



UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS
ESCUELA DE ECONOMIA Y ADMINISTRACIÓN

IMPORTANCIA DE FACTORES NO FINANCIEROS EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN

SEMINARIO PARA OPTAR AL TÍTULO DE
INGENIERO COMERCIAL
CON MENCIÓN EN ADMINISTRACIÓN

AUTOR :

CARLOS EDUARDO VALENZUELA BUSTOS

PROFESOR GUÍA :

SRA. ELENA VALENZUELA DURAN
INGENIERO COMERCIAL

SANTIAGO DE CHILE

2003

TABLA DE CONTENIDOS

INTRODUCCIÓN	3
Capítulo 1 ACTIVOS INTANGIBLES Y SUS IMPLICANCIAS	6
1.1 Una nueva economía	6
1.2 Definición de activos intangibles	7
1.3 Importancia de los activos intangibles	9
1.4 Medición de los intangibles	10
Capítulo 2 LOS ESTADOS CONTABLES EN LA NUEVA ECONOMIA	14
Capítulo 3 MODELOS DE REPORTES DE INDICADORES NO FINANCIEROS EN MEMORIAS DE EMPRESAS	19
3.1 Navegador de Skandia	19
3.2 Monitor de activos intangibles	24
3.3 Cuadro de mando integral	27
3.3.1 Balance Scorecard aplicado a empresas	30
Capítulo 4 IMPORTANCIA DE LOS ASPECTOS NO FINANCIEROS PARA INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES DE OTROS PAISES	32
4.1 Estudios Realizados por “Ernst And Young”	32
4.2 Estudios realizados por Pricewaterhousecoopers	34
Capítulo 5 INVESTIGACIÓN EN CHILE	42
5.1 Definición del problema de investigación	42
5.2 Definición de los objetivos de la investigación	42
5.3 Diseño de la investigación y fuentes de datos	43
5.4 Procedimiento de recolección de datos	45
5.5 Selección y tamaño de la muestra	45
5.6 Procesamiento de datos	48
5.7 Análisis de resultados	50
5.7.1 Grado de utilidad de los estados contables para los efectos de la toma de decisión de inversión.	50
5.7.2 Inversionistas institucionales que poseen analistas internos para evaluar potenciales compra de acciones en compañías chilenas.	52
5.7.3 Grado de importancia de factores financieros y no financieros, asignado por el total de la muestra y por grupo de inversionistas institucionales.	53
5.7.4 Otras variables no financieras que se han considerado al evaluar inversiones en acciones de compañías chilenas.	57
5.7.5 Porcentaje de ponderación asignada	59

5.7.6 Importancia asignada por el total de la muestra a factores no financieros según sector económico	61
CONCLUSIONES	63
BIBLIOGRAFÍA	70
ANEXO N°1 MODELO NAVEGADOR SKANDIA	69
ANEXO N°2 MONITOR DE ACTIVOS INTANGIBLES	70
ANEXO N°3 CUESTIONARIO ENTREGADO	71

INTRODUCCIÓN

En las últimas décadas, la forma de cómo se gestiona el valor para el accionista por parte de las empresas ha cambiado. Esta nueva economía ya no solo

considera la creación de riquezas a través de activos físicos o tangibles, tales como planta, maquinaria, infraestructura, inventarios, efectivo, entre otros, sino que han cobrado relevancia los activos o recursos intangibles que posee la empresa.

El recurso humano de una empresa, con sus aportes e ideas, constituye uno de los conductores más significativos en la creación de riqueza en la presente economía global, generando nuevas obligaciones y responsabilidades tanto para los inversionistas como para los ejecutivos corporativos. Así, hoy los inversionistas deben mejorar la forma en que valorizan las empresas donde tienen inversiones en acciones, mientras que los ejecutivos tienen la tarea de reportar a la comunidad financiera esta nueva forma de creación de valor.

El capital intelectual en general, la imagen de la marca, la participación del mercado, el nivel de satisfacción y fidelización de los clientes, y la calidad de los productos y servicios, constituyen, entre otros, las nuevas fuentes de creación de valor en una empresa, denominados Activos Intangibles.

