

Caso ISACRUZ (A)

Fernando Bravo Herrera

Resumen

La teoría financiera ha estudiado con persistencia la existencia de un mercado perfectamente competitivo, el que se da si la información financiera es capaz de capturar la realidad de la empresa y si la valoración de una compañía contiene exactamente todas las medidas de riesgo relevantes que debiera enfrentar un inversionista.

Todas estas interrogantes y más, puso en vitrina el caso Isacruz, una empresa dedicada al giro de ventas de sepulturas y servicios derivados, que vino a resurgir y a acentuar una serie de discusiones sobre los mecanismos de control del sistema financiero.

Este caso tuvo una sentida repercusión en los fondos de pensiones, los cuales invirtieron en cuotas del fondo de desarrollo de empresas Midway (inversionista en Isacruz), perdiendo cerca de US\$ 8 millones, en momentos en que la rentabilidad del sistema atravesaba por uno de los momentos más críticos de su historia.

Por todo lo anterior, el Departamento de Estudios Financieros de una conocida AFP, con el objeto de sacar una experiencia de lo ocurrido, decidió estudiar con detenimiento el caso, presentándose a continuación el informe elaborado por esta institución. El jefe de este Departamento desea que usted le responda las consultas señaladas en el Plan de Trabajo que aparece al final del informe.

Identificación de la empresa

Intangibles Santa Cruz (ISACRUZ) era una empresa relativamente nueva en Chile, creada en el año 1989, orientada al desarrollo de una industria naciente en el país que se inicia sólo en la década de los '80: la industria de los cementerios parques privados. Los socios fundadores de esta empresa fueron los señores: Marcelo Irizarri (60%), el cual se desempeñaba como Presidente de la compañía y Milton Solorza (40%), Vicepresidente ejecutivo y responsable superior de la administración de la compañía. Un año más tarde la compañía se asoció al grupo Santiago para desarrollar los cementerios Parque Todos los Santos (Villa Alemana), Bío-Bío (Concepción) y Parque de la Araucanía (IX Región). La misma sociedad adquirió en 1993 el Cementerio Parque Santa Teresa de Jesús (V Región) y Parque de Valparaíso. Tiempo después se instalaron cementerios en Valdivia, San Fernando, Rancagua, Peñaflores y Quillota.

La empresa tenía por objetivo comprar terrenos para su desarrollo como cementerios y/o comprar cementerios ya en desarrollo.

Los productos principales de esta compañía eran:

1. **Venta de sepulturas**
2. **Venta de servicios asociados**

Los riesgos de este negocio, son básicamente tres:

1. La calidad y rigurosidad del sistema de crédito en la venta.
2. La capacidad efectiva de descontar los documentos de clientes, en el mercado financiero, y
3. La eficacia de los sistemas de cobranza.

De los tres riesgos señalados, dos de ellos son de total control interno y sólo el número 2 es exógeno. Para abordar dicho riesgo; (a) la compañía busca capital de trabajo adicional que no sea deuda, con lo cual minimiza fuertemente dicho riesgo, y (b) a medida que se vaya contando con historia de cobranza conocida para el mercado financiero, aparece la posibilidad efectiva de securitización* de los documentos por cobrar.

Asimismo, Isacruz se consideraba como un negocio que no presenta riesgos de agotamiento de mercado, al menos por un horizonte de 10 años. Lo anterior se ve reforzado al considerar que se trata de una industria relativamente nueva en el país, y en la que se dispone de una situación estratégica única, donde no es posible la existencia de una segunda red. Lo anterior ocurre porque los permisos requeridos de operación de cementerios son limitados por áreas geográficas.

Perspectivas de Isacruz en el año 1994*

▪ Participación de nuevos inversionistas en la compañía, argumentos y motivaciones.

Las condiciones de la compañía al año 1994 eran de muy alta rentabilidad y de grandes proyecciones, pero con una clara necesidad de capital de trabajo. Esta es la condición que origina una invitación a inversionistas privados o institucionales para participar del desarrollo de este negocio, con un aporte de capital requerido de U\$20.000.000 (veinte millones de dólares americanos).

* La securitización permite emitir bonos de deuda respaldados por los documentos por cobrar de nuestro clientes, que tendrían buena conducta de pago de ellos.

* Todos los antecedentes que se señalan en esta sección corresponden a información entregada por la propia empresa, para los posibles inversionistas y el mercado.

Las motivaciones para los nuevos inversionistas eran básicamente los logros sostenidos de la compañía para esa fecha:

1. La Compañía controlaba más del 65% del stock de sepulturas disponibles, con una proyección probable del 80% para los próximos tres años.
2. Controlaban más del 60% de los cementerios parques existentes; con una proyección del 85% para el futuro cercano.
3. Tenía una marca ampliamente reconocida en el mercado.
4. Duplicaban sus ventas cada año, desde 1991, a través de una fuerza de venta especializada de más de 800 vendedores en todo el país. Se estimaba por ello ventas sostenidas por los próximos cinco años del orden de UF 2,2 millones.
5. Desarrollo propio de sistemas de administración de parques, créditos y cobranzas, que permiten:
 - a) Tomar la venta y administración de otros cementerios en el país, y
 - b) La rápida ampliación del negocio a los países cercanos, si se dispone del capital apropiado.

Los recursos de este aporte de capital a la empresa serían utilizados, fundamentalmente, en los siguientes usos:

- Reprogramación de pasivos a largo plazo y a menores tasas, lo que generaría reducciones en costos operativos y bajar las presiones sobre la caja.

- Adquisición de algunos cementerios-parque adicionales, que consoliden la posición estratégica.
- Inversiones en reducciones de costo, especialmente en reducción de personal, y tecnología, que generen importantes aumentos en las utilidades operativas, y
- Capital de trabajo apropiado.

Todo lo anterior significaría: (a) mejores resultados operacionales, (b) mayor liquidez y disponibilidad de caja, (c) consolidación de la posición estratégica, (d) inicio de nuevas líneas de negocio, (e) mayores resultados finales, y (f) significativo mayor valor de las acciones de la compañía.

Asimismo, se tenía en carpeta la tramitación de la apertura de la empresa al mercado (S.A. abiertas), programada para iniciarse el segundo semestre de 1996. Así, la compañía podría estar en condiciones de realizar emisiones de acciones, si el mercado así lo aconsejara, a mediados de 1997.

▪ **Proyecciones**

A los futuros inversionistas se les presentó el panorama de la empresa de la forma que describe la tabla 1, que contiene los datos históricos de Isacruz hasta el año 1994 y la proyección para el año 1995.

Tabla 1: Datos Históricos Isacruz
(En millones de US\$)

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995(a)
Ventas	0,28	3,9	6,4	15,1	24,2	44,8	70,0
Utilidad Operacional	0,05	0,5	1,1	14,1*	23,8*	25,0 (b)	40,0(c)
Utilidad Final	0,00	2,2 (d)	1,6 (d)	13,7	18,7	17,7 (b)	25,0
Patrimonio	0,03	3,0	4,8	22,0	40,8	61,0 (b)	86,0(e)

(a) Proyectado

(b) Antes de provisiones

(c) Considera fuertes gastos de racionalización

(d) Efectos utilidades empresas relacionadas (subsidiarias)

(e) Capitaliza utilidades

(*) Incluye operaciones de *lease back* dicho año

Se aprecia de la tabla anterior, que Isacruz ha tenido un crecimiento continuo y acelerado desde su creación en 1989.

