



R E V I S T A  
**GESTIÓN  
Y TENDENCIAS**

VOLUMEN 3 | Número 1 Enero 2018

## LEASEBACK

**Alfonso Herman**

EMPRESARIO Y PROFESOR DE FINANZAS  
MBA, UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN  
INGENIERO CIVIL, UNIVERSIDAD DE CHILE

## LA MIRADA DECOLONIAL AL MANAGEMENT

**Marcela Mandiola**

PROFESORA DE MANAGEMENT, UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO  
PH.D. IN MANAGEMENT, UNIVERSITY OF LANCASTER, INGLATERRA  
PSICÓLOGA, UNIVERSIDAD DIEGO PORTALES

## UNA MIRADA AL IPSA: ¿DÓNDE ESTAMOS Y HACIA DÓNDE VAMOS?

**Andrés Román**

PORTFOLIO MANAGER,  
PROFESOR DE FINANZAS, UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO  
MSC. IN FINANCE, UNIVERSITY OF MANCHESTER, INGLATERRA  
INGENIERO COMERCIAL, UNIVERSIDAD DE CHILE



**UNIVERSIDAD  
ALBERTO HURTADO**

GESTIÓN Y TENDENCIAS ES UNA REVISTA DEL DEPARTAMENTO DE GESTIÓN Y NEGOCIOS DE LA FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS DE LA UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO / EDITOR: FERNANDO LOPEZ.



ISSN: 0719-6768

# Leaseback

*El Leaseback es un contrato financiero que utilizan las empresas para obtener liquidez a partir de sus activos fijos. En la práctica, una institución financiera compra los activos de una empresa, para luego arrendárselos a esta misma por un periodo determinado. Este artículo presenta una breve historia de la primera operación de leaseback que se realizó en Chile, a principios de 1980, narrada por uno de sus protagonistas.*



**Alfonso Herman**

EMPRESARIO Y PROFESOR DE FINANZAS  
MBA, UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN  
INGENIERO CIVIL, UNIVERSIDAD DE CHILE



alfonsoherman32@gmail.com.

## Algo de historia

En el Chile de principios de 1980, las empresas enfrentaban serias dificultades para acceder a financiamiento para sus inversiones. Los bancos no cursaban créditos y los inversionistas huían del país en búsqueda de mayor seguridad para su capital. Un ejemplo de esta situación fue la que vivió la empresa McKay S.A. y su filial Chocolates y Confites Andinos, que no contaban con financiamiento para construir una fábrica de chocolates y confites en Maipú, pese a la creciente demanda por sus productos y altísimas tasas de retorno sobre el capital –en torno a 25% real anual–. Para hacer frente a esta situación, a mediados de 1980, ejecutivos de Empresas McKay S.A., Jorge McKay (Gerente General) y Alfonso

Herman (Gerente de Administración y Finanzas y autor de este artículo), viajaron a Nueva York con el objeto de levantar financiamiento internacional para su proyecto. Pese a la solidez de sus estados financieros y de su plan de negocios, los bancos internacionales tampoco estuvieron dispuestos a financiar el proyecto, principalmente debido a la situación política y económica que atravesaba el país.

### La idea del leaseback

Un amigo del autor, Sergio Álvarez, trabajaba como Gerente Comercial en la empresa “Leasing Andino”, una entonces recién creada empresa de leasing. A propósito de dicha conexión, surgió la idea de im-

plementar una operación de leaseback, también conocido como retro leasing. En términos simples, como se ilustra en la Figura 1, el leaseback es un contrato en virtud del cual la empresa que necesita financiamiento vende los activos de su titularidad, ya sea bienes muebles o inmuebles, a una entidad financiera por un monto determinado. Como parte de este acuerdo, la entidad financiera garantiza el uso de dichos activos a la empresa mediante un contrato de arriendo en el que esta última se compromete a efectuar un número de pagos preestablecido. Al cumplirse el plazo, la empresa y la entidad financiera pueden acordar una opción de compra (previo pago del valor residual del bien), prorrogar el contrato o bien la devolución del activo<sup>1</sup>.

El autor desea dejar testimonio de su profundo agradecimiento al Profesor Fernando López de la Universidad Alberto Hurtado, por su invaluable cooperación en la redacción de esta publicación. No exagero al afirmar que, sin su guía y oportunos consejos, el artículo no habría visto la luz. Email de contacto: alfonsoherman32@gmail.com.

(1) Para el lector interesado, en el sitio web [www.gestionytendencias.cl](http://www.gestionytendencias.cl) se encuentra disponible una copia de la escritura pública de una operación de leaseback entre la municipalidad de San Joaquín y el Banco BCI.





Figura 1



Figura 2



“ En una operación de leaseback, la institución financiera arrienda activos que le compra a la misma empresa que solicita financiamiento ”



Los ejecutivos de McKay querían concretar la primera operación de Leaseback en Chile por un monto de US\$10 millones, un monto significativo según estándares de la época. En la práctica, la nueva fábrica quedaría hipotecada a favor de la empresa Leasing Andino por todo el plazo del crédito, 12 años. Para formalizar el proceso, hubo que hacer diligencias en la embajada de USA en Chile y en el Banco Central de Chile, quienes entregaron información y directrices de tipo legal y comercial. Adicionalmente, los directores de McKay tenían que aprobar la operación y facultar a sus ejecutivos para suscribir los documentos legales requeridos por Leasing Andino. Salir al pizarrón a explicarla al Directorio, una audiencia sin ninguna formación en altas finanzas, no era tarea fácil, pero finalmente la operación fue autorizada.