Considerando entonces lo mencionado anteriormente, este seminario de título pretende conocer y analizar si los inversionistas institucionales consideran los factores intangibles y/o no financieros en sus decisiones de inversión en acciones de compañías chilenas.

Específicamente, el estudio trata de conocer cuáles son los factores no financieros más importantes, y así confirmar o no la hipótesis de que en Chile los inversionistas institucionales están aplicando elementos no financieros

complementarios a los tradicionales, en sus decisiones de inversión en acciones de compañías nacionales.

El primer capítulo del estudio introduce el tema de los activos intangibles y su definición, explica cómo han cambiado los conductores de valor a través de las distintas eras económicas, y analiza la importancia que tienen estos en la nueva economía, además de describir algunas de las categorías que se han formado para la medición de los activos intangibles.

Posteriormente, se analizan las distorsiones que se generan en los estados contables producto de la omisión en el registro de elementos pertenecientes a la nueva economía, como los activos intangibles.

En el tercer capítulo se describen los principales exponentes de los modelos de medición de activos intangibles, los cuales tienen la particularidad de ser aplicados en reportes financieros de empresas vigentes, que incorporan y reportan esta información en sus estados financieros, y así ayudan a sus inversionistas a comprender, de mejor manera, el proceso de creación de valor para el accionista.

En el penúltimo capítulo, se exponen estudios que reflejan la importancia que tienen los factores no financieros para los inversionistas institucionales extranjeros, en sus decisiones de inversión en acciones. También se analizan los posibles beneficios que podrían obtenerse de realizarse una mayor revelación de información no financiera sobre aspectos intangibles, por parte de las empresas al mercado.

El quinto capítulo constituye la parte central de este trabajo, ya que explica la metodología y los resultados de la investigación realizada en Chile para determinar si nuestros inversionistas institucionales consideran los factores no financieros al evaluar una potencial compra de acciones en compañías chilenas, a la vez que describe el análisis de los resultados.

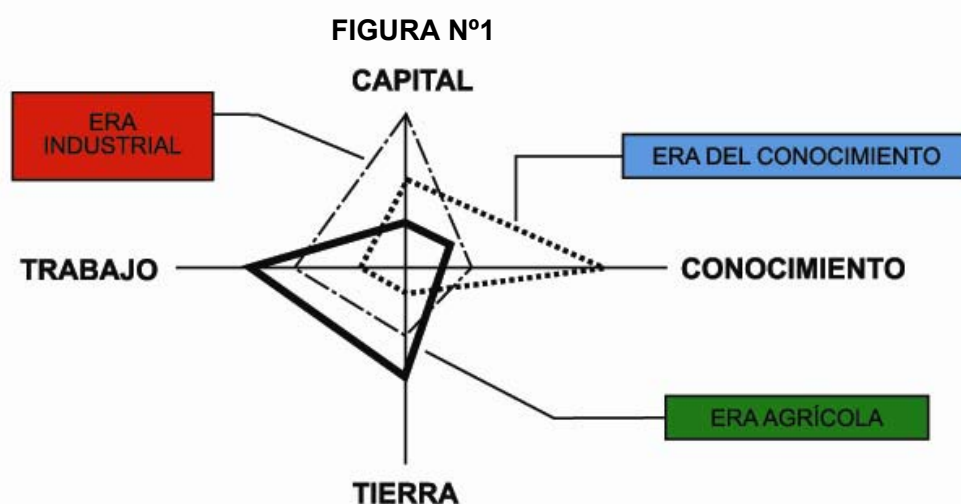
Finalmente se desarrollan las conclusiones teniendo como base las investigaciones desarrolladas en el capítulo anterior.

Capítulo 1: ACTIVOS INTANGIBLES Y SUS IMPLICANCIAS

1.1 UNA NUEVA ECONOMIA

La humanidad tiene periodos de su historia en los cuales la sociedad simplemente ha evolucionado y otros en los que se han producido cambios que han configurado una nueva forma de pensar y vivir de la sociedad completa; ejemplo son las revoluciones industriales que acontecieron en los siglos XVIII y XIX, respectivamente.

