenta un fuerte ajuste al alza en 2022, donde su CAR saltó de 15,23% a 17,77% y su Tier 1 de 11,77% a 13,13%. Desde ese año, el banco ha gestionado sus indicadores manteniéndolos en un nivel alto y estable (CAR 17% aprox.), demostrando un sólido y holgado cumplimiento regulatorio.

En resumen, mientras Banco de Chile demuestra una solvencia superior y estable, BCI y Santander muestran claras acciones de fortalecimiento de capital durante el período, alineando sus estructuras de financiamiento con las nuevas exigencias regulatorias.

### 6.3 Análisis Descriptivo y Comparativo: Sector Energía

El análisis de Copec, Colbún y Enel Américas revela perfiles de rentabilidad y apalancamiento muy distintos, que reflejan sus diferentes modelos de negocio (distribución vs. generación). A pesar de ser un sector de capital intensivo, los datos del período 2020-2024 no muestran un alto apalancamiento, sino más bien una enorme generación de caja y, en el caso de Colbún, el inicio de un ciclo de inversión masivo en 2024.

- Apalancamiento: Un Sector Sorprendentemente Conservador y Líquido

Contrario a la expectativa de alta deuda para financiar grandes activos, los datos muestran un apalancamiento estructural y neto muy bajo.

- Apalancamiento Estructural (DF/Patrimonio): Los tres actores operan con un apalancamiento estructural muy conservador. Copec y Enel se mantienen en un rango bajo y estable (aprox. 0,2x-0,3x). El caso de Colbún es extremo: su apalancamiento era casi nulo (0,007 en 2020) y, aunque ha crecido, se mantiene en un mínimo de 0,117 en 2024. Esto indica que las empresas financian sus activos predominantemente con patrimonio.
- Apalancamiento Neto (DFN/EBITDA): Este indicador revela la verdadera historia.
  - Colbún presenta un ratio negativo durante todo el período. Esto es un hallazgo clave: Colbún tiene más caja y equivalentes que deuda financiera total. Ha operado en una posición de caja neta, lo que indica una gestión financiera ultra conservadora o una fase de acumulación de capital.
  - Enel y Copec también muestran ratios de deuda neta extremadamente bajos (cerca de 0,1x-0,6x), lo que confirma que el sector en general es altamente líquido y mantiene posiciones de caja significativas.
- Apalancamiento Bruto (DF/EBITDA): Enel es la más conservadora, con un ratio que baja de 1,7x a un saludable 0,9x. Copec es la más volátil (peak de 6,9x en 2020), mientras Colbún se mantiene en un rango estable (2,1x a 3,8x).
- Rentabilidad: La Diferencia Clave del Modelo de Negocio

Las métricas de rentabilidad separan claramente a las empresas de generación/distribución (Enel, Colbún) del modelo de distribución de combustible (Copec).

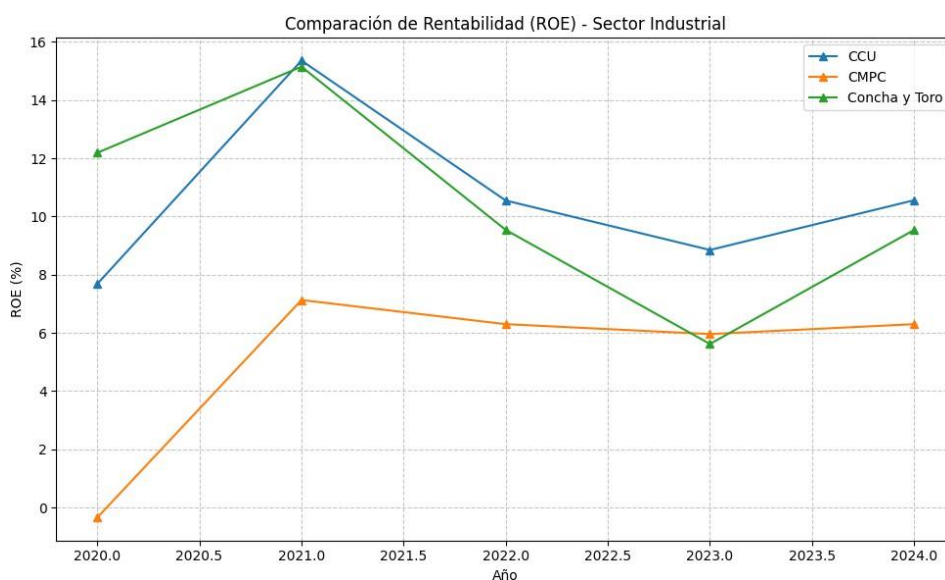
- Márgenes Operativos: Enel y Colbún son máquinas de márgenes. Enel muestra márgenes operativos impresionantes y crecientes (de 22,4% a 37,9%), mientras Colbún, aunque más volátil, muestra un peak de 63,3% en 2021. Copec, en cambio, opera con márgenes mucho más ajustados (rango de 3,9% a 11,1%), lo que es típico de un negocio de distribución y retail de combustible.