Aunque el leaseback puede implementarse con cualquier tipo de bienes, ya sean bienes o inmuebles, en general se utiliza para inversiones inmobiliarias, como la adquisición de

“ Aunque el leaseback puede implementarse con cualquier tipo de bienes, en general se utiliza para inversiones inmobiliarias ”

naves industriales, infraestructura u oficinas. La lógica de su uso para bienes inmobiliarios es el plazo de las operaciones y la vida útil de los activos involucrados en la operación. En este contexto, una pregunta obvia es ¿Por qué McKay no utilizó otras fuentes de financiamiento como el leasing tradicional o préstamos hipotecarios? La respuesta es que estas alternativas no estaban disponibles. El leasing tradicional sólo se utilizaba para operaciones de bajo monto y de corto plazo, como la compra de vehículos. Respecto a los créditos hipotecarios, si bien se podían conseguir mayores montos y plazos, el ahorro previo requerido era prohibi-

tivo para la operación. No quedaba otra opción que seguir adelante con el leaseback.

### **Principales ventajas respecto a otras alternativas de financiamiento**

Entre las principales ventajas del Leaseback se destacan las siguientes. Primero, no ocupa las líneas de crédito que otorgan los bancos ni aparece como deuda en el sistema de operaciones financieras, porque en la práctica es un arriendo. Segundo, los pagos mensuales son aceptados como gasto, lo cual genera un beneficio tributario al reducir

la base sobre la que se calcula el pago de impuestos. Tercero, el prepago no tiene castigo como en otros créditos. Por último, no se requiere ahorro previo como en los créditos hipotecarios, que en muchos casos asciende a 15%-20% del monto de la operación.

Pese a estas ventajas, no siempre será conveniente formalizar un contrato de Leaseback. Todo dependerá de la situación económica-financiera de la empresa y de su costo financiero en relación a otras alternativas de financiamiento. En efecto, un contrato de leaseback implica el pago de una cuota mensual, de manera similar a lo que involucra un leasing financiero o un crédito hipotecario. En este contexto, la conveniencia de una operación de leaseback respecto a otras alternativas dependerá en gran medida de los cálculos que la empresa haga respecto al costo de las distintas alternativas.

El Leaseback puede ser una solución razonable para enfrentar necesidades de liquidez, como cuando el fondo de maniobra de la empresa es negativo (flujo de pagos es superior al flujo de cobros) y por tanto es complicado para la empresa atender las necesidades de circulante. De todos modos, hay que comprobar si esta situación es temporal o permanente. Es posible que para necesidades permanentes de liquidez tenga más sentido el financiamiento por cuenta propia, ya que con financiación ajena, únicamente se posterga el problema, sin realmente solucionarlo.

### Reflexiones finales

El financiamiento es fundamental para el buen funcionamiento de las empresas. Contar con una estrategia de financiamiento flexible y de bajo costo es clave para la sostenibilidad financiera de las organizaciones. De un tiempo a

esta parte, las fuentes de financiación de las empresas se han expandido significativamente, mejorando su capacidad de implementar estrategias que se adaptan mejor a sus necesidades. Entre ellas, el leaseback ha ido adquiriendo gran popularidad. Desafortunadamente, muchas empresas pequeñas y medianas lo desconocen. Tal vez, una de las causas de este desconocimiento es que en pocas Facultades de Economía y Negocios se enseña esta modalidad de financiamiento de largo plazo.

#### Anexos

La versión online de esta publicación presenta los siguientes archivos complementarios:

Copia de la Escritura de una operación de leaseback suscrita entre el banco BCI y la Municipalidad de San Joaquín.

Cotización de una operación de Leaseback entregada por el banco BCI a un Propietario de un Bien Raiz avaluado en \$ 200.000.000.

# BIENVENIDO A PENSAR.

POSTGRADOS UAH | ADMISIÓN 2018

#### MAGÍSTER FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS

- Administración de Empresas - MBA /opción de obtener el grado de Master of Science in Global Finance, Fordham University
- Economía
- Economía Aplicada a Políticas Públicas / doble grado con Fordham University\*
- Gestión de Personas en Organizaciones / en conjunto con la Facultad de Psicología\*



UNIVERSIDAD  
ALBERTO HURTADO

www.uahurtado.cl  
postgrados@uahurtado.cl



UNIVERSIDAD ACREDITADA / 5 AÑOS  
Docencia de pregrado | Vinculación con el medio | Gestión institucional  
Docencia de postgrado | Investigación  
Desde diciembre 2014 hasta diciembre 2019

\*Acreditación: Ver vigencia, sedes, modalidades y jornadas en www.cnachile.cl

# La mirada decolonial al management

*La teoría del management tradicional, que se investiga y enseña en la mayoría de las escuelas de negocios, ha recibido variadas críticas en el ámbito académico. Una de estas se inspira en el enfoque “decolonial”, que desafía a las teorías que se replican y diseminan por el orbe sin considerar adecuadamente el contexto en el que estas se aplican. Esta mirada decolonial busca hacer evidente el proceso de colonización del conocimiento que acompaña a la expansión del management, y con ello el segundo lugar en el que queda nuestra escasa producción de conocimiento y su consiguiente práctica.*



**Marcela Mandiola**  
 PROFESORA DE MANAGEMENT,  
 UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO  
 PH.D. IN MANAGEMENT, UNIVERSITY  
 OF LANCASTER, INGLATERRA  
 PSICÓLOGA, UNIVERSIDAD DIEGO PORTALES



mmandiol@uahurtado.cl

## Introducción

Mucho se ha desarrollado el management como teoría y práctica desde sus orígenes a mediados del siglo pasado. Hoy por hoy, no hay universidad a nivel mundial que se abstenga de tener una escuela de negocios, así como no hay práctica de trabajo, público o privado, que no se apoye en los principios de la gestión técnica para organizarse. Este modo de gestión eficientista ha otorgado evidentes logros en términos de productividad material para las organizaciones, junto con una mejora en el bienestar de algunos sectores sociales. No obstante, sus costos, complicaciones, o las llamadas externalidades, son también considerables. Una de ellas tiene que ver con la importación, no solo de técnicas de administración, si no que también la importación de conocimientos y de valores.

Todos ellos basados y fundamentados en otras realidades de acuerdo con otras necesidades, las que difícilmente se hacen cargo de lo que sucede en nuestro contexto. En otras palabras, y a través de un ejemplo algo pedestre, hoy por hoy en todo el mundo se come McDonalds, desde México hasta Chile, desde Francia hasta India, llegando a China y las Antípodas, desplazando brutalmente las tradiciones culinarias de cada cultura. Hablamos de homogenización, de una sola manera de hacer las cosas, una que se nos ha impuesto disfrazada de optimización.