El panorama de proyecciones de Isacruz, que se supone es conservador al no incluir inversión en nuevos parques ni nuevos negocios, está contenido en la Tabla 2, con proyecciones que van desde 1996-2002:

Tabla 2: Proyecciones Isacruz
(En millones de US\$)

(Sin compra de nuevos parques)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ventas	86,3	86,3	86,2	85,6	82,1	77,4	61,0
Utilidad Operacional	48,1	48,1	48,0	47,7	45,8	43,2	34,1
Utilidad Final	34,0	35,1	40,0	40,0	37,5	37,0	30,0

Estas proyecciones se ven bastante favorables, considerando que sólo contienen el stock existente para el año 1995. Si se agrega el hecho de que para el plan real se consideró la compra de tres cementerios importantes y diez parques chicos regionales equivalentes al 50% del stock del año 1995, es posible concluir que el flujo anterior, presentado en la Tabla 2, está subvalorado en un 50% aproximadamente.

▪ Datos Financieros

El patrimonio contable de la compañía al 31 de diciembre de 1994, antes de provisiones, alcanza a US\$ 61 millones. Podría calcularse además que el valor económico de la compañía debe razonablemente situarse entre un mínimo de 1,5 a un máximo razonable de mercado de 2,0 veces el valor libro.

Isacruz tuvo utilidades para el año 1994 por US\$ 17,33 millones antes de provisiones y de US\$ 6,8 millones después de ellas. Así, la compañía proyectó utilidades conservadoramente para 1995 de US\$ 25 millones, esperando un crecimiento mínimo entre 1996-2000 del 20%/año en promedio (todo esto calculado en base a utilidades finales).

La relación precio/utilidad considerada como razonable era entre 8 y 10 veces. Considerando que la utilidad fuera de US\$ 15 millones, de forma conservadora el valor económico de la compañía alcanza una cifra entre US\$ 120 a US\$ 150 millones.

El VAN considerando patrimonio actual de US\$61 millones de inversión, es:

- a)** Tasa de descuento de 15% = US\$ 135 millones (1995-2002, valor residual US\$ 193 mill.) (TIR: 43,68%) con valor residual = US\$ 100 millones; VAN = US\$ 104,6mill.
- b)** Tasa de descuento de 20% = US\$ 83,4 mill. (1995-2002, valor residual US\$ 149 mill.) (TIR: 42,4%) con valor residual = US\$ 100 mill, VAN = US\$ 72,7 mill.

Si se evaluara el negocio como tal, vale decir, en ausencia de la situación financiera, actual, tomando las siguientes consideraciones:

- a)** Utilidad operacional 1994: US\$ 21,5 mill, 1995: US\$ 40,0 mill.

b) Deuda total a dic. 1994: US\$ 120 mill. (incluye leasing cementerios, que técnicamente no debiera considerarse)

c) Promedio mercado, precio/utilidad operacional: 5,

considerando que la utilidad operacional de 1995 es conservadora en relación a lo proyectado y, por lo tanto, es razonable como base, se llega al siguiente valor de la empresa:

US\$ 80 millones ((Utilidad op. x5) .Deuda)

Vale decir, según los criterios antes mencionados, Isacruz reconoce el valor económico de la compañía entre los valores US\$ 80 millones y US\$ 150 millones.

Incorporación De Los Nuevos Inversionistas

A mediados del año 1995, Isacruz hizo la invitación a los inversionistas institucionales a participar del negocio a través de Citicorp, empresa que manejaba los números y se había encargado de realizar las investigaciones pertinentes. La compañía necesitaba unos \$14 mil millones. Para tal efecto se hizo un aumento de capital por UF1.007.016,45, lo que incluyendo el 4,93% que tenía Citicorp en la empresa, permitía a los nuevos accionistas quedarse con el 50% de la cadena de cementerios.

El aumento de capital fue finalmente suscrito por el propio Citicorp, Midway, Toronto Capital, Seguros Convida, Backwoods y Southwest Investment Co. Chile, estas dos últimas sociedades ligadas a la familia Elizalde.

Los inversionistas y la proporción de participación que tenían estos en Intangibles Santa Cruz S.A. se pueden ver en la figura 1, la cual corresponde a Diciembre de 1995.

Figura 1



A pesar de los flujos que se presentaron a los nuevos inversionistas, el mismo mes que ingresaron se constató que la situación financiera era más complicada de lo que esperaban. Por lo mismo, algunos socios de la empresa y entidades bancarias iniciaron gestiones para el ingreso de Inversiones Recoleta SA. firma ligada a Pablo Alvarez López, y que aportaría el know how administrativo, considerando que sus integrantes participaban en el cementerio Parque del Recuerdo.

Estos últimos ingresaron finalmente en noviembre de 1995 adquiriendo el 60% de la Sociedad de Inversiones San Antonio SA., vinculada a Marcelo Irizarri y Milton Solorza, a través de la cual controlaban el 52,05% de Isacruz, tal cual se puede observar a partir de la Figura 1. Esta negociación se hizo a través de una permuta de acciones con una cláusula que dejaba sin efectos la operación si la sociedad no era viable.

Sin embargo, más tarde adquirieron en forma directa el 19,9% de la empresa, porcentaje que continuaban manteniendo hasta 1996, considerando que ante la quiebra la cláusula anterior se hizo efectiva.

Quiebra

Cuando en junio pasado 1995 los inversionistas institucionales ingresaron a la propiedad de Intangibles Santa Cruz (Isacruz) era difícil imaginar el desenlace que tendría la operación sólo ocho meses más tarde. Se trataba de un negocio básicamente inmobiliario con muy buenas proyecciones si se considera que la compañía constituía una cadena de cementerios a nivel nacional y que la legislación sólo permite, prácticamente, un cementerio por ciudad (dado el número de habitantes).

La empresa tenía una participación de 50% de tumbas y era dueña del 65% de los terrenos cementerios tipo parque en el país.

En esa época, la deuda de Isacruz ascendía a US\$ 80 millones, mientras su nivel de venta

anual era de US\$ 40 millones. Si bien los pasivos eran altos, la estimación de flujos hacía suponer que se llegaría a buen término en poco tiempo, considerado que para fines de ese mismo año se calculaba una facturación de US\$ 100 millones.

Los flujos no resultaron ser tales y en esos ocho meses el nivel de deuda aumentó a más del doble, alcanzando a US\$ 180 millones, lo que gatilló la cesación de pagos por parte de la empresa y, con eso, la declaración de quiebra efectuada a finales de marzo de 1996.

Al 25 de marzo de 1996 la firma tenía deudas por pagar vencidas por \$ 10 mil millones y \$750 millones de documentos protestados. Tampoco contaba con fondos para cubrir los gastos mínimos de operación (\$ 500 millones), ni menos con los \$ 700 millones que necesitaba para abril del 96.

Claramente las proyecciones que Isacruz diera a los futuros inversionistas no se validaron con el tiempo y es así como a nivel de activos la situación real que enfrentaron fue muy diferente. En la Figura 2 y Tabla 3 se muestran las variaciones en Activos Totales y también según subclasificaciones: Activos Circulantes, Activos Fijos y Otros Activos, para los períodos que van de 1992 a 1995 (este último es el año en que se fundaron las bases de quiebra de la compañía), medidos todos en miles de pesos.