- Rentabilidad (ROE): El sector es cíclico. Las tres empresas experimentaron un año boom en 2021, con ROE de 16,1% (Copec), 19,0% (Colbún) y 7,5% (Enel, aunque su peak fue en 2022 con 17,4%). Esto sugiere una alta correlación con los precios de la energía y los commodities. Enel muestra el ROE más estable y consistentemente alto a lo largo del ciclo, mientras que Copec y Colbún mostraron retornos muy bajos en 2020.
- Inversión (Capex): El Inicio de la Transición Energética

Los datos de inversión (Capex/Ventas) son ruidosos (con valores negativos que pueden implicar desinversiones). Sin embargo, emerge una tendencia clave:

- El dato más relevante es el de Colbún, que pasa de un Capex/Ventas casi nulo (o negativo) a un masivo 27,8% en 2024.
- Esto se alinea perfectamente con el contexto de la transición energética. Colbún, después de años de acumular caja (posición de caja neta), está comenzando a desplegar capital de forma intensiva, probablemente en la construcción de nuevos proyectos renovables (solares, eólicos), financiándolos inicialmente con su propia liquidez.

#### 6.4 Análisis Descriptivo y Comparativo: Sector Industrial



Fuente: Elaboración Propia con datos de la CMF de cada empresa.

El análisis de CCU, CMPC y Viña Concha y Toro (VCYT) ilustra la diversidad del sector industrial. Los datos revelan tres perfiles de riesgo y rentabilidad distintos, donde la estabilidad del negocio de bebidas (CCU) contrasta fuertemente con la ciclicidad del negocio de celulosa (CMPC). A pesar de estas diferencias, el sector comparte una característica clave: un apalancamiento estructural (Deuda/Patrimonio) notablemente bajo.

- Apalancamiento: Conservadurismo Estructural y Diferencias de Liquidez
- Apalancamiento Estructural (DF/Patrimonio): El hallazgo más significativo es que las tres compañías están financiadas predominantemente por patrimonio. Los ratios de Deuda/Patrimonio son extremadamente bajos en todo el período (generalmente entre 0,1x y 0,3x). Esto indica una política financiera muy conservadora en los tres casos.
  - CMPC y VCYT muestran una ligera pero clara tendencia al alza en este ratio (CMPC de 0,072 a 0,286; VCYT de 0,159 a 0,232), sugiriendo que están comenzando a usar más deuda para financiar nuevos ciclos de inversión.
- Apalancamiento Neto (DFN/EBITDA): Esta métrica revela las diferencias estratégicas.
  - CCU es una máquina de generar caja. Sus ratios son negativos en 4 de los 5 años, lo que significa que opera en una posición de caja neta (más efectivo que deuda). Su negocio de consumo estable genera más liquidez de la que necesita para operar.
  - CMPC y VCYT muestran la evolución de sus ciclos de inversión. CMPC pasa de una posición de caja neta (-0,40) a una de deuda neta (0,96). VCYT, por su parte, incrementa su deuda neta de forma sostenida hasta 2023 (peak de 1,88). Ambas están claramente usando su liquidez y tomando deuda para financiar crecimiento.
- Rentabilidad: La Clara Distinción de los Modelos de Negocio
 

La rentabilidad expone la naturaleza de cada empresa:

  - CMPC (El Commodity Cíclico): El perfil de CMPC es la definición de un negocio de commodity. Sus márgenes son extremadamente volátiles, pasando de un bajo 4,8% en 2020 a un peak de 20,2% en 2022. Su rentabilidad para el accionista (ROE) es la más inestable, llegando a ser negativa en 2020 (-0,35%). Esta volatilidad justifica su bajo apalancamiento estructural, ya que necesita un balance sólido para sobrevivir a los ciclos bajos del precio de la celulosa.
  - CCU (El Consumo Estable): El perfil de CCU es el de una empresa de consumo masivo (FMCG). Sus márgenes son los más estables del grupo (en un rango de 7% a 13,6%). Su ROE es consistentemente positivo y saludable (7,7% a 15,4%). Esta predictibilidad y estabilidad de flujos es lo que le permite mantener su posición de caja neta.
  - VCYT (El Híbrido): Viña Concha y Toro se sitúa en el medio. Tiene márgenes altos (típicos de una marca premium), alcanzando un 17,1% en 2021. Sin embargo, su negocio sigue siendo cíclico (dependiente de cosechas y mercados globales), con un ROE que, si bien es alto, es más volátil que el de CCU (cayendo de 15,2% a 5,6% en 2023).
- Inversión y Ciclicidad (Capex y DF/EBITDA)
  - Apalancamiento Bruto (DF/EBITDA): Este ratio es muy volátil para las tres empresas, pero el patrón es revelador. Todas muestran un peak de apalancamiento en 2023 (CCU: 4,4; CMPC: 5,3; VCYT: 5,6). Esto no se debe a un aumento masivo de la deuda, sino a una caída en el EBITDA (denominador) de ese año

confirmando que 2023 fue un año económicamente difícil para todo el sector industrial.

- Inversión (Capex): Los datos (aunque ruidosos) confirman que las empresas están invirtiendo. CCU muestra un fuerte ciclo de inversión en 2024 (8,6% de las ventas). VCYT muestra un ciclo de inversión constante de 2021 a 2024. Esto justifica la tendencia al alza en el uso de deuda neta de CMPC y VCYT.