El artículo presenta una breve descripción de lo que se entiende como 'mainstream management' o management tradicional, de modo de clarificar cuál es el enfoque respecto del cual la mirada decolonial aspira a plantear una

crítica. Continuaremos con la descripción de la crítica postcolonial, el desarrollo teórico que da contexto y contrapunto al 'giro decolonial' que es aquello donde nos interesa profundizar. Finalmente abordaremos la desafiante relación de la mirada decolonial y el management, así como sus posibles contribuciones a la teoría y la práctica de la gestión.

## Mainstream management

Entendemos por 'mainstream management' a la corriente principal de desarrollo teórico en management y teoría organizacional. Esta corriente, que se ha desarrollado preferentemente en el mundo anglosajón, se caracteriza por dos elementos. Primero, es una disciplina de orientación preferentemente técnica que busca soluciones y aplicaciones prácticas de corte utilitarista.

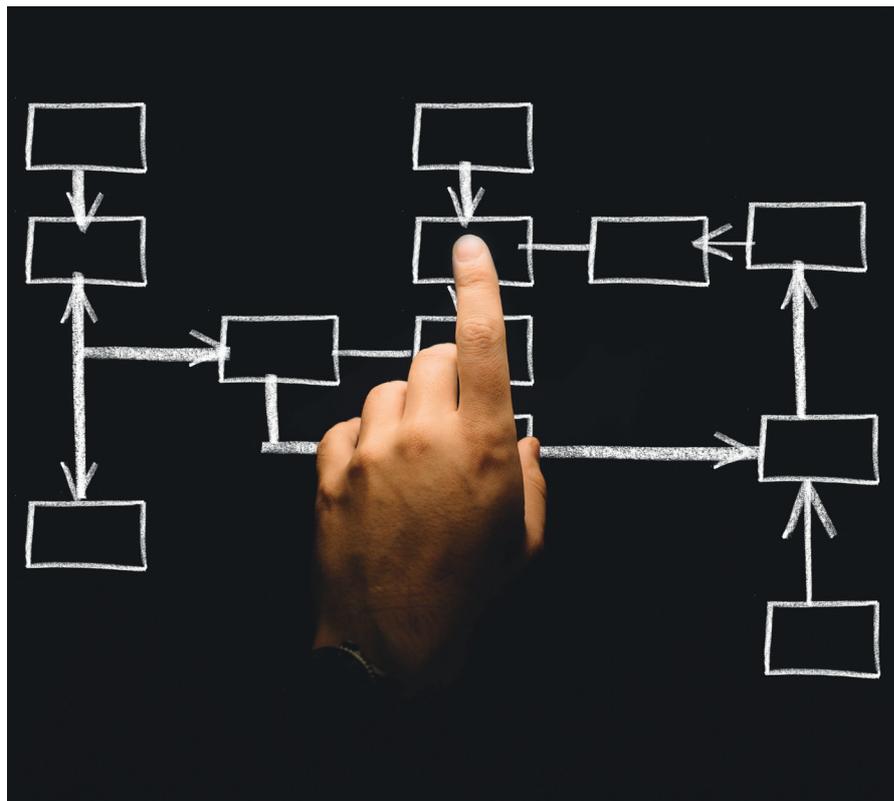


Segundo, se apoya en una producción de conocimiento de corte positivista. En términos muy generales es posible afirmar que se trata de una comprensión de la gestión que se posiciona desde la mirada (y el interés) de los dueños de las organizaciones, concibiendo su práctica como un despliegue que busca la eficiencia, la eficacia y la productividad, muchas veces obviando los contextos en los cuales se instala. De este modo, el mainstream management asume que la práctica de la gestión es universal y aplicable por igual en cualquier latitud, contexto cultural o político.

Sin querer negar la relevancia y el aporte del management tradicional, vale la pena preguntarse por qué seguimos echando mano de conocimiento y experiencia producidos en otras latitudes y desde posiciones geopolíticas muy distantes a las locales. Esa distancia a la que nos referimos hace que cualquier modelo que intentemos abrazar, (por muy crítico que sea), no esté considerando el contexto de nuestra realidad y con ello imponiendo(nos) conocimiento y práctica foránea. De esa distancia, y de ese diferente punto de enunciación, se preocupa la mirada decolonial.

### Limitaciones del “mainstream”

Una de las principales limitaciones del desarrollo teórico en management, tanto en forma como en contenido, es que se presenta como universal y neutral, sin reflejar la posición de enunciación particular de sus autores. Las miradas que ponen acento en los procesos coloniales subrayan esta condición de pretendida universalidad y neutralidad del conocimiento en management, relevando sus fuertes imbricaciones políticas y contextuales. Prasad (2016) nos sugiere prestar atención a la ruta de transformación científico social del management occidental y dar cuenta entonces de que su instalación y diseminación ha tenido claras explicaciones histórico-políticas. A su juicio, esta ruta debe ser vista como



relacionada al desarrollo del paradigma de las ciencias sociales, así como a los imperativos de control neocolonial de EE.UU.

Según Prasad, acontecimientos relevantes de este derrotero histórico son: a) la creación del Social Science Research Council (1920s) en Estados Unidos; y b) la influencia de la Fundación Rockefeller y Fundación Ford al financiar investigación en management y con ello cimentar la transformación de esa práctica en una ciencia social. El autor nos sugiere que el objetivo de esta estrategia fue otorgar estatus académico completo al

management, principalmente a través del entrenamiento de sus académicos en matemáticas y estadísticas, en la aplicación de métodos cuantitativos y en el uso del enfoque funcionalista de Parsons y el positivismo en su desarrollo teórico. Se agrega a esto, su exclusivo foco en la predicción y el control y la concepción deshumanizada de los sujetos concebidos como objetos a ser manipulados (Prasad, 2016). Esta orientación y modo de comprensión del management, hace gala también de un solo paradigma de conocimiento, el que se trata de imponer cada vez que la gestión se enseña y práctica.