Actualmente nos encontramos en una era en la cual se está gestando una nueva revolución. Otrora fue la era agrícola, en la cual la tierra y el trabajo constituyeron los pilares fundamentales en que se sustentó la producción o la era industrial, donde el capital se constituyó como fuente más importante de valor.



Fuente: Gorey y Dorat (1996) y Bueno (1999)

Hoy esta nueva época es conocida por algunos como la “era del conocimiento”, que tiene bases distintas a las ya citadas anteriormente. Este período se distingue por la irrupción de nuevas tecnologías de información y de telecomunicaciones, caracterizándose además por las nuevas formas en que la sociedad se está relacionando. Por ejemplo, hoy el intercambio de información se

hace cada vez mas común, a través del Internet, teléfonos celulares, comercio electrónico, videoconferencias, sistemas automatizados de pagos, etc.

Las tecnologías mencionadas anteriormente solo constituyen el medio por el cual se transmite y gestiona el activo fundamental de esta nueva era, “ el conocimiento ”, activo que es señalado como una de las principales ventajas competitivas de las organizaciones de hoy en día.

Viedma ¹ , señala “ *Los conocimientos son hoy día la principal fuente de ventajas competitivas sostenibles, pero que no todos lo son, solo aquellos que contribuyan decisivamente a la generación de valor económico, los llamados “Core Competences “ o “ Competencias esenciales ”.*

Los conocimientos que contribuyen a la generación de valor económico mirados desde una perspectiva financiera contable, se han denominado activos intangibles o capital intelectual.

1.2 DEFINICIÓN DE ACTIVOS INTANGIBLES

La definición estricta de activos intangibles, según el Colegio de Contadores de Chile, es “derechos o privilegios que se adquieren con la intención de que aporten beneficios específicos a las operaciones de la entidad, durante periodos que se extienden más allá de aquel en que fueron adquiridos”, ejemplos típicos de este tipo de definición son las patentes, franquicia, derechos de aguas y otros.

Pero en la nueva economía, esta era del conocimiento, el término tradicional de activo intangible ha tomado un nuevo significado y se ha entrelazado con otros términos como activos invisibles, gestión del conocimiento, “knowledge managment” y, finalmente, el más significativo, el “Capital Intelectual”.

¹ La gestión del conocimiento y del capital intelectual, 1998, Pág. 2 (www.gestiondelcapitalintelectual.com)

Thomas Stewart² define el capital intelectual como “ la suma de todo lo que saben las personas de la compañía que entrega una ventaja competitiva en el mercado. ”. Leif Edvinsson³, de la compañía de seguros sueca Skandia, lo definió como el “conocimiento que se puede convertir en valor”, pero existe una definición operacional de capital intelectual, que comprende un componente humano, relacional y estructural.

En el primero de los componentes, el capital humano, encontramos los empleados de las firmas que contribuyen a generar conocimiento e ideas. Todos los empleados son capital humano, pero no todos son trabajadores del conocimiento.

Un individuo que trabaja en una línea de producción es considerado capital humano debido a su potencial para mejorar el proceso, pero un trabajador que emplea gran parte de su tiempo en generar, manejar y convertir conocimiento en valor se le denomina un trabajador del conocimiento.

El segundo de los componentes es el capital relacional, el cual comprende todos los aspectos externos que generan utilidades a las compañías, como la reputación, la imagen de la marca, las alianzas estratégicas , las relaciones con los proveedores y con los clientes. Un ejemplo de lo anterior es el de los consumidores de bebidas como la “Coca – Cola”, quienes están dispuestos a pagar un precio superior con respecto a las marcas genéricas existentes en el mercado.

El tercer de los componentes es el capital estructural. Edvinsson⁴ lo define como “ la infraestructura que soporta el capital humano, también es la capacidad

² Stewart, Thomas. “La nueva riqueza de las organizaciones: el capital intelectual.” Ediciones Granica, 1998, Buenos Aires.

³ Edvinsson, Leif. “Intellectual capital: Realizing your company’s true value by finding its hidden brainpower”, Harper Collins Publishers, 1997.

⁴ Edvinsson, Leif. “Intellectual capital: Realizing your company’s true value by finding its hidden brainpower”, pag. 35, Harper Collins Publishers, 1997.

organizacional , incluyendo los sistemas físicos que se utilizan para transmitir y almacenar material intelectual. ”

Todo lo mencionado anteriormente trata de conceptualizar el nuevo significado que están tomando los activos intangibles, y la importancia que ellos tienen en la nueva economía.