Figura 2

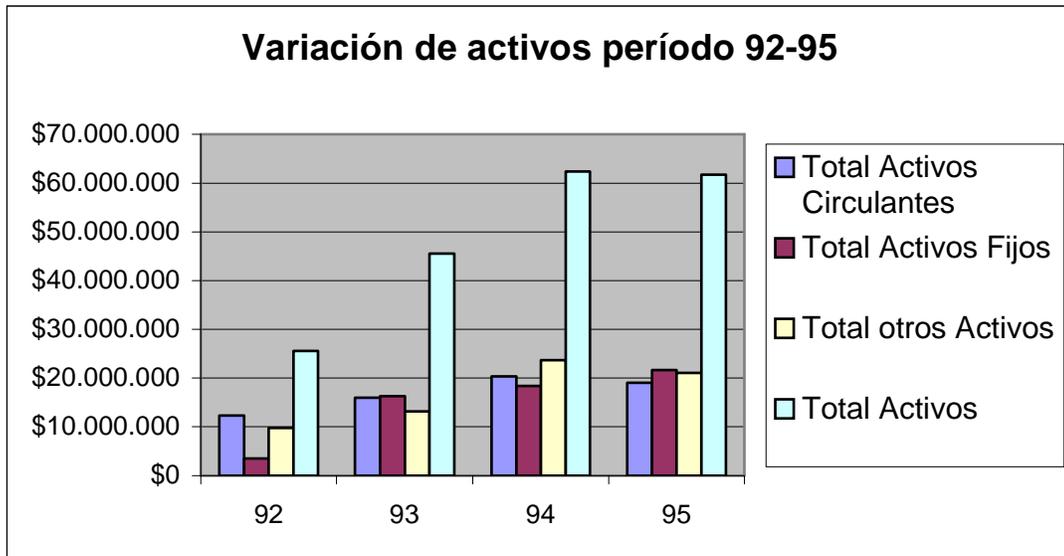


Tabla 3

	92	93	94	95
Total Activos Circulantes	12.277.618	16.015.476	20.303.116	19.026.704
Total Activos Fijos	3.520.064	16.353.998	18.397.994	21.592.383
Total otros Activos	9.799.641	13.203.664	23.704.171	21.078.186
Total Activos	25.597.323	45.573.138	62.405.281	61.697.273

Una comparación similar a la anterior a nivel de Pasivos, los cuales fueron la razón principal por la que se determinó la quiebra, sigue de las Figura 3 y Tabla 4, donde se puede ver la variación en Pasivos con Terceros, compuesta principalmente por Acreedores Varios y Documentos por Pagar.

Figura 3

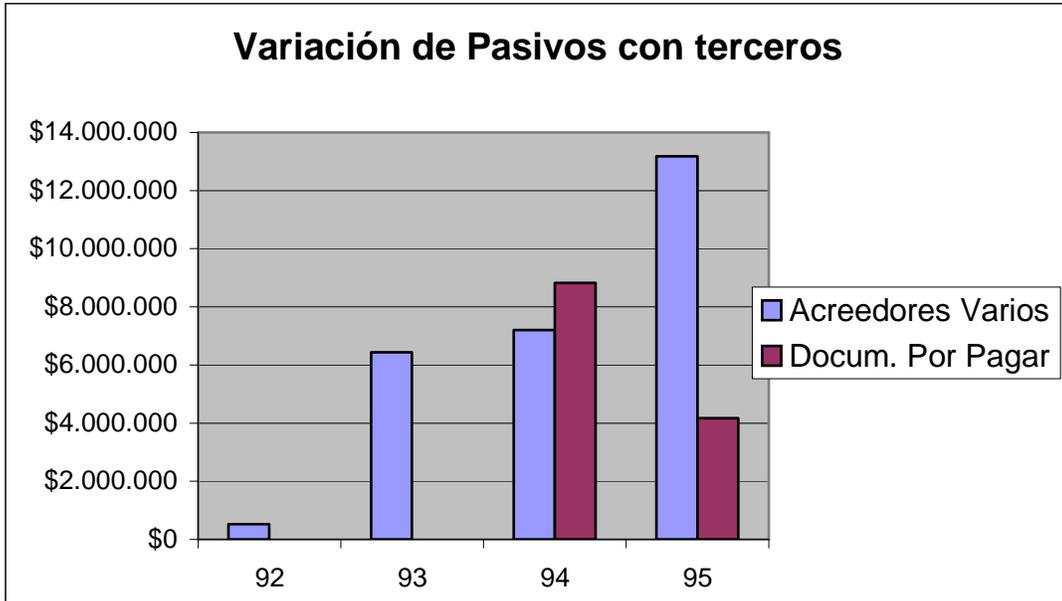


Tabla 4

	92	93	94	95
Acreedores Varios	527.670	6.432.147	7.192.678	13.178.541
Docum. Por Pagar	0	0	8.831.072	4.173.066

Un caso interesante de analizar sería el que corresponde a los márgenes de explotación para dichos períodos, los cuales podemos ver que difieren significativamente de lo presupuestado, como se ve en la Figura 4, denotándose una clara caída para el año 1995, muy por debajo de lo presupuestado.

Figura 4

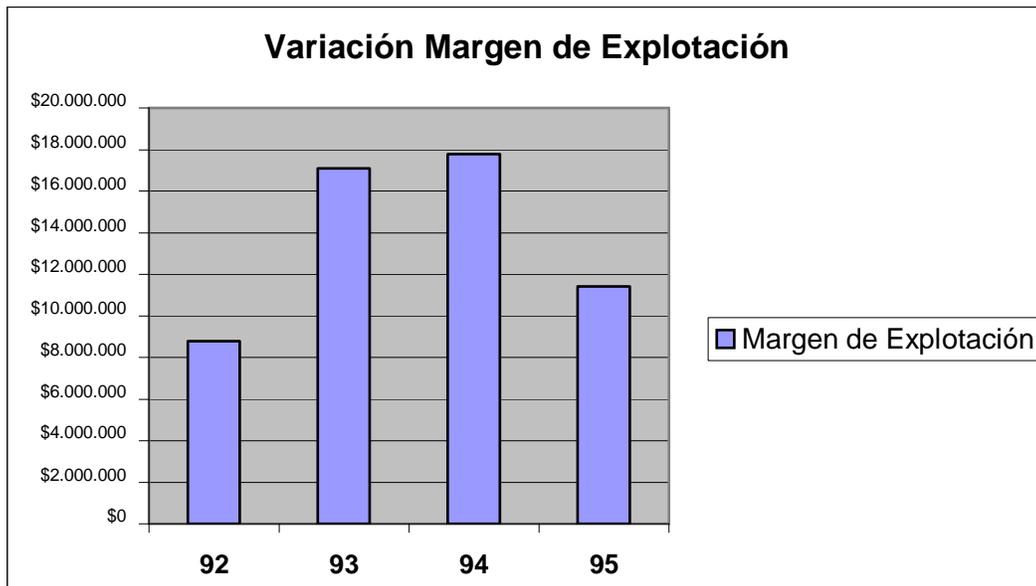


Tabla 5

	92	93	94	95
Margen de Explotación	8.797.744	17.106.153	17.787.184	11.409.310

En consecuencia, se tuvo una fuerte variación en resultados, apareciendo pérdidas del ejercicio para el año 1995, tal como se describe en la Figura 5 y Tabla 6.