“ Una de las principales limitaciones del desarrollo teórico en management, tanto en forma como en contenido, es que se presenta como universal y neutral, sin reflejar la posición de enunciación particular de sus autores ”

## ¿De qué se trata la crítica colonial?

Para desentrañar el concepto de *decolonialismo* habría que partir por detallar aquello que se conoce como *postcolonialismo*. Este último es un enfoque teórico elaborado por las academias del Primer Mundo para representar un particular momento histórico, caracterizado por la caída del muro de Berlín, y por lo tanto, por el triunfo del capitalismo occidental sobre el resto de las alternativas político-culturales. Hablamos de una respuesta teórica y ético-política al pasado y presente del colonialismo/imperialismo occidental (Lander, 2016). Lo que la mirada postcolonial quiere destacar es que mucho después del fin formal del colonialismo occidental, muchas de sus dinámicas de conquista y control han continuado a través de una variedad de formas de dominación, en este caso, la dominación epistémica (o del conocimiento).

Los principales expositores del postcolonialismo son Edward Said, Homi K. Bhabha y Gayatri Spivak. Se considera a Edwards Said, y su influyente libro "Orientalismo" (1978), el fundador de esta corriente. En dicha publicación, y refiriéndose al modo en que la literatura de occidente retrataba a oriente, Said desarrolló las bases para la comprensión del postcolonialismo. Siguiendo su trabajo, podemos decir que todo discurso (representación) sobre la alteridad (los otros) se muestra fundado o legitimado solo en el interior del sistema de poder que lo ha producido (Said, 1978).

Los discursos acerca de Oriente, por lo tanto, tienen sentido solo respecto del aparato discursivo occidental acerca del Orientalismo. Said, se refiere entonces al colonialismo como un *régimen discursivo*, cuyo fin es la producción de determinadas imágenes de los otros, la creación de una cultura o identidad occidental, como a su hegemonía o dominio sobre el resto del planeta (ibid). Se trataría entonces de un discurso de dominación, que opera para asegurar representaciones específicas acerca del colonizador occidental y del colonizado no-occidental. Su objetivo político entonces estaría en consolidar ciertas formas de ver y pensar las cuales permiten el ejercicio del poder colonial: esto es lo que se entiende como 'violencia epistémica'.

De este modo, y desde Said, lo que se conoce como *proyecto postcolonial* apunta a una crítica persistente al Eurocentrismo desafiando la apropiación europea del 'universal'. Desde allí se hace muy importante el cuestionar lo 'subalterno del conocimiento' no occidental.

### Decolonialidad: la mirada latinoamericana

En América Latina se ha desarrollado una línea de pensamiento de corte similar, pero que establece sus claras diferencias con su par europeo. Prefiere llamarse 'giro decolonial' y en palabras de uno de sus principales exponentes, el peruano Aníbal Quijano (2002), la diferencia radicaría en que, enfatizando su vértice político, el giro decolonial sería una propuesta de des-

prendimiento. La crítica postcolonial para Quijano es solo un proyecto de transformación académica. En efecto, el autor enfatiza que la colonialidad es el invisible y constitutivo par de la modernidad, hablando así de "colonialidad del poder". En el nombre de la modernidad y la racionalidad se han silenciado historias, reprimido subjetividades, subalternizado conocimientos y lenguajes. Su propuesta entonces es el desprendimiento: *cambiar los términos de la conversación*, no solo el contenido de ella. De este modo, la crítica no provendría del postcolonialismo sino de la decolonialidad (Quijano, 2002).

Otro de los autores relevantes del giro decolonial, el argentino Enrique Dussel (Lander, 2016), enfatiza que el camino de la crítica radica en la *liberación*. Dussel, al desarrollar su concepto de liberación nos habla de dos luchas interconectadas: una de colonización política y económica y otra de de-colonización epistémica. Es esta segunda la que nos convoca en este trabajo.

La decolonización epistémica ó de-colonización del conocimiento nos permite, en primer lugar, entender al neoliberalismo como la estrategia que ha logrado naturalizar las relaciones sociales en todo el mundo a través, de la también naturalización, de la sociedad liberal y el silenciamiento del origen histórico de las ciencias sociales (Lander, 2016). Para ello se ha ido instalando una creciente escisión entre la población en general y los especialistas, construyendo el supuesto básico acerca del carácter universal de la experiencia europea y con ello la conformación colonial del mundo: lo occidental (europeo) concebido como lo moderno y los 'otros' concebidos como bárbaros, o salvajes sin acceso a la creación del conocimiento. Por lo tanto, nos encontramos inmersos en medio de una visión universal de la historia y el progreso, una naturalización de lo social y lo humano

“ El giro decolonial es una propuesta de desprendimiento, que consiste en *cambiar los términos de la conversación*, no solo el contenido de ella ”



y finalmente la superioridad de los saberes producidos por esa misma sociedad (Lander, 2016).

Cuando trasladamos esta concepción a la práctica académica podemos dar cuenta de la amplia (y casi indiscutida) división epistemológica binaria entre las ciencias naturales y las humanidades/artes. Esta división se acompaña de la prevalencia de las ciencias naturales para producir conocimiento/verdad y la posición ambigua de las ciencias sociales entre las ciencias naturales y las humanidades. Estamos ante una estructura universitaria basada en disciplinas que no conversan ni se conectan. Una industria del conocimiento articulada jerárquicamente en revistas académicas principalmente foráneas, conferencias (pseudo)internacionales, programas doctorales extranjeros, etc. que logran mantener la subalternidad de la producción de conocimiento local.

### **Decolonialidad y management**

Una vez sentadas las bases de lo que se entiende por decolonialidad y su con-

siguiente proyecto político, podemos avanzar hacia un esclarecimiento de cuál es la relación que esta postura tiene con el desarrollo de la teoría y la práctica del management.