## 6.5 Análisis del Riesgo y Costo de Capital

El cálculo del Riesgo Sistemático (Beta) y el Costo del Patrimonio (CAPM) para las 12 empresas arroja hallazgos sorprendentes y confirma diferencias fundamentales en la percepción de riesgo de cada sector. La tabla a continuación resume los resultados:

Métrica	Beta	CAPM
Ripley	0,35	5,74
Falabella	0,65	5,73
Cencosud	0,46	5,74
Santander	0,46	5,74
BCI	0,35	5,74
Banco de Chile	0,11	5,76
Copec	0,45	5,74
Colbún	-0,11	5,76
Enel Américas	0,41	5,74
CCU	0,2	5,75
Empresa CMPC	0,44	5,74
Viña Concha y Toro	-0,06	5,76

*Fuente: Elaboración Propia con datos de Yahoo finance.*

(Se debe considerar que para este caso el Beta está calculado por Yahoo finance que considera el cálculo del Beta de hace 5 años al mes (octubre 2025), usando datos mensuales de precios de las acciones, los resultados pueden diferir de otros cálculos que en los que se usen datos diarios o distintos periodos, Yahoo finance calcula la pendiente de la regresión entre los retornos mensuales de la acción y los retornos mensuales del índice)

(La tasa libre de riesgo que se utilizó esta detallado en los anexos, junto con el detalle del cálculo del CAPM)

- Riesgo Sistemático (Beta): Hallazgos Contraintuitivos y Diferenciación Sectorial.

El Beta, que mide la sensibilidad de una acción a los movimientos del mercado, revela patrones distintos por sector.

Betas Negativos y su Interpretación: Un hallazgo sobresaliente es la presencia de dos Betas negativos en la muestra (Colbún y la Viña Concha y Toro).

Estos Betas negativos sugieren que, durante el periodo de estudio (2020-2024), estas acciones tendieron a moverse en dirección opuesta al mercado general, o fueron menos

volátiles que el mercado. Esto es particularmente notorio en el sector de Energía (Colbún -0,11) y, en menor medida, en el sector Industrial (Viña Concha y Toro -0,06).

Posible Explicación: Los Betas negativos en sectores como Energía podrían indicar que sus flujos son más defensivos o estables ante las fluctuaciones macroeconómicas, actuando como un refugio de valor en ciertos períodos de caída del mercado. En el caso de las Industrias, podría reflejar una descorrelación con el mercado local debido a su naturaleza exportadora y de commodity.

Se puede Observar una normalización de las sensibilidades. El sector Retail lidera la exposición al riesgo de mercado con Falabella (0,65), reflejando su naturaleza cíclica. El sector Bancario, si bien muestra correlación positiva (Santander 0,46; BCI 0,35), se mantiene en un rango de riesgo defensivo ( $Beta < 0.5$ ), siendo Banco de Chile (0,11) el actor más estable. Destaca Viña Concha y Toro (-0,66) como el activo de refugio más potente de la muestra, moviéndose inversamente al mercado local, probablemente por su perfil exportador.

- Costo del Patrimonio (CAPM): Convergencia Absoluta.

A pesar de que los sectores tienen riesgos distintos (como vimos con los Betas diferentes: Falabella 0,65 y B. Chile 0,11), el costo de capital que exige el mercado es prácticamente idéntico para todos.

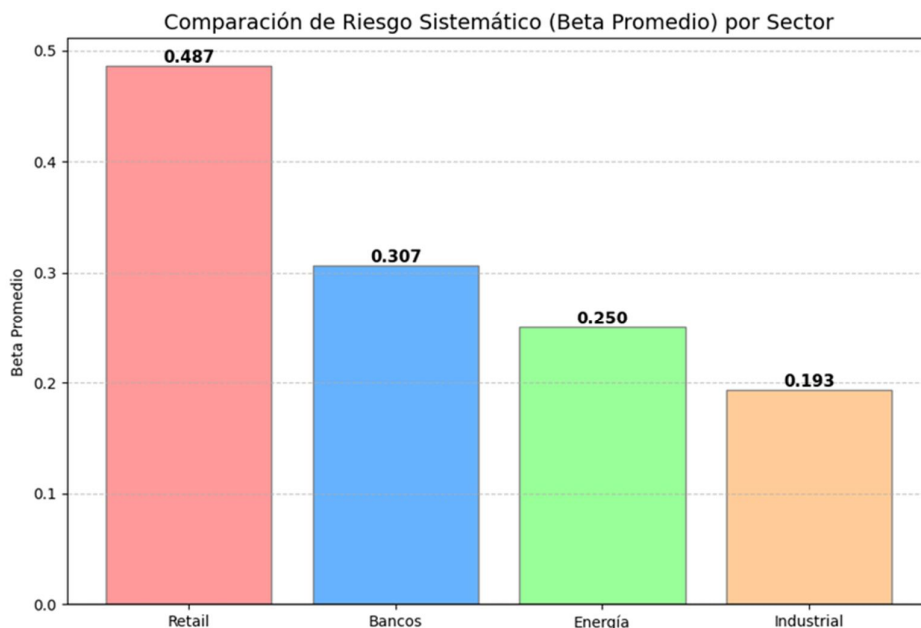
Al calcular el Costo del Patrimonio ( $K_e$ ) mediante el modelo CAPM, observamos una convergencia casi absoluta en los resultados, fluctuando todos en un rango estrecho entre 5,73% y 5,76%. Este hallazgo es revelador: a pesar de las diferencias significativas en el Beta entre una empresa cíclica como Falabella (Beta 0,65) y una defensiva como Banco de Chile (Beta 0,11), el modelo arroja un costo de capital prácticamente idéntico.