Figura 5

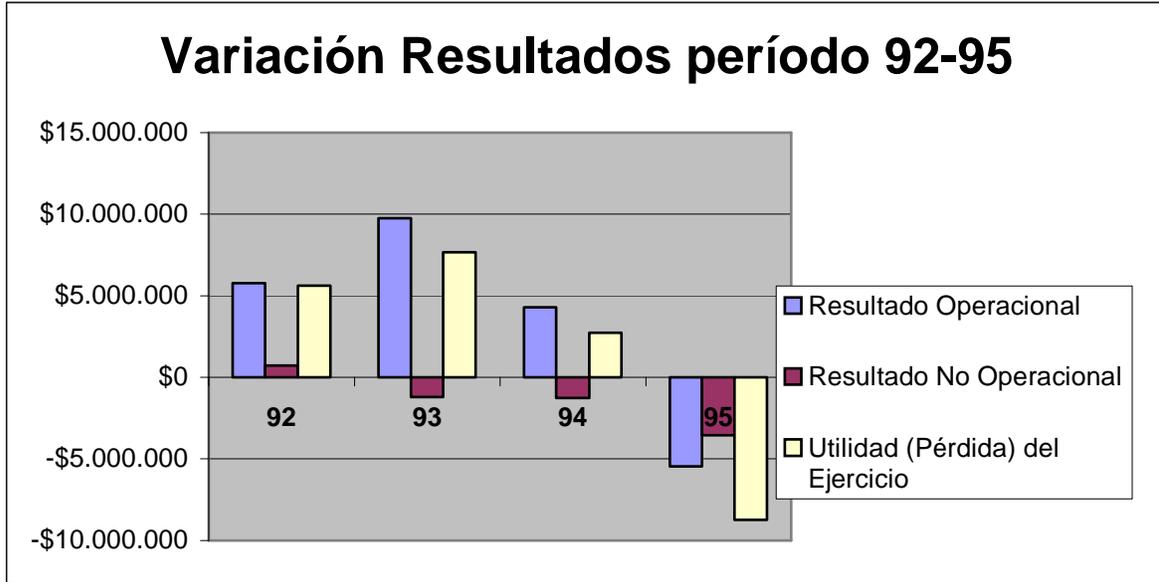


Tabla 6

	92	93	94	95
Resultado Operacional	5.785.351	9.728.725	4.293.667	-5.470.288
Resultado No Operacional	728.369	-1.196.393	-1.253.830	-3.530.193
Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	5.611.773	7.646.868	2.737.460	-8.730.876

Un análisis particularmente significativo es el de los Gastos Financieros, los cuales siguieron una tendencia creciente en el período de análisis, tal cual lo describe la Figura 6 y Tabla 7.

Figura 6

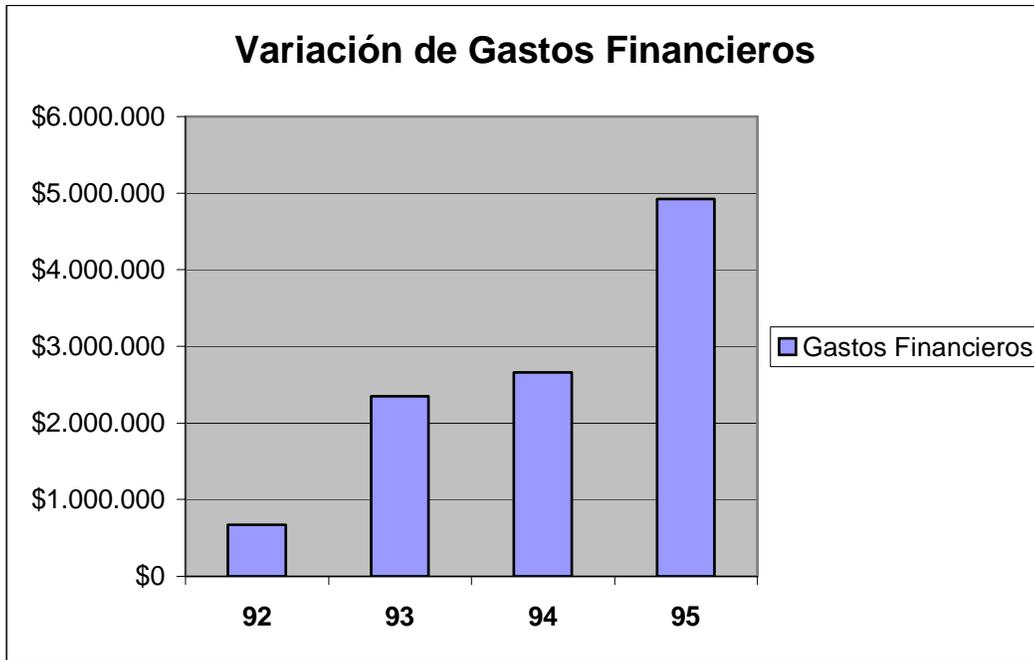


Tabla 7

	92	93	94	95
Gastos Financieros	667.283	2.350.230	2.658.115	4.918.748

El cuadro A describe los montos adeudados por Isacruz respecto a los distintos sectores acreedores.

Cuadro A
Composición de Deuda Isacruz
 (Al 31/03/96, en UF)

	DEUDA	% del Total
Inmobiliaria:		
Santiago	0	0,00
Crédito e Inversiones	39.868	1,16
Desarrollo	80.711	2,34
Sant. Factoring	34.578	1,00
Bhif	49.361	1,43
Estado	4.860	0,14
-ABN	24.572	0,71
Security	22.903	0,66
Total Inmobiliaria	256.853	7,44
Intangibles:		
Edwards	395.336	11,46
Bhif	49.163	1,42
Dresdner Banque	40.002	1,16
Total Intangibles	484.501	14,04
Banco Santiago (Parques Unidos)	27.689	0,80
Banco Osorno (mv. Inmob.-Otros)	2.300	0,06
Total Deuda Bancaria	998.991	28,94
Leasing Cementerios:		
La Serena (Banedwards-Fundac)	186.102	5,39
Osorno (mv. Pacífico Sur)	122.694	3,56
Chillán (Bice-Banestado)	86.321	2,50
Punta Arenas (Convida)	174.043	5,04

Terreno Valdivia	8.976	0,26
El Prado (Fundación-Citicorp)	713.312	20,67
Total Leasing Cementerios	1.291.448	37,42
Otras Deudas:		
Leasing Operacionales	69.192	2,00
Deudas Preferentes	71.626	2,07
Terreno Auco y Valdivia(Scudders)	354.911	10,28
Citibank Subordinada	121.772	3,53
Isacruz Santander	204.900	5,94
Otros Acreedores	81.505	2,36
Total Otras Deudas	903.906	26,19
TOTAL DEUDAS	3.451.197	100,00

La empresa reconoció que su crecimiento “se generó básicamente mediante operaciones relacionadas a valores muy superiores a los comerciales y sin aprobación de los directorios en conformidad al artículo 18.046, todo lo cual ocasionó un gran endeudamiento con el sistema financiero al amparo de una estructura societaria cerrada de todas las empresas involucradas”.

Así, la principal razón que motivó al directorio de la empresa a solicitar la quiebra fue el gran nivel de endeudamiento que arrastraba. Otro elemento fundamental fue que el Banco de A. Edwards no aportó los recursos para cubrir el déficit operacional, los que estaban comprometidos para marzo, luego que la compañía no accediera a concederle garantías adicionales por el nuevo monto, porque no estaba en condiciones de hacerlo. Ello significó que no se pudieran seguir cumpliendo compromisos por deudas previsionales impagas con las AFP, situación que llevó a un embargo con fuerza pública por parte de AFP Provida.

Al momento de la declaración de quiebra (la cual salió publicada en el Diario Oficial el sábado 30 de marzo de 1996, nombrándose para ello el síndico respectivo), Isacruz y sus filiales operaban 19 cementerios parque. Del total sólo era dueño de dos: cinco pertenecían a sus filiales; otros cinco a empresas relacionadas; cinco manejaba mediante leasing, y dos eran de otras firmas.

El cuadro B muestra las cinco sociedades relacionadas que aparecen como deudoras de créditos a la matriz de la cadena de cementerios, obligaciones que suman \$4.495 millones. En junio de 1996, los acreedores requirieron al síndico Juan Carlos Saffie iniciar las acciones legales para obtener el pago de dichos créditos.