Amparados entonces por el giro decolonial y mirando hacia la práctica del management, es posible plantear con Escobar (1995) que el conocimiento en management y los estudios organizacionales estarían comprometidos en la producción discursiva del Tercer Mundo y el proyecto neocolonial occidental. Según el colombiano, en el contexto de la ideología del desarrollo, el management ha jugado un rol crucial construyendo aquello que entendemos como Tercer Mundo para permitir entonces la existencia del Primer Mundo. Lo que se entiende por management y lo que se ha difundido hacia nosotros es la concepción anglo-sajona de la gestión y las organizaciones y con ello el privilegio de la razón instrumental. En nuestras latitudes, tanto en lo teórico como en lo práctico, repetimos, reproducimos, importamos, traducimos, imitamos. Textos, metodologías de aprendizaje, contenidos, ejemplos,

enfoques son adoptados desde el Centro para nutrir nuestra educación en negocios. La producción latinoamericana es escasa, en parte debido también al modo colonial de estructuración de la práctica académica: triunfo de la escritura y publicación en inglés. De aparecer, nuestras contribuciones se agrupan en números especiales, donde, de modo particular y excepcional, se trata la contingencia local.

“La producción académica latinoamericana es escasa, en parte debido al modo colonial de estructuración de la práctica académica: triunfo de la escritura y publicación en inglés”



## Las propuestas locales

¿Dónde estarían entonces las oportunidades para nuestra producción teórica local? Hagamos mención de lo que hoy tenemos disponible:

Eduardo Ibarra-Colado (2006), uno de los más relevantes autores latinoamericanos en teoría organizacional, nos invita a problematizar el concepto mismo de 'organización'. En sus palabras, el neo-liberalismo nos trajo el concepto de organización exclusivamente para reflexionar acerca de los problemas del mercado, organización entonces se hace sinónimo de un modo particular de organizarse orientado a ciertos objetivos predefinidos no cuestionados. Se impone una definición estricta de lo que es un problema, así como también sus estrategias de solución, lo que redundando en la naturalización del mercado como práctica de lo social. Es así, que los

estudios organizacionales en América Latina pueden considerarse una versión distorsionada del funcionalismo y/o la crítica del Centro. La 'organización' funcionalista no refleja el devenir histórico de pueblos que se han articulado alrededor de la comunidad y la solidaridad y silencia lo político en la instalación de dicho concepto.

De este modo, propuestas más específicas han redundado alrededor del trabajo de esta misma autora en el intento de repensar los enfoques críticos a la gestión (CMS por sus siglas en inglés). Considerando al CMS como un significativo vacío que puede ser articulado desde una propuesta normativa diferente a la de la emancipación, relevando la centralidad de la práctica de la liberación para nuestra geopolítica (Mandiola, 2013). Por otro lado, y poniendo un acento mucho más explícito en lo decolonial, Alex Faria (2014) nos propone

la articulación de lo que él ha llamado 'Estudios Decoloniales del Management' donde intenta integrar los conceptos de la transmodernidad, pluriversidad y pensamiento de frontera como ejes fundantes de su propuesta. Desde otra mirada, Arturo Escobar (1995), nos ofrece una propuesta de deconstrucción y reconstrucción para el management y los estudios organizacionales pensados desde nuestro subcontinente. Los aspectos principales de este planteamiento serían: 1) interrogación y deconstrucción del conocimiento y teoría existente; 2) crítica de las instituciones, prácticas y estructuras organizacionales existentes; 3) crítica de las epistemologías y metodologías actuales, así como de la 'industria académica'; 4) imaginativa reconstrucción del conocimiento; 5) consideración de 'otras' prácticas de organización; 6) nuevas formas de hacer investigación.

Más allá de las particularidades de cada propuesta, de lo que se trata en general es de una invitación a reflexionar acerca de nuestras propias realidades y necesidades en términos de gestión y organización y abocarse a plantearlas y resolverlas desde estrategias y soluciones que también sean propias. Abrir por ejemplo la discusión respecto de la prevalencia indiscutida de la competencia como elemento articulador de la gestión en culturas y tradiciones que han cultivado tradicionalmente la colaboración como práctica organizacional.

La invitación queda hecha.

## Referencias

Alcadipani, R. et al (2012) Southern voices in management and organization knowledge. *Organization* Vol 19(2) 131-143.

Escobar, A. (1996) *La invención del tercer mundo, construcción y deconstrucción del desarrollo*. Caracas, ministerio del Poder popular para la Cultura

Faria, A. (2013) "Border Thinking in Action: Should Critical Management Studies get anything done?" In *Getting Things Done. Dialogues in CMS*, Vol 2, 277-300.

Ibarra -Colado, E. (2006) *Organization Studies and Epistemic Coloniality in Latin América: Thinking otherness from the margins*. *Organization* Vol 13(4): 463-488.

Lander, E. (compilador) (2016) *La colonialidad del saber: eurocentrismo y ciencias sociales*. Clacso. Buenos Aires.

Mellino, M. (2008) *La crítica poscolonial: descolonización, capitalismo y cosmopolitismo en los estudios poscoloniales*. Paidós. Buenos Aires

Mandiola, M. (2013) *Management Education in Chile: from politics of pragmatism to (im)possibilities of resistance* *Universitas Psychologica*, Pontificia Universidad Javeriana, Bogotá. Vol 12, N° 4, pp 1085 - 1098

Mignolo, W. (2007) *Delinking. The rhetoric of modernity, the logic of coloniality and the grammar of de-coloniality*. *Cultural Studies* Vol 21 n° 2 -3 pp449-514

Prasad, A. (2016) "Toward decolonizing modern western structures of knowledge" en Prasad et al

"The Routledge Companion of CMS". Routledge.

Palermo, Z. (compiladora) (2015) *Des/colonizar la universidad*. Ediciones del signo. Buenos Aires.

Quijano, A. (2002) *Colonialidad del poder, eurocentrismo y América Latina*. En Lander, En, Lander, E.) *La colonialidad del saber: eurocentrismo y ciencias sociales*. Clacso. Buenos Aires.