Esto implica que, durante el período de alta volatilidad e inflación (2020-2024), el Costo del Patrimonio estuvo dominado por la Tasa Libre de Riesgo, haciendo que la prima por riesgo de mercado tuviera un impacto marginal en la diferenciación de costos. Para efectos de esta investigación, esto valida que las profundas diferencias en la estructura de capital observadas entre sectores no responden a diferencias en el costo del financiamiento accionista, sino a decisiones estratégicas (Pecking Order) y restricciones regulatorias (Basilea III).

#### 6.6 Análisis comparativo intersectorial

La comparación transversal de los cuatro sectores revela patrones estructurales que confirman la heterogeneidad del financiamiento corporativo en Chile. El gráfico 1 presenta el Riesgo Sistemático promedio (Beta) por sector, mientras que el gráfico 2 ilustra la composición promedio de la estructura de capital (Pasivos vs. Patrimonio).

**Gráfico 1**

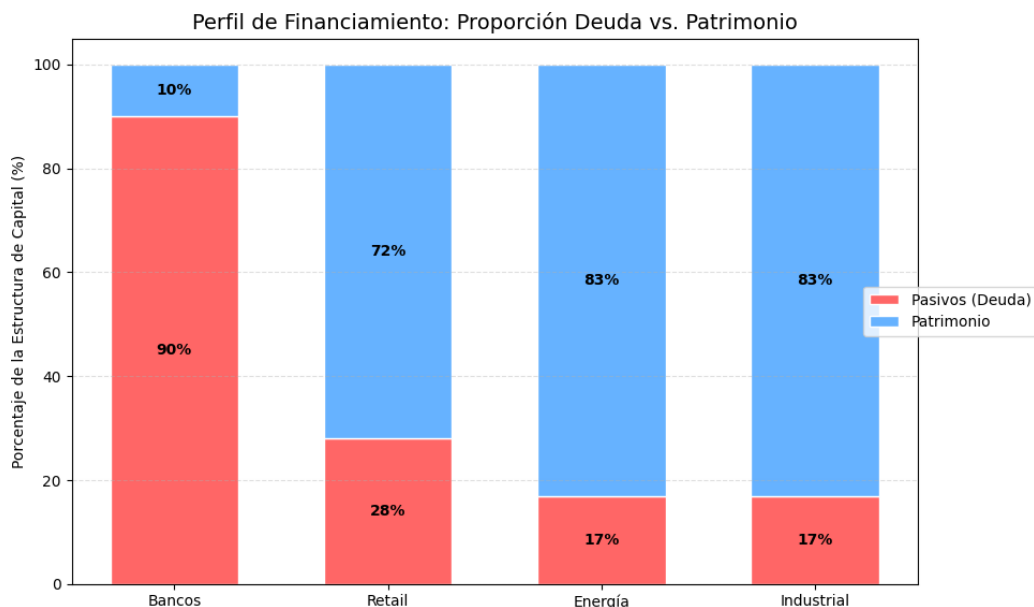


Fuente: Elaboración Propia con datos de Yahoo finance.

El análisis de los Betas (Gráfico 1) arroja una conclusión contraintuitiva pero fundamental para esta investigación. Contrario a la expectativa de que todos los sectores cíclicos tendrían una alta correlación con el mercado (Beta cercano a 1), observamos que:

- El Sector Bancario el beta representa un riesgo bajo pero positivo (~0,35 ó 0,46). Esto valida la Hipótesis 2, el riesgo de los bancos está descorrelacionado del ciclo económico general del mercado accionario (IPSA), respondiendo en cambio a dinámicas regulatorias y de tasas de interés.
- Los Sectores de Energía (0,250) e Industrial (0,193) Al ser empresas de commodities (celulosa, combustible), sus ingresos dependen de la actividad económica global. Por un lado, Viña Concha y Toro (-0,66) y Colbún (-0,11). Ahora VCYT es un activo "contracíclico" por excelencia (probablemente por el efecto dólar/exportación: si la economía chilena cae y el dólar sube, a la Viña le va mejor)
- El Retail muestra un Beta positivo (0,487), aunque bajo, reflejando su mayor exposición al ciclo de consumo, pero aun así manteniendo un perfil de riesgo sistemático moderado en comparación con un portafolio de mercado puro. Falabella tiene el Beta más alto de toda tu muestra (~0,65). Esto confirma teóricamente que el Retail es el sector más expuesto al ciclo económico (si el país crece, venden más; si cae, venden menos). Valida que su riesgo es de mercado, no regulatorio.