Cuadro B

Intangibles Santa Cruz

Cuentas por Cobrar de Empresas Relacionadas

(de los dueños) (al 31 de diciembre de 1995)

Sociedad	Cuentas por Cobrar (M\$)
Auco SA. Inmobiliaria	363.436
La Paz S.A. de Inversiones	2.090.320
Inmobiliaria e Inversiones Los Pellines S.A	238.884
Pailapifil S.A. Inmobiliaria	185.279
Inmobiliaria e Inversiones San Luis de Maturrango SA.	1.617.982
Total	4.495.901

Para los nuevos inversionistas, la diferencia entre las proyecciones y los datos reales al año 1995 y 1996 fueron atribuibles, principalmente, al equivocado manejo e interpretación de la información del negocio por parte de los directivos Solorza e Irizarri.

A lo anterior hay que agregar que los balances auditados por Auditing Systems (Anexo1) desde 1991 hasta 1994 no dieron cuenta de la existencia de problemas en la cartera de pagarés. Lo anterior, además, fue corroborado por los informes de Economic Data & Surveys del 15 de diciembre de 1994 y del 22 de febrero de 1995, donde se señala que por razones culturales la morosidad en el pago de las cuotas de mantención es muy reducida y que las cuentas por cobrar son de buena calidad, ya que los contratos contemplaban la pérdida de la sepultura en caso de incumplimiento.

Con toda la información anterior, los nuevos accionistas fueron tomados de sorpresa al darse cuenta para agosto del 95 que la mora había comenzado a aumentar en la compañía, dándoles como explicación que por todos los problemas que había tenido la empresa, la cartera de cobranzas había quedado un poco a la deriva durante ese período. Esta situación se dejó estar y no se presentó un cuadro completo de la situación de mora hasta noviembre de ese año.

A la par de estos hechos se suscitó un nuevo conflicto relacionado a los bienes raíces de la compañía, los cuales conformaban uno de sus activos más importantes. Se suponía que estos debían estar bien inscritos y con sus títulos en orden, pues de lo contrario no se les podía conceder sus permisos de funcionamiento. Sin embargo, el 20 de marzo de 1996 la Fiscalía denunció irregularidades sobre la propiedad de numerosos cementerios, lo cual claramente no había sido tomado en cuenta por los informes de auditoría vistos por los nuevos inversionistas.

Repercusiones ante la Quiebra de Isacruz

Tras meses desde que fuera declarada la quiebra de la cadena de cementerios Isacruz, se ha forjado una intrincada historia de acusaciones por la mala administración de la firma entre los diversos agentes involucrados en el caso.

Las resonancias de la quiebra se han dejado sentir en todos los sectores, pero los efectos de mayor envergadura los han sufrido los Fondos de Inversión de Desarrollo de Empresas (Fide), e indirectamente a través de ellos, las AFP. El mayor impacto se dejó sentir a mediados de septiembre de 1996, con la primera querrela presentada por la Superintendencia de AFP en los 17 años que lleva operando el sistema. Anteriormente sólo se habían presentado denuncias por la pérdida de unas letras hipotecarias.

Diez fueron las administradoras que se vieron involucradas en el caso Isacruz a través de su participación en el Fide Midway y en el Fondo de Inversión de Desarrollo

Inmobiliaria Fundación. De los US\$25.000 millones que el sistema de pensiones acumulaba a abril de este año, aproximadamente el 0,07% estaba en Isacruz a través de estos fondos. Sin embargo, a la hora de cuantificar las pérdidas, fueron las AFP que se encontraban en Midway las principales afectadas. Y es que en este Fide los fondos de pensiones tenían invertido cerca de \$9.731 millones, de los cuales el 29,3% estaba colocado en activos de Isacruz, aproximadamente unos US\$8,5 millones.

En la práctica, las AFP involucradas debieron ajustar sus cuotas asumiendo una pérdida de acuerdo al monto invertido, lo que les significó rebajar sus cuotas en un porcentaje que en promedio fue de -0,029%. Sin embargo, de todas la más perjudicada fue la AFP Futuro, ya que la inversión destinada representaba un mayor porcentaje en su portfolio comparada con el resto. Esto le significó aplicar una rebaja en su cuota de 0,4771%, cerca de \$30,99. Ello implicó a Futuro llegar a la rentabilidad mínima exigida en abril y mayo. El cuadro C muestra la inversión de las AFP en el Fondo Midway con la representación de la disminución en el Valor de las Cuotas a las que fueron afectadas después de la quiebra de Isacruz.

Cuadro C

Inversión De AFP En Fondo Midway

Fondo de Pensiones	Valor Fondo de Pensión Actual (miles de \$)	Valor Fondo de Pensiones Ajustado (miles de \$)	Variación M\$	Variación %	Variación en el Valor de la Cuota en \$
Aporta	77.778.897	77.778.897	0	0	0.00
Armoniza	48.984.141	48.984.141	0	0	0.00
Bansander	492.793.244	492.793.244	0	0	0.00
Cuprum	1.487.019.759	1.486.498.387	(521.372)	-0.0351	(2.38)
Fomenta	114.869.522	114.817.183	(52.339)	-0.0456	(3.21)

Futuro	26.329.490	26.203.875	(125.615)	-0.4771	(30.99)
Hábitat	1.774.629.367	1.773.972.777	(656.590)	-0.0370	(3.16)
Magíster	158.167.219	158.003.999	(163.220)	-0.1032	(12.21)
Planvital	319.625.903	319.178.023	(447.880)	-0.1401	0.00
Protección	1.126.819.841	1.126.675.296	(144.545)	-0.0128	(0.87)
Provida	2.141.729.769	2.141.478.540	(251.229)	-0.0117	(0.70)
Santa María	1.503.818.645	1.503.205.872	(612.773)	-0.0407	(2.44)
Summa	773.244.404	773.244.404	0	0	0.00
Unión	456.670.273	456.508.806	(161.467)	-0.0354	(2.34)
Valora	59.912.654	59.912.654	0	0	0.00
Sistema	10.562.393.128	10.559.256.098	(3.137.030)	-0.0297	

Fuente: Superintendencia de AFP

El caso del Fide Fundación, donde hay cerca de siete AFP comprometidas, fue el menos grave porque existían garantías comprometidas representadas por propiedades. De hecho la Superintendencia de AFP no les exigió a las administradoras ajustar sus cuotas hacia la baja, dado que la recuperabilidad de los dineros era más cierta. Sin embargo, de no recuperarse lo invertido, la entidad fiscalizadora estimó que las pérdidas que deberían hacerse cargo las AFP ascendería a cerca de \$3.488 millones. En ese caso, considerado como extremo, las cuotas bajarían cerca de 0,27%.

Así, debido al caso Isacruz, la inversión en estos fondos por parte de las AFP fue paralizada y la Superintendencia de AFP tuvo que hacer modificaciones con el fin de estudiar la factibilidad de que las AFP reflejen el valor real de sus inversiones en las cuotas, cosa que no pasaba en aquel entonces, además de que así le otorgaría al sistema mayor control y seguridad a las inversiones.

Tiempo después, al interior de la empresa se detectaron una serie de irregularidades de parte de sociedades relacionadas a Marcelo Irizarri y Milton Solorza, las que compraban terrenos para posteriormente vendérselos a Intangibles Santa Cruz a precios muy superiores, los que eran pagados por Isacruz. Esta situación motivó al directorio a investigar

estas operaciones y presentar los antecedentes a la justicia.

Otra repercusión importante fue la de los bancos, los que tenían en documentos cerca de US\$30 millones en pagarés, en los que hay un alto nivel de morosidad. En este tipo de crédito y sobretodo con lo que ha pasado, la gente ha empezado a cuestionarse si paga o no, debido a la incertidumbre que rondaba respecto al término de esta situación. Sobre esto mismo, se sabía que antes de que la sociedad entrara en quiebra ya había alrededor de 15% de morosidad, lo que ya era considerablemente alto.