# Una mirada al IPSA: ¿Dónde estamos y hacia dónde vamos?

*Este artículo presenta una descripción del Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA), su composición y su relevancia como el principal índice de rentabilidad del mercado bursátil chileno. A continuación, analiza los principales factores que influenciaron su evolución en el periodo 2015-2017, con particular atención al rally iniciado en 2016 y la volatilidad observada durante el periodo de elecciones presidenciales. Para concluir, se presentan algunas perspectivas de su evolución para el año 2018.*



**Andrés Román**  
PORTFOLIO MANAGER,  
PROFESOR DE FINANZAS,  
UNIVERSIDAD ALBERTO HURTADO  
MSC. IN FINANCE,  
UNIVERSITY OF MANCHESTER,  
INGLATERRA  
INGENIERO COMERCIAL,  
UNIVERSIDAD DE CHILE



[jroman@fen.uchile.cl](mailto:jroman@fen.uchile.cl)

## ¿Qué es y qué representa el IPSA?

El Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA) mide la rentabilidad promedio de las 40 acciones de mayor liquidez y tamaño en el mercado bursátil local. Este indicador es elaborado por la Bolsa de Comercio de Santiago y es el principal índice del mercado bursátil local. Otros índices considerados a nivel local son el Índice General de Precios de Acciones (IGPA) y MSCI Chile. El primero incluye, además de las empresas consideradas en el IPSA, a un grupo de empresas

pequeñas que tienen un bajo nivel de liquidez. Este índice tiene una mayor cobertura pero sus precios son menos representativos del valor de las empresas que lo componen. Por su parte, el MSCI Chile se construye en base a una metodología que lo hace comparable con otros índices internacionales, pero considera un número reducido de empresas (19) y, por tanto, se encuentra menos diversificado y es menos representativo de la bolsa local que el IPSA.

La Tabla 1 muestra las empresas consideradas en el IPSA y su ponderación en el índice para el año 2017. Se aprecia que las empresas con mayor ponderación en el índice son Copec (8,8%), Falabella (6,8%), LTM (6,8%) y ENELAM (6,7%). En conjunto, las diez empresas de mayor ponderación explican un 58% del índice. La Tabla 2 muestra su composición sectorial. Se aprecia que los sectores Commodities, Bancos, Utilities, y Retail representan 76,4% del índice.



TABLA 1

EMPRESAS	PONDERACIÓN	EMPRESAS	PONDERACIÓN
COPEC	8,8%	ENTEL	1,7%
FALABELLA	6,8%	CAP	1,4%
LTM	6,8%	ANDINA-B	1,3%
ENELAM	6,7%	BANMEDICA	1,3%
CHILE	5,7%	ECL	1,2%
SQM-B	5,5%	QUINENCO	1,2%
BSANTANDER	5,5%	RIPLEY	1,2%
CENCOSUD	4,4%	SONDA	1,1%
CMPC	4,2%	AESGENER	1,0%
BCI	3,8%	CONCHATORO	0,9%
ENELGXCH	3,3%	VAPORES	0,9%
SM-CHILE B	2,6%	IAM	0,9%
ITAU CORP	2,5%	ILC	0,7%
ENELCHILE	2,5%	SK	0,6%
CCU	2,4%	SMSAAM	0,5%
ANTARCHILE	2,3%	SALFACORP	0,5%
PARAUCO	2,3%	FORUS	0,5%
COLBUN	2,2%	EMBONOR-B	0,4%
AGUAS-A	2,1%	ORO BLANCO	0,4%
SECURITY	1,7%	MASISA	0,2%

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, diciembre del 2017

Empresas que pertenecen al IPSA y su ponderación



TABLA 2

SECTOR	PONDERACIÓN
Commodities	22,7%
Bancos	21,7%
Utilities	19,9%
Retail	15,1%
Transporte	8,2%
Bebidas	5,1%
TI & Telecomunicaciones	2,7%
Construcción e inmobiliario	1,4%
Otros	3,2%

Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, diciembre del 2017

Composición sectorial del IPSA



## ¿Cuál es la relevancia del IPSA?

En un mercado sin restricciones para la transacción de acciones, el precio de éstas refleja la disposición a pagar de los inversionistas por los flujos de caja que las empresas producirán en el futuro para sus dueños. En este contexto, el IPSA puede interpretarse como un termómetro respecto a las expectativas de generación de flujos de caja futuros por parte de las principales sociedades anónimas abiertas chilenas. Como las perspectivas sobre el desempeño empresarial están estrechamente relacionadas con las expectativas sobre

nuestra economía, el IPSA también puede interpretarse como un termómetro que mide las expectativas sobre el desempeño de la economía local. En otras palabras, mientras mayor sea el dinamismo esperado de nuestra economía, mejores serán las expectativas sobre los resultados de las empresas y esto impactará positivamente en sus valorizaciones. En efecto, la mayor disposición a pagar de los inversionistas aumentará el precio de las acciones de manera individual y el promedio que mide el IPSA. Por el contrario, si las expectativas a futuro sobre la economía son débiles, es probable que este índice caiga debido a que los inversionistas

tendrían una menor disposición a pagar por éstas.

## Evolución del IPSA entre 2015 y 2017

Como se aprecia en el Gráfico 1, tras alcanzar un mínimo de 3.455 puntos el 20 de enero del año 2016, el IPSA comenzó una tendencia alcista alcanzando un máximo de 5.608 puntos el 30 de octubre del año 2017, representando un alza del 62,3% en dicho periodo. Posteriormente, el IPSA presentó una corrección de 12,8% alcanzando los 4.887 puntos el día 7 de diciembre, para luego alcanzar los 5.565 puntos al cierre de 2017.