1.3 IMPORTANCIA DE LOS ACTIVOS INTANGIBLES

El escenario de las empresas ha cambiado, también sus activos, la economía de esta nueva era les está asignando una mayor importancia a los recursos intangibles de las empresas que a sus recursos físicos. Así lo describe Baruch Lev⁵ , profesor de la Universidad de Nueva York, quien señala que “en esta nueva economía , los activos físicos y financieros son commodities”, esto significa que cualquier empresa puede acceder a activos físicos tradicionales como plantas, maquinarias y equipos, mientras cuente con los recursos necesarios. Un ejemplo de esto es que una línea aérea puede adquirir los aviones más modernos y de mejor calidad, al igual que una farmacéutica puede contar con las mejores instalaciones y laboratorios disponibles en el mercado, lo mismo pueden hacer las firmas competidoras de cada una de estas empresas, quienes también pueden comprar estos recursos físicos mientras consigan solventarlos.

De ahí que la ventaja competitiva de las empresas, según la perspectiva de esta nueva economía, no radica en sus activos físicos, sino que está determinada por los recursos intangibles únicos difíciles de comprar. Por ejemplo, en el caso de la línea aérea, la capacidad para satisfacer al cliente, y en del laboratorio, la capacidad de desarrollar nuevas drogas debido a la calidad de la fuerza de trabajo que emplea.

⁵ Lev, Baruch. “ The reform of corporate reporting and auditing ”, pag. 3. Testimony before the house of representatives committee on energy and commerce, 2002.

Las marcas, patentes, así como también diseños organizacionales únicos (cadenas de distribución y sistemas de administración de conocimiento, por ejemplo), son considerados también activos intangibles únicos, entre muchos otros.

1.4 MEDICIÓN DE LOS INTANGIBLES

Aceptado que los activos intangibles son los mayores conductores de valor y crecimiento de una empresa, en la perspectiva de esta nueva economía existe la necesidad de medirlos para gestionarlos y así mejorar el control que tiene el “management” sobre la empresa, u orientar de mejor manera decisiones que conduzcan a implicaciones financieras.

Sin embargo, una de las razones mas importante que existe para medir los intangibles es el “aprendizaje”, que podemos usar para descubrir costos u oportunidades de creación de valor, que de otra forma no se podrían identificar .

Por esto y mucho más deberíamos pensar que la medición de los activos intangibles estaría al mismo nivel que la medición de los recursos tangibles, pero lamentablemente no es así.

Los indicadores financieros tradicionales tales como flujo de caja, utilidades, retornos sobre activos, etc., son conceptos que se pueden extraer de los estados contables de todas las compañías que lo poseen, sin importar la industria en que se encuentren. Por contraste, el reporte de los activos intangibles tiene como necesidad establecer indicadores no financieros a medida para cada sector, y en algunos casos en el mismo sector los indicadores no financieros varían de firma en firma. Lo anterior hace que la medición de los activos intangibles sea onerosa, y plantea un mayor grado de dificultad en establecer un estándar. Además, si a lo expuesto le sumamos que el reporte de indicadores no financieros es algo nuevo y desafía al reporte tradicional de indicadores financieros , la medición de activos intangibles puede incluso generar rechazo y desconfianza.

Sin embargo, la búsqueda de la medición de los activos intangibles o capital intelectual de las compañías ha llevado a toda una suerte de propuestas de métodos y teorías en los últimos años. Según Karl Sveiby⁶, los métodos de medición de los activos intangibles se pueden dividir en cuatro categorías:

- **Métodos directos de capital intelectual (MDCI):** Estiman el precio valor de los activos intangibles a través de la identificación de sus componentes varios. Una vez que estos componentes son identificados, pueden ser directamente evaluados, ya sea individualmente o como un coeficiente agregado.
- **Métodos de capitalización de mercado (MCM):** Calculan la diferencia entre la capitalización de mercado de la compañía y el patrimonio contable de los accionistas. Su resultado es el valor de los