No menos importante que todo lo anterior fue la variabilidad que se produjo en las contrataciones del personal, puesto que esta situación reflejó despidos, como es lo que se puede desprender del Cuadro D que sigue:

Cuadro D

Personal de Cadena de Cementerios

Personal Anterior	Parques Cementerios	Personal Actual
19	La Serena	17
12	Ovalle	10
22	Los Andes	17
17	Quillota (1)	10
22	Villa Alemana	21
18	Quilpué	15
22	Valparaíso	19
38	San Bernardo	26
20	Peñaflor	15
71	El Prado	57
16	Rancagua	13
14	San Fernando	10
18	Chillán	15
14	Los Angeles	10
37	Concepción	29

21	Temuco	15
15	Valdivia	11
15	Osorno	10
14	Punta Arenas	10
14	Gerencia de Parques	6
0	Fábrica de Sarcófagos	22
0	Administración	8
439	Total	366

PLAN DE TRABAJO

1. Especifique y comente las principales acciones de los socios dueños de Isacruz que pudieron estar reñidos con algunos de los principios contables.
2. En especial, comente sobre el principio de realización en relación a la posibilidad de pérdida de las sepulturas compradas a crédito, que tenían los clientes, cuando no cancelaban los pagarés (por cobrar). ¿Qué efectos puede generar esto? ¿Qué alternativas existen para registrar estas ventas?
3. ¿Qué opina usted de la valoración de la empresa, las proyecciones y los datos financieros entregados a los posibles inversionistas? ¿A usted como inversionista, qué opinión le merecen estos datos?
4. Las AFP utilizaron a una empresa asesora externa que intervino directamente en la decisión de inversión que realizara el Fide Midway en Isacruz, y que resultara en un fracaso. Como se supone que ellos realizaron algún análisis financiero para recomendar esta adquisición, ¿qué aspectos cree usted que no fueron incluidos en este estudio y que luego aparecen como fundamentales en este tipo de trabajo?
5. Cómo existe una empresa asesora que tiene intereses propios, ¿cómo las AFP en su calidad de mandante pudieron resguardar su inversión para prevenir una mala administración?
6. ¿Cuál es la responsabilidad de los auditores externos en el proceso de presentación de los Estados Financieros? Refiérase al accionar de Auditing Systems en este caso en particular.

ANEXO 1

INTANGIBLES SANTA CRUZ S.A. Y FILIALES

Informes de los Auditores Independientes
Para los Estados Financieros Consolidados al:

CONTENIDO

Informe de los auditores independientes

31 Diciembre de 1995

31 Diciembre de 1994

31 Diciembre de 1993

\$ - Pesos chilenos

M\$ - Miles de pesos chilenos

UF - Unidades de Fomento

AUDITING SYSTEMS

AUDITING SYSTEMS

INFORME DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES

Santiago, 25 de marzo de 1996

Señores Accionistas y Directores
Intangibles Santa Cruz S.A.

1. Fuimos contratados para efectuar la auditoria del balance general consolidado de Intangibles Santa Cruz S.A. y filiales al 31 de diciembre de 1995 y de los correspondientes estados consolidados de resultados y de cambios en la posición financiera por el año terminado en esa fecha. La preparación de dichos estados financieros (que incluyen sus correspondientes notas) es responsabilidad de la administración de Intangibles Santa Cruz SA.
2. Durante el desempeño de nuestro trabajo, hemos tenido las siguientes limitaciones en el alcance de nuestro examen:
 - a) A la fecha de emisión de estos estados financieros consolidados, no hemos obtenido la carta de resguardo con representaciones escritas de los ejecutivos responsables de la emisión de los estados financieros al 31 de diciembre de 1995 de Intangibles Santa Cruz S.A. y de ninguna de sus filiales, requerimiento exigido por la Norma de Auditoria Generalmente Aceptada N 6! emitida por el Colegio de Contadores de Chile A.G.
 - b) No hemos recibido respuesta de la solicitud de información requerida a uno de los asesores legales de Intangibles Santa Cruz SA. y de ninguna de sus filiales, procedimiento exigido por la Norma de Auditoria Generalmente Aceptada N° 10 emitida por el Colegio de Contadores de Chile A.G. Por otra parte, existen antecedentes contradictorios sobre la información recibida de otro de los asesores legales de la Sociedad y por consiguiente, no renos podido satisfacernos de la

integridad y veracidad de las manifestaciones incluidas en la Nota 16 de Contingencias y compromisos así como de eventuales pasivos omitidos en los estados financieros consolidados.

- c) La Administración de la Sociedad nos proporcionó copia de informes preparados por uno de los asesores legales de Intangibles Santa Cruz S.A., de fechas 18, 21 y 25 de marzo de 1996, documentos en los cuales se hace una relación sobre una serie de circunstancias que afectan tanto a terrenos adquiridos a empresas relacionadas con algunos accionistas, bajo promesas de compraventa, como a otras situaciones. Estos temas no hablan sido incluidos por el referido asesor legal en las correspondientes representaciones escritas que él nos había proporcionado anteriormente. No hemos podido establecer los eventuales efectos de estas situaciones sobre los estados financieros consolidados al 31 de diciembre de 1995.
- d) No nos han sido facilitadas las actas de reuniones del directorio efectuadas desde el 1 de enero hasta el 25 de marzo de 1996 de Intangibles Santa Cruz S.A. y sus filiales.
- e) No obtuvimos confirmaciones directas de los siguientes saldos al 31 de diciembre de 1995, ni nos fue posible aplicar adecuados procedimientos alternativos de auditoria para satisfacernos de éstos:

	M\$
- Documentos y cuentas por cobrar a empresas relacionadas (Nota 10)	<u>4.508.590</u>
- Documentos y cuentas por pagar a empresas relacionadas (Nota 10)	
Corto plazo	1.502.176
Largo plazo	<u>229.084</u>
	<u>1.731.260</u>

- Acreedores varios por leasing (Nota 12)	
Corto plazo	4.203.510
Largo plazo	<u>13.178.541</u>
	<u>17.382.051</u>

Además no hemos podido satisfacernos de la integridad de las manifestaciones incluidas en la Nota 10 de saldos y transacciones significativas con entidades relacionadas.

- f) Los estados financieros de la filial Inmobiliaria Parques Unidos S.A. al 31 de diciembre de 1995, que representan activos por M\$ 4.778.840, pasivos por M\$ 592.419 y utilidades por M\$ 442,612, no fueron auditados.
- g) Las filiales Inversiones Inmobiliaria S.L y Administradora La Foresta Ltda. han sido valorizadas en \$ 1 cada una y no nos ha sido posible establecer si se requeriría registrar provisiones adicionales por los eventuales patrimonios negativos que pudiesen presentar dichas filiales, ya que no se cuenta con estados financieros de las mismas.
- h) Los estados financieros de la coligada Inmobiliaria Isacruz-Santander S.A. (Nota 7), que representa una inversión de M\$ 678.972 y el reconocimiento de una pérdida proporcional por el ejercicio de M\$ 63,358, no fueron auditados.
3. Los estados financieros de las siguientes empresas filiales están afectados por las situaciones que se describen a continuación:
- a) La filial Inmobiliaria Isacruz S.A. mantiene documentos por cobrar en cartera propia y además tiene la responsabilidad por cartera vendida a entidades financieras, las cuales presentan atraso en su cobranza por más de 90 días, por un total de M\$ 12.727.865. De este monto se han provisionado M\$ 4.873.592. no habiendo sido posible obtener antecedentes adicionales para satisfacernos de la cobrabilidad del saldo no provisionado. Por consiguiente, considerando además lo mencionado en los párrafos 2 a), 2 b) y 2 d) nuestro

informe sobre los estados financieros de esta filial al 31 de diciembre de 1995 presenta una abstención de opinión.