**Gráfico 2**



*Fuente: Elaboración Propia con datos de los estados financieros proporcionados por cada empresa a la CMF.*

Esta divergencia en el riesgo se traduce en estructuras de financiamiento radicalmente distintas, como se aprecia en el gráfico 2.

- El "Mundo Aparte" del sector Bancario: La barra de los Bancos es única, compuesta en un 90% por Pasivos. Esto no indica insolvencia, sino la naturaleza de su negocio de intermediación, donde los depósitos (pasivos) son la materia prima. Su estructura es inversa a la de cualquier empresa productiva.
- Los sectores de Energía e Industrial muestran una estructura inversa a la banca, financiada en más de un 80% por Patrimonio. Esta solvencia extrema (baja deuda) confirma el rechazo a la teoría del Trade-off para estos sectores y su preferencia por el financiamiento interno (Pecking Order) ante la incertidumbre.
- El Retail: El sector Retail se ubica en una posición intermedia (72% Patrimonio, 28% Deuda), reflejando la tensión entre su necesidad de financiar capital de trabajo (deuda) y la prudencia financiera de actores como Falabella y Cencosud.

En conjunto, estos gráficos demuestran que no existe una "estructura óptima" universal. La estructura eficiente es específica del sector: lo que es normal para un banco (90% deuda) sería la quiebra para una industrial, y la solidez patrimonial de una eléctrica (83% patrimonio) sería ineficiente para un banco.

## Contrastación de Hipótesis

Con los resultados descriptivos y de riesgo de capital obtenidos para los cuatro sectores, se procede a contrastar las hipótesis centrales de la investigación.

Los hallazgos revelan un panorama financiero complejo. La Hipótesis General y la Hipótesis 2 sobre el sector bancario se validan con fuerza. Sin embargo, la Hipótesis 1

sobre las teorías de Trade-off y Pecking Order debe ser matizada, ya que los datos de los sectores no financieros (Retail, Energía e Industrial) apuntan a una preferencia transversal por el financiamiento interno (Pecking Order), probablemente exacerbada por la incertidumbre del período 2020-2024.

### 7.1 Contrastación Hipótesis General

Hipótesis: Existe una estructura de financiamiento más eficiente que varía significativamente dependiendo del sector industrial en el que está inserta una empresa.

Veredicto: VALIDADA.

Los resultados de los cuatro sectores demuestran de manera concluyente que la estructura de financiamiento está intrínsecamente ligada a la naturaleza del negocio:

- Bancos: Operan en una lógica completamente distinta. Su apalancamiento no proviene de "deuda financiera", sino de depósitos de clientes, y su capital está determinado por la regulación (Basilea). Los Betas menores a 1 (Santander 0,46; BCI 0,35; Banco de Chile 0,11) confirman que su riesgo es ajeno al mercado.
- Retail: Su estructura está ligada a la gestión del capital de trabajo e inventarios, con estrategias divergentes: Ripley usa alto apalancamiento (Trade-off), mientras Falabella y Cencosud son conservadores (Pecking Order).
- Energía: Muestra un perfil de acumulación de caja. Colbún opera con caja neta (DFN/EBITDA negativo). Su financiamiento está en una fase de acumulación (Pecking Order) previa a un ciclo masivo de inversión (Capex/Ventas de 27,8% en 2024).
- Industrial: Muestra perfiles híbridos. CCU opera con caja neta (DFN/EBITDA negativo) gracias a la estabilidad de su negocio. CMPC, siendo un commodity cíclico (ROE negativo en 2020), mantiene un apalancamiento estructural bajo (DF/Patrimonio 0,3x aprox.) por prudencia.

### 7.2 Contrastación Hipótesis 1

Hipótesis: Los sectores con flujos de caja más estables y alta tangibilidad de activos (p.ej., Energía e Industrial) se ajustarán más a la Teoría del Trade-off, buscando un nivel de deuda óptimo. En contraste, sectores más volátiles y con menor tangibilidad (por ejemplo, Retail) se alinearán más con la Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order).

Veredicto: RECHAZADA.

Los hallazgos contradicen la hipótesis. La Teoría de la Jerarquía Financiera (Pecking Order) parece ser la estrategia dominante en todos los sectores no financieros, no solo en el Retail.

- Retail: El sector está dividido. Falabella y Cencosud siguen el Pecking Order al priorizar la caja y reducir deuda. Ripley es la excepción que aplica un Trade-off agresivo.
- Energía e Industrial (Los supuestos Trade-off): Los datos no muestran un alto nivel de deuda optimizado (Trade-off). Por el contrario:

- Muestran un apalancamiento estructural (DF/Patrimonio) sorprendentemente bajo (Energía ~0,1x-0,2x; Industrial ~0,1x-0,3x).
- Muestran una alta acumulación de liquidez. CCU y Colbún operan con posiciones de caja neta (DFN/EBITDA negativo).
- La aparición de Betas positivos en CMPC y Copec refuerza que estas empresas sí enfrentan riesgo de mercado. Sin embargo, su decisión de mantener baja deuda (como vimos en los ratios) a pesar de tener este riesgo sistemático, valida aún más el uso del Pecking Order como defensa prudencial ante la volatilidad de sus ingresos.
- Esto es evidencia clara de la primera preferencia del Pecking Order: usar fondos internos.