GRÁFICO 1



Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago, diciembre de 2017

## Evolución del IPSA en el periodo

enero 2015  
diciembre 2017



El principal catalizador del rally experimentado por el IPSA desde comienzos del año 2016 fue la mayor disposición a pagar de los inversionistas producto del alza en las expectativas de generación de flujos de caja futuros por parte de las principales sociedades anónimas abiertas chilenas. Dicha mejora sería consecuencia de un mayor dinamismo en la economía chilena que se explicaba por dos factores. Primero, un escenario externo más favorable influenciado por

las bajas tasas de interés a nivel global, mayores expectativas de crecimiento de diversos países y un alza del precio de los commodities, en particular el cobre con estimaciones superiores a US\$3.0 la libra. Segundo, una dinámica interna más robusta debido a las expectativas de que un eventual gobierno de derecha sería más "pro crecimiento", impulsando la inversión en diversos sectores de la economía local. Esta mejora en las expectativas de crecimiento de la econo-

mía chilena se vio reflejada en distintos indicadores de confianza. Por ejemplo, el Índice de Percepción Económica de los Consumidores (IPEC, Adimark) alcanzó 46,5 puntos en el mes de octubre, superando al mínimo de 31,5 puntos alcanzado en el mes de agosto de 2016. Del mismo modo, el Índice Mensual de Confianza Empresarial (IMCE, ICARE-UAI) alcanzó 49 puntos en octubre, comparándose positivamente con los 42,4 puntos alcanzados en el mes de julio del mismo año.

TABLA 3

ÍNDICES	CIERRE	2017
Chile (IPSA)	5.565	34,0%
Brasil (Bovespa)	76.402	26,9%
México (Mexbol)	49.354	8,1%
Perú (SP/BVL Select)	368,0	23,5%
Colombia (COLCAP)	1.514	12,0%
Argentina (Merval)	30.066	77,7%

Fuente: Bloomberg.

## Rendimiento principales índices accionarios de Latinoamérica



Similar rally han registrado los principales índices bursátiles de los países latinoamericanos durante el año 2017, tal como se aprecia en la Tabla 3. Las mejores expectativas de crecimiento de sus economías y sus resultados corporativos han sido los drivers que explican este buen rendimiento.

### IPSA y las elecciones de diciembre de 2017

A fines del 2017, la bolsa local vivió uno de los periodos de mayor volatilidad de los últimos años. A juicio de varios analistas, esta volatilidad se debió a la incertidumbre respecto al resultado de las elecciones presidenciales. En efecto, durante el periodo precedente a la primera vuelta presidencial (19 de noviembre de 2017), el favoritismo de Piñera en las encuestas que lo daban como próximo presidente de Chile era uno de los principales motivos que impulsaban a los inversionistas a apostar por la bolsa local ante el llamado "cambio de expectativas" que se generaría, dado que el entonces candidato Piñera había dado mayores señales pro-mercado que el candidato Guillier<sup>1</sup>.

Sin embargo, el sorpresivo resultado de primera vuelta, que anticipaba una

dura lucha entre Piñera y Guillier en el balotaje, trajo consigo un aumento en la incertidumbre y cautela en los inversionistas<sup>2</sup>. Esta incertidumbre se reflejó en una alta volatilidad en el mercado haciendo que muchos inversionistas, que no estaban dispuestos a soportar este mayor riesgo, salieran a vender sus acciones locales presionando el nivel del IPSA a la baja. Es así como vimos que el IPSA pasó de niveles de 5.608 puntos el 30 de octubre al mínimo 4.887 puntos el 8 de diciembre, representando una caída de 12,8% en dicho periodo. Una vez conocido el resultado de la segunda vuelta, el mercado lo interpretó positivamente y el IPSA recuperó rápidamente los niveles máximos alcanzados a fines de mes de octubre.

### ¿Cómo viene el IPSA en 2018?

Para abordar esta pregunta, es conveniente considerar la razón P/U, que corresponde al ratio entre el precio de accionario (P) y la utilidad por acción de los últimos doce meses (U). Este ratio indica el precio que pagan los inversionistas por cada peso de utilidad que genera una empresa y se interpreta como una medida de que tan cara o barata se encuentra la bolsa local. A

mayor ratio P/U, más cara se encuentra la bolsa local porque los inversores están pagando un mayor precio por cada peso de ganancia que producen las empresas.

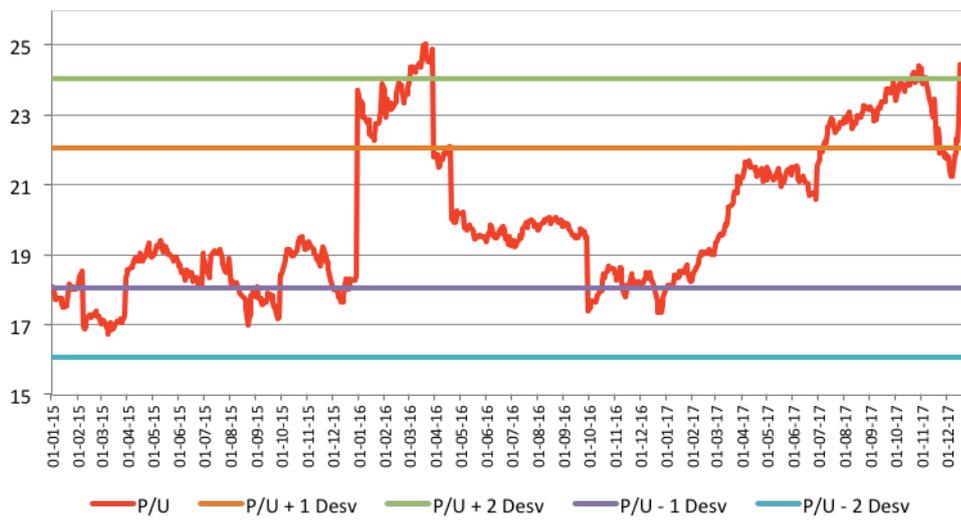
Al considerar la valoración implícita del IPSA medido por el ratio P/U, este pareciera estar caro debido a que se transa con un múltiplo de 24,3 veces, cifra que excede a su promedio de los últimos 4 años (20 veces). Sin embargo, al considerar que las expectativas de crecimiento de las utilidades corporativas se sitúan en 16,3% para el 2018, unido al valor objetivo del IPSA esperado por el consenso de los analistas del mercado para fines del 2018<sup>3</sup>, el IPSA "esperado" se transaría a un múltiplo más ajustado de 22,3 veces, nivel algo superior a su media. Del mismo modo, las revisiones alcistas en utilidades que vendrán a partir del 2019 reducen aún más el valor esperado de este múltiplo. Las futuras revisiones alcistas de las utilidades de las empresas podrían ser suficientes para que el IPSA continúe con su trayectoria positiva. En otras palabras, existen altas probabilidades de que el dinamismo de la economía sea mejor a lo esperado, impactando también en el crecimiento de las utilidades de las empresas.