- b) La filial Inmobiliaria El Prado SA. tiene activados Los costos de un terreno y otros gastos incurridos en el desarrollo de un Cementerio Parque en Mendoza, Argentina por M\$ 1.759.291. No existen antecedentes suficientes para satisfacernos del valor de esta inversión. Por consiguiente, considerando además lo mencionado en los párrafos 2 a), 2 b), 2 c) y 2 d), nuestro informe sobre los estados financieros de esta filial al 31 de diciembre de 1995 presenta una abstención de opinión.
 - c) La filial Inmobiliaria y de Inversiones Nuestra Señora del Perpetuo Socorro S.A. no ha dado cumplimiento oportuno a ciertas cláusulas financieras relativas al contrato de venta de un pagaré a General Motors Hourly- Rate Pension y Otra (Nota 16 h), lo cual significa que existe la contingencia de aceleración del pago de dicha obligación por esta filial. Por otra parte, considerando las situaciones descritas en los párrafos 2 a), 2 b), 2 c) y 2 d), nuestro informe sobre los estados financieros de esta filial al 31 de diciembre de 1995 presenta una abstención de opinión.
 - d) Como resultado de las situaciones descritas en los párrafos 2 a), 2 b) y 2 d), nuestros informes sobre los estados financieros de Administradora Santa Cruz S.A. e Inmobiliaria y de Inversiones Quinta Zona S.A., al 31 de diciembre de 1995, presentan una abstención de opinión.
4. Conforme se resume en Nota 13 h), durante 1995 la Administración de la Sociedad procedió a efectuar ajustes contra ejercicios anteriores, para regularizar las siguientes situaciones:
- a) Operaciones de lease-back correspondientes a los cementerios El Prado y La Serena, respecto a los cuales se había reconocido indebidamente una utilidad, lo que había dado origen a una excepción en nuestro dictamen de fecha 12 de marzo de 1995 sobre los estados financieros al 31 de diciembre de 1994. Como resultado de esta misma situación, se procedió a contabilizar

integralmente estos cementerios, reflejando el efecto de las amortizaciones por agotamiento y otros ajustes derivados de la incorporación de los activos y pasivos correspondientes. Esta situación determinó cargos a Pérdidas acumuladas por un total de M\$ 4.537.138.

- b) Hasta 1994 el costo futuro por consumos de existencias (sarcófagos) se reconocía cuando se utilizaba cada unidad y se recibían los derechos de sepultación. La Administración decidió aplicar retroactivamente en criterio más conservador, considerando que el referido costo es estimable a la fecha de venta por lo que se puede correlacionar con los ingresos reconocidos al inicio. El efecto acumulado al inicio del ejercicio, determinó un cargo a Pérdidas acumuladas por M\$ 1.521.912.
 - c) Durante 1995, la Administración tomó conocimiento de inversiones efectuadas en ejercicios anteriores en las filiales Inmobiliaria y de Inversiones Quinta Zona S.A., Inversiones Inmobiliarias S.A. y Administradora La Foresta S.A., que no estaban registradas en la contabilidad. Por intermedio de estas filiales se habían asumido obligaciones relacionadas con la compra de cementerios. El cargo a resultados acumulados efectuado por este concepto, representó un total de M\$ 931.622.
 - d) Saldos por M\$ 678.696, que se mantenían acumulados desde ejercicios anteriores como existencias, respecto a los cuales se determinó en 1995 que no correspondían a activos reales.
5. La confirmación recibida del Fondo de Inversión Inmobiliaria Fundación S.A. por la obligación derivada del leasing del Cementerio El Prado indica un mayor pasivo de M\$ 15 404.981 en relación al monto contabilizado. Conforme a lo informado por la Administración, esto correspondería a diferentes interpretaciones de un contrato.
- 6 Como se desprende de la lectura de los estados financieros consolidados de Intangibles Santa Cruz S.A. y filiales existe una situación de pérdida operacional, pérdida del ejercicio y déficit de capital de trabajo, la cual se

deteriora progresivamente debido a que el actual nivel de ingresos de las sociedades no es suficiente para cumplir con parte importante de sus obligaciones de corra plazo. Este incumplimiento considerando las condiciones contractuales existentes origina que las obligaciones que vencen y se presentan en el largo plazo, se hagan exigibles inmediatamente.

- 7 Con fecha 25 de marzo de 1996 la Sociedad Matriz ha solicitado su propia quiebra ante un Juzgado Civil de Santiago.
- 8 Los estados financieros de Intangibles Santa Cruz SA. y todas las filiales informadas en el párrafo 3 están respaldados por registros de contabilidad no oficiales.
- 9 Debido a la naturaleza e importancia de las situaciones mencionadas en los párrafos anteriores, el alcance de nuestro trabajo no fue suficiente para permitirnos expresar, y no expresamos, una opinión sobre los estados financieros consolidados de Intangibles Santa Cruz SA, filiales al 31 de diciembre de 1995.

DICTAMEN DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES

Santiago, 12 de mayo de 1995

Señores Accionistas y Directores
Intangibles Santa Cruz SA. y filiales

1. Hemos efectuado una auditoria a los balances generales consolidados de Intangibles Santa Cruz S.A. y filiales al 31 de diciembre de 1994 y 1993 y a los correspondientes estados consolidados de resultados y de cambios en la posición financiera por los años terminados en esas fechas. La preparación de dichos estados financieros (que incluyen sus correspondientes notas) es responsabilidad de la administración de Intangibles Santa Cruz S.A. Nuestra responsabilidad consiste en emitir una opinión sobre estos estados financieros, con base en la auditoría que efectuamos. No hemos auditado los estados financieros de las coligadas Inmobiliaria Isacruz-Santander S.A. y de Inmobiliaria Parques Unidos S.A, los cuales fueron auditados por otros auditores y cuyos dictámenes nos han sido proporcionados. Nuestra opinión aquí expresada, en lo que se refiere a los importes incluidos para dichas coligadas, está basada únicamente en tales dictámenes.

- 2 Nuestra auditoria fue efectuada de acuerdo con normas de auditoria generalmente aceptadas. Tales normas requieren que planifiquemos y realicemos nuestro trabajo con el objeto de lograr un razonable grado de seguridad de que los estados financieros están exentos de errores significativos. Una auditoria comprende el examen, a base de pruebas, de evidencias que respaldan los importes y las informaciones revelados en los estados financieros. Una auditoria también comprende una evaluación de los principios de contabilidad utilizados y de las estimaciones significativas hechas por la administración de la Sociedad Matriz, así como una evaluación de la presentación general de los estados financieros. Consideramos que nuestra auditoria constituye una base razonable para fundamentar nuestra

opinión.

- 3 Tal como se indica en Nota 5 c), en 1993 la Sociedad Matriz reconoció utilidades no realizadas originadas en operaciones de venta de cementerios con posterior arrendamiento con opción de compra (leaseback). De haberse registrado de acuerdo a principios contables las utilidades de 1994 debieron haber aumentado en M\$ 50.893 en 1993 la utilidad hubiese disminuido en M\$ 1.498.906).
- 4 En el ejercicio 1992 y tal como se indica en Nota 15, la Sociedad Matriz vendió el Cementerio Parque El Prado, recomprándolo inmediatamente bajo la modalidad de arrendamiento con opción de compra (leasing financiero). Esta operación se contabilizó a base del criterio tributario. De haberse registrado de acuerdo a principios contables, deberían capitalizarse activos por M\$ 3.145.046 (M\$ 4.166.877 en 1993) y registrarse obligaciones por leasing por M\$ 3.703.100. (M\$ 3.602.683 en 1993) La utilidad neta de año 1994 habría disminuido en M\$ 876.599 (aumentado en M\$ 514.361 en 1993).
- 5 En nuestra opinión, basada en nuestra auditoría y en el informe de los otros auditores, excepto por los efectos de los mayores abonos y cargos a activos, pasivos y resultados producto de no contabilizar las operaciones de compraventa y posterior contrato de arrendamiento con opción de compra de acuerdo a principios contables de general aceptación, según se explica en los párrafos anteriores, los mencionados estados financieros consolidados presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de Intangibles Santa Cruz SA. y sus filiales, al 31 de diciembre de 1994 y 1993 y los resultados de sus operaciones y los cambios en su posición financiera por los años terminados en esas fechas, de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados.
- 6 Conforme se describe en Nota 17 a), a la fecha los accionistas se encuentran negociando un aumento de capital a objeto de solucionar las restricciones financieras que afectan a la Sociedad (Nota 16 h, i y j)

DICTAMEN DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES

Santiago, 6 de mayo de 1994

Señores Accionistas y Directores
Intangibles Santa Cruz SA.

- 1 Hemos efectuado una auditoria a los balances generales consolidados de Intangibles Santa Cruz S.A. y filiales al 31 de diciembre de 1993 y 1992 y a los correspondientes estados consolidados de resultados y de cambios en la posición financiera por los años terminados en esas fechas. La preparación de dichos estados financieros (que incluyen sus correspondientes notas) es responsabilidad de la administración de Intangibles Santa Cruz S.A. Nuestra responsabilidad consiste en emitir una opinión sobre estos estados financieros, con base en la auditoria que efectuamos. No hemos auditado los estados financieros de las coligadas Inmobiliaria Isacruz - Santander S.A., y de Inmobiliaria Parques Unidos S.A., los cuales fueron auditados por otros auditores y cuyos dictámenes nos han sido proporcionados. Nuestra opinión aquí expresada, en lo que se refiere a los importes incluidos para dichas coligadas, está basada únicamente en tales dictámenes.

- 2 Nuestra auditoria fue efectuada de acuerdo con normas de auditoria generalmente aceptadas. Tales normas requieren que planifiquemos y realicemos nuestro trabajo con el objeto de lograr un razonable grado de seguridad de que los estados financieros están exentos de errores significativos. Una auditoria comprende el examen, a base de pruebas, de evidencias que respaldan los importes y las informaciones revelados en los estados financieros. Una auditoría también comprende una evaluación de los principios de contabilidad utilizados y de las estimaciones significativas hechas por la administración de la Sociedad, así como una evaluación de la presentación general de los estados financieros. Consideramos que nuestra auditoria constituye una base razonable para fundamentar nuestra opinión.

- 3 Tal como se indica en Nota 7, la Sociedad reconoció utilidades no realizadas, netas de impuestos pagados, por M\$ 1.998.502, originadas en operaciones de venta de activos con posterior arrendamiento con opción de compra (leaseback), utilidades que, de acuerdo a principios contables deben reconocerse con abono a resultados en la medida que se enajenen dichos bienes.

- 4 En el ejercicio 1992 y tal como se indica en Nota 15, la Sociedad vendió el Cementerio Parque El Prado, recomprándolo inmediatamente bajo la modalidad de arrendamiento con opción de compra (leasing financiero). Esta operación se contabilizó a base del criterio tributario. De haberse registrado de acuerdo a principios contables, deberían capitalizarse activos por M\$ 3.828.170 (M\$ 3,828.170 en 1992) y registrarse obligaciones por leasing por M\$ 3.308.249. (M\$ 3.393.761 en 1992). La utilidad neta de año 1993 habría aumentado en M\$ 472.324 (en 1992 la utilidad hubiese disminuido en M\$ 1.701.186).

- 5 En nuestra opinión, basada en nuestra auditoria y en el informe de los otros auditores, excepto por los efectos de los mayores abonos y cargos a resultados producto de no contabilizar las operaciones de compraventa y posterior contrato de arrendamiento con opción de compra de acuerdo a principios contables de general aceptación, según se explica en los párrafos anteriores, los mencionados estados financieros consolidados presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de Intangibles Santa Cruz S.A. y sus filiales, al 31 de diciembre de 1993 y 1992 y los resultados de sus operaciones y los cambios en su posición financiera por los años terminados en esas fechas, de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados.

- 6 Como se explica en la Nota 3 a los estados financieros, en 1993 la Sociedad cambió el método de contabilización de las operaciones de leasing.

DICTAMEN DE LOS AUDITORES INDEPENDIENTES

Santiago, 31 de marzo de 1993

Señores Accionistas y Directores

Intangibles Santa Cruz SA.

- 1 Hemos efectuado una auditoria a los balances generales consolidados de Intangibles Santa Cruz S.A. y filiales al 31 de diciembre de 1992 y 1991 y a los correspondientes estados consolidados de resultados y de cambios en la posición financiera por los años terminados en esas fechas. La preparación de dichos estados financieros (que incluyen sus correspondientes notas) es responsabilidad de la administración de Intangibles Santa Cruz S.A. Nuestra responsabilidad consiste en emitir una opinión sobre estos estados financieros, con base en la auditoria que efectuamos. No hemos auditado los estados financieros de las coligadas Inmobiliaria Isacruz - Santander S.A. y de Inmobiliaria Parques Unidos S.A. los cuales fueron auditados por otros auditores y cuyos dictámenes nos han sido proporcionados. Nuestra opinión aquí expresada, en lo que se refiere a los importes incluidos para dichas coligadas, está basada únicamente en tales dictámenes.

- 2 Nuestra auditoria fue efectuada de acuerdo con normas de auditoria generalmente aceptadas. Tales normas requieren que planifiquemos y realicemos nuestro trabajo con el objeto de lograr un razonable grado de seguridad de que los estados financieros están exentos de errores significativos. Una auditoria comprende el examen, a base de pruebas, de evidencias que respaldan los importes y las informaciones revelados en los estados financieros. Una auditoría también comprende una evaluación de los principios de contabilidad utilizados y de las estimaciones significativas hechas por la administración de la Sociedad, así como una evaluación de la presentación general de los estados financieros. Consideramos que nuestra auditoría constituye una base razonable para fundamentar nuestra opinión.

- 3 Tal como se explica en Nota 2 i), la Sociedad Intangibles Santa Cruz S.A. adoptó el criterio tributario para registrar un contrato de compraventa y un posterior contrato de arrendamiento con opción de compra de los inmuebles donde funciona el cementerio Parque El Prado, reflejándose como producto de ello una utilidad neta de M\$ 1.512.561. De haberse aplicado el boletín técnico N° 22 que establece normas relativas a Contabilización de Operaciones de Leasing emitido por el Colegio de Contadores de Chile A.G., se habrían reflejado activos y obligaciones por bienes Leasing por las cuotas fijas por los montos indicados en la respectiva Nota 2 i).

- 4 En nuestra opinión, basado en nuestra auditoria y en los dictámenes de otros auditores, excepto por los efectos del mayor abono a resultados producto de contabilizar la operación de compraventa y posterior contrato de arrendamiento con opción de compra de acuerdo a un criterio tributario según se explica en el párrafo anterior, los mencionados estados financieros consolidados presentan razonablemente, en todos sus aspectos significativos, la situación financiera de intangibles Sarta Cruz S.A. y sus filiales al 31 de diciembre de 1992 y 1991 y los resultados de sus operaciones y los cambios en su posición financiera por el año terminado a esa fecha, de acuerdo con principios de contabilidad generalmente aceptados.