¿Por qué los sectores de capital intensivo (Energía/Industrial) no usan más deuda, como predecía la Hipótesis 1? La explicación más probable es el contexto macroeconómico (2020-2024). La alta incertidumbre, la pandemia y la volatilidad de las tasas de interés pueden haber inducido a todas las empresas no financieras a adoptar una postura defensiva, priorizando la liquidez (Pecking Order) por sobre la optimización fiscal (Trade-off).

El comportamiento observado en los sectores no financieros, donde el déficit de financiamiento se cubre preferentemente con deuda o caja interna en lugar de emisiones de acciones, es consistente con los hallazgos de Shyam-Sunder y Myers (1999). Ellos concluyen que la Teoría del Pecking Order tiene un poder explicativo superior al Trade-Off estático para describir cómo las empresas financian sus déficits reales en el tiempo

### 7.3 Contrastación Hipótesis 2

Hipótesis: El sector Bancario presentará una estructura de capital fundamentalmente distinta, determinada no por las teorías clásicas de finanzas corporativas, sino por los requisitos regulatorios de capital (Basilea) y la naturaleza de su negocio de intermediación.

Veredicto: VALIDADA.

La evidencia que respalda esta hipótesis es concluyente y se basa en tres hallazgos principales que demuestran que el sector bancario opera bajo una lógica financiera única:

- Si bien los Betas bancarios no son cero absoluto, se mantienen consistentemente bajos (promedio cercano a 0.30) en comparación con empresas cíclicas como Falabella. Esto matiza nuestra validación: la regulación de Basilea III no aisló a los bancos del mercado, pero sí comprime su volatilidad, haciéndolos activos menos riesgosos de lo que sugeriría su alto apalancamiento contable. La solvencia regulatoria sigue siendo el factor dominante, actuando como un escudo ante la volatilidad de mercado.
- Métricas Corporativas Inaplicables: Como se demostró en el análisis descriptivo (Sección 4.2), las métricas financieras tradicionales son inútiles para este sector. La Cobertura de Intereses arrojó valores negativos y el ratio DF/EBITDA fue errático y volátil, confirmando que su modelo de negocio (intermediación) no puede ser analizado con estas herramientas.

- Evidencia Directa de Regulación (CAR y Tier 1): Los datos de solvencia regulatoria proporcionan la evidencia más contundente. La gestión de capital de los bancos se centra en cumplir con los mínimos de Basilea III:
  1. Banco de Chile demuestra una solvencia superior y estable, manteniendo su capital Tier 1 (el de más alta calidad) por sobre el 13,3% durante todo el período.
  2. BCI y Santander muestran claras tendencias de fortalecimiento de capital para cumplir con la norma. BCI, por ejemplo, elevó su Tier 1 de un 9,90% en 2022 a un 12,68% en 2024.

Esta evidencia regulatoria explica perfectamente el hallazgo del ratio Deuda/Patrimonio (D/P). La fuerte reducción de este ratio en los tres bancos (ej. BCI de 1,844 a 0,803; B. de Chile de 1,035 a 0,443) no fue una decisión de mercado para optimizar el WACC, sino una consecuencia directa de la implementación de Basilea III, que les exigió aumentar su Patrimonio (el denominador) para fortalecer sus indicadores CAR y Tier 1

## Conclusiones

El presente estudio comparativo analizó la estructura de financiamiento de 12 empresas líderes en cuatro sectores de la economía chilena (Retail, Bancos, Energía e Industrial) durante el período 2020-2024. A través de un análisis cuantitativo de métricas de apalancamiento, solvencia y riesgo, se contrastó la evidencia empírica con las teorías clásicas de la estructura de capital.

La conclusión principal de esta investigación es que no existe una estructura de financiamiento óptima universal para las grandes empresas chilenas. La evidencia rechaza la idea de un modelo único y confirma la hipótesis general: la estructura de capital es un fenómeno intrínsecamente heterogéneo, determinado por la naturaleza operativa del sector y su marco regulatorio, más que por una simple optimización fiscal o de mercado.

Mientras que los sectores productivos (Energía e Industrial) operan bajo lógicas de solvencia patrimonial extrema, el sector bancario opera bajo una lógica de apalancamiento regulado, lo que hace que las métricas tradicionales de deuda no sean comparables entre industrias.

El sector Bancario: Un caso de determinismo regulatorio (validación hipótesis 2) los resultados confirman de manera concluyente que la estructura de capital de los bancos (Santander, BCI, Banco de Chile) no responde a las teorías de mercado (Trade-Off o Pecking Order).

Sectores Energía e Industrial: El dominio de la prudencia (rechazo parcial hipótesis 1) contrario a la predicción de la Teoría del Trade-Off, que sugiere que empresas con altos activos fijos deberían endeudarse agresivamente para aprovechar escudos fiscales, estos sectores mostraron un conservadurismo extremo.