(1) Esta expectativa se refleja en los dichos del presidente de la Bolsa de Comercio de Santiago, Juan Andrés Camus: "Si no saliera elegido Sebastián Piñera, la probabilidad de que tengamos un colapso en el precio de las acciones es alta", que representaba la visión de diversos analistas.

(2) Las encuestas más importantes del país CEP (Centro de Estudios Públicos) y Cadem, daban una amplia victoria al ex mandatario Sebastián Piñera, con un 44,4% en el caso de CEP y un 42% en el caso de Cadem, escenario similar -pero a la inversa- respecto a la abanderada del Frente Amplio, Beatriz Sánchez, a quien se le otorgaba un 13% (CEP) y un 8,5% (Cadem). Cifras bastante lejanas a lo informado desde el Servicio Electoral (Servel) y que también aplican a Alejandro Guillier. El resultado final fue de un 36,64%, 22,7% y 20,3% de los votos para Piñera, Guillier y Sánchez, respectivamente.

(3) El consenso de Bloomberg asigna un valor objetivo de 6.000 puntos a fines del 2018.

GRÁFICO 2



Fuente: Elaboración Propia con datos de Bloomberg

Evolución P/U  
trailing 12  
meses de las  
empresas que  
forman  
el IPSA

enero 2015  
diciembre 2017

<<

“Los indicadores sugieren que el IPSA seguirá con la tendencia alcista iniciada el año 2016”

A nivel sectorial, las empresas de sectores más cíclicos como la banca, el retail y la construcción, que en conjunto ponderan un 45,8% del IPSA, se verían particularmente beneficiadas por el mayor crecimiento del país. Específicamente, se estima que el sector bancario estará influenciado por un crecimiento en las colocaciones superior al registrado el año 2017, compensando la pérdida que pudieran tener por el hecho de que la inflación proyectada es inferior a la meta del 3,0% del Banco Central. Del mismo modo, el aumento esperado en las ventas del sector retail, debido a la mayor propensión a gastar de las personas,

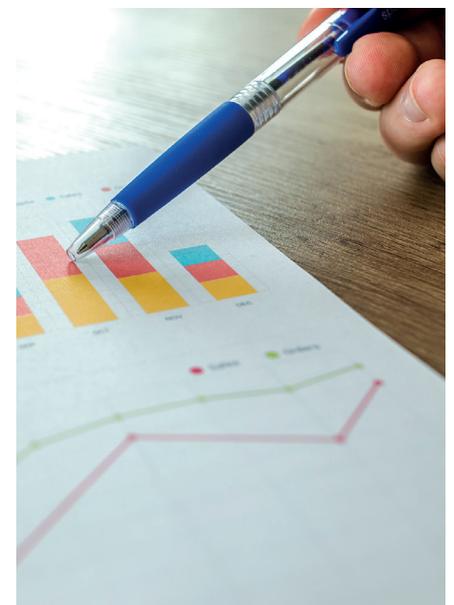
sería un buen catalizador para que las tiendas por departamento registren utilidades mayores a las observadas en el 2017. El sector construcción también se vería beneficiado producto del aumento en la inversión pública y privada, que impulsarían los resultados de las empresas que componen este sector.

A nivel internacional, una desaceleración en China menor a la esperada y mayor crecimiento global deberían impulsar los precios de los commodities. Es así como la celulosa se mantendría en niveles de precios altos debido a una mayor demanda de este insumo y una oferta acotada en esta industria. El yodo y potasio, por su parte, se mantendrían con un sesgo alcista producto de su mayor demanda. El cambio estructural en la demanda por litio, debido a la irrupción de los vehículos eléctricos, unido a la creciente industria de baterías que usan este componente, indican que el precio de este commodity pudiera seguir alcanzando nuevos máximos.

El sector de servicios básicos, en especial el eléctrico, si bien pudiera mostrar crecimientos en utilidades más neutrales el año 2018, debido al cambio en la composición de su matriz energética

incorporando un porcentaje cada vez mayor de energías renovables no convencionales, se encuentra con valoraciones atractivas al compararlas con su historia.

Todo lo anterior, indica que el IPSA seguirá con la tendencia alcista iniciada el año 2016, anticipando un escenario de utilidades corporativas positivo tanto para el año 2018 como para los años posteriores.





# BIENVENIDOS A PENSAR.

## POSTGRADOS 2018

→ **Magíster en Economía**  
Programa acreditado por Qualitas desde diciembre 2015 a diciembre 2022

→ **Magíster en Economía Aplicada a Políticas Públicas /** doble grado con Fordham University Programa acreditado por Qualitas desde enero 2016 a enero 2019

→ **Magíster en Administración de Empresas - MBA.** Opción de obtener el grado de Master of Science in Global Finance / Fordham University. NY.

→ **Magíster en Gestión de Personas en Organizaciones en conjunto con la Facultad de Psicología** Programa acreditado por 4 años desde enero 2016 a enero 2020, por agencia Qualitas.



**ACREDITADA  
POR 5 AÑOS  
EN LAS 5 ÁREAS**  
Hasta diciembre 2019.

Docencia de Pregrado  
Vinculación con el Medio  
Gestión Institucional  
Docencia de Postgrado  
Investigación

[www.uahurtado.cl](http://www.uahurtado.cl)



**UNIVERSIDAD  
ALBERTO HURTADO**  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y NEGOCIOS