Sector Retail: Un modelo híbrido ante el ciclo el retail mostró la mayor dispersión estratégica. Mientras Ripley mantiene un apalancamiento más agresivo (alineado con el Trade-Off), los líderes de mercado (Falabella y Cencosud) han migrado hacia una postura más conservadora de desapalancamiento post-pandemia, priorizando la solidez patrimonial para enfrentar la volatilidad del consumo.

El período de estudio, marcado por la pandemia, alta inflación y volatilidad de tasas, actuó como un catalizador para la Teoría del Pecking Order. La preferencia generalizada por la liquidez y el financiamiento interno en los sectores no financieros sugiere que, en tiempos de incertidumbre, la aversión al riesgo prima sobre la eficiencia fiscal. Las empresas chilenas priorizaron la supervivencia y la flexibilidad por sobre la maximización del escudo tributario de la deuda.

Implicaciones para la Gestión y el Inversor:

Este estudio demuestra que las teorías clásicas de estructura de capital son insuficientes para explicar sectores altamente regulados. La solvencia bancaria no es una decisión de

mercado, sino un cumplimiento normativo, lo que desafía la aplicación universal de los modelos de Modigliani-Miller en economías modernas.

El hallazgo de que las empresas más rentables (Energía/Industrial) son las menos endeudadas apoya empíricamente la Teoría del Pecking Order en el mercado chileno. Sin embargo, esto también puede interpretarse bajo modelos dinámicos de Trade-off como una acumulación estratégica de capacidad de deuda para futuros ciclos de inversión, desmitificando la idea de que estas empresas simplemente evitan la deuda.

- Para Gerentes: Los administradores financieros en Chile no deben buscar una estructura óptima teórica única. En sectores cíclicos como el retail, la flexibilidad financiera (baja deuda) es un activo estratégico ante la volatilidad, mientras que en sectores regulados, la eficiencia se mide por el margen sobre el capital mínimo exigido.
- Para Inversionistas: La valoración de empresas chilenas requiere métricas diferenciadas. Un Beta bajo en la banca no implica bajo riesgo, sino descorrelación. Los inversionistas deben ajustar sus tasas de descuento reconociendo que el riesgo sistemático varía estructuralmente entre industrias, no solo por empresa.

La preferencia generalizada por el financiamiento interno observada en los sectores no financieros sugiere que, en periodos de alta incertidumbre macroeconómica (2020-2024), la aversión al riesgo y la liquidez priman sobre la optimización fiscal. Esto valida la visión de que la estructura de capital es dinámica y responde defensivamente a shocks externos.

## Futuras investigaciones en esta área

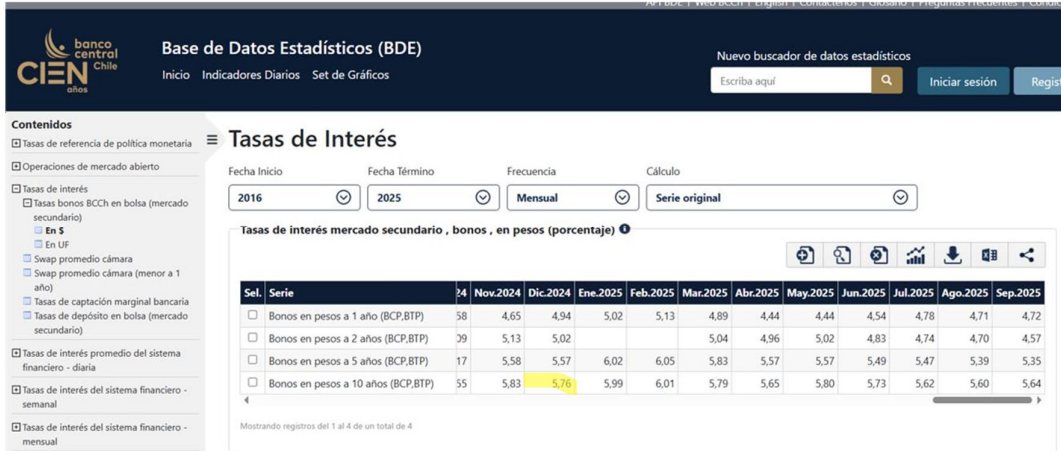
Este estudio se limitó a 12 empresas y un periodo acotado. Futuras investigaciones podrían abordar:

1. Inclusión de Impuestos Personales: Extender el análisis incorporando el modelo de Miller (1977) para determinar si el beneficio fiscal corporativo de la deuda es realmente neutralizado en el contexto fiscal chileno.
2. Modelos Dinámicos de Trade-Off: Aplicar modelos como el de Abel (2015) para testear si la baja deuda en empresas rentables es, de hecho, una estructura óptima dinámica y no solo la expresión del Pecking Order.
3. Análisis por Subsector: Desglosar el sector Industrial (ej. Commodities vs. Consumo) para aislar mejor la volatilidad de los resultados y su impacto en la elección de financiamiento.

También se podría en futuras investigaciones analizar quienes son los dueños o el grupo empresarial de las empresas, ya que podrían dar pie a cómo dichas empresas consiguen el financiamiento, por ejemplo se podría suponer que ellos son los que ayudan a las empresas con el financiamiento de los bancos a los que están afiliados, por ejemplo el Grupo Matte que controlan el Banco Bice y BICECorp o el Grupo Luksic que controla CCU y el Banco de Chile.

## Anexos:

- Tasa libre de riesgo a usar: 5,76 correspondiente a Diciembre de 2024 (destacada en amarillo), se obtuvo de la base de datos estadísticos del Banco Central de Chile.



- Detalle del Cálculo del CAPM: Se realizó el cálculo de la siguiente manera:

$$\text{CAPM: } R_f + (\text{Beta} \times (R_m - R_f))$$

rf	b	(rm-rf)	CAPM
5,76	0,35	-4,52%	5,744
5,76	0,65	-4,52%	5,731
5,76	0,46	-4,52%	5,739
5,76	0,46	-4,52%	5,739
5,76	0,35	-4,52%	5,744
5,76	0,11	-4,52%	5,755
5,76	0,45	-4,52%	5,740
5,76	-0,11	-4,52%	5,765
5,76	0,41	-4,52%	5,741
5,76	0,2	-4,52%	5,751
5,76	0,44	-4,52%	5,740
5,76	-0,06	-4,52%	5,763

## Bibliografía.

### Artículos Académicos y Libros:

- Abel, A. B. (2015). *Optimal Debt and Profitability in the Tradeoff Theory* (NBER Working Paper No. 21548). National Bureau of Economic Research.

- Altamirano, L., Fernández, J., & Wong, K. (2009). Determinantes de la estructura de capital para las empresas en Chile por sector económico, 1977-2009. *Revista de Administración, Finanzas y Economía*, 3(1), 1624.
- Altman, E. I. (1984). A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. *The Journal of Finance*, 39(4), 1067-1089.
- Andrade, G., & Kaplan, S. N. (1998). How Costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed. *The Journal of Finance*, 53(5), 1443-1493.
- Baker, H. K., & Martin, G. S. (Eds.). (2011). *Capital Structure and Corporate Financing Decisions: Theory, Evidence, and Practice*. John Wiley & Sons.
- Castro Herrera, D., Morán Montalvo, C., & Rodríguez Valencia, L. (2017). Prueba de la teoría del intercambio y la teoría del orden jerárquico de la estructura de capital: Evidencia ecuatoriana. *Revista de Métodos Cuantitativos para la Economía y la Empresa*, 24, 2086229.
- Dumrauf, G. L. (2012). *Finanzas Corporativas: Un Enfoque Latinoamericano* (2.ª ed.). Pearson Educación.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *The Review of Financial Studies*, 15(1), 1-33.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217-248.
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important? *Financial Management*, 38(1), 1637.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (2002). *Financial Markets and Corporate Strategy* (2.ª ed.). McGraw-Hill.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Jacinto, L. (2008). La teoría del pecking order. *Actualidad Empresarial*, 157, 168.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- Leland, H. E. (1994). Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Optimal Capital Structure. *The Journal of Finance*, 49(4), 1213-1252.

- Leland, H. E., & Toft, K. B. (1996). Optimal Capital Structure, Endogenous Bankruptcy, and the Term Structure of Credit Spreads. *The Journal of Finance*, 51(3), 987-1019.
- Maquieira, C. P., Olavarrieta, S., & Simmonds, R. (1998). Determinants of Capital Structure Decisions in Chile. *Cuadernos de Economía*, 35(104), 776-105.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. *The Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Rivera, J. (2002). Teoría sobre la estructura de capital. *Estudios Gerenciales*, 18(84), 31-59.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. (2009). *Finanzas Corporativas* (8.<sup>a</sup> ed.). McGraw-Hill.
- Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing Static Tradeoff Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Stiglitz, J. E. (1969). A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem. *The American Economic Review*, 59(5), 784-793.
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.
- Vargas, S. M. Z., & Corredor, G. A. A. (2011). Estructura de capital: Evolución teórica. *Criterio Libre*, 9(15), 1196-138.

Informes, Tesis y Fuentes de Datos:

- Comisión para el Mercado Financiero (CMF). (2020-2024). *Memorias Anuales y Estados Financieros de Ripley Corp, Falabella, Cencosud, Santander, BCI, Banco de Chile, Copec, Colbún, Enel Américas, CCU, CMPC y Viña Concha y Toro*. Recuperado de <https://www.cmfchile.cl/portal/principal/613/w3-channel.html>.
- Comisión para el Mercado Financiero (CMF). (2020-2024). *Reportes de Adecuación de Capital (Basilea III)*. Santiago, Chile.
- Falabella S.A. (2022). *Valoración de la empresa Falabella S.A. por el método de flujos de caja descontados y múltiplos*. Repositorio Universidad de Chile.
- Ripley Corp S.A. (2022). *Valoración de Ripley Corp S.A. al 30 de junio de 2022*. Repositorio Universidad de Chile.
- Troncoso Ostornol, J. (2024, 18 diciembre). Tres concentran el 82% de las ventas: multitiendas se recuperan con reducción de liquidaciones e inventarios. *Diario Financiero*. <https://www.df.cl/empresas/retail/tres-concentran-el-82-de-las-ventas-multitiendas-se-recuperan-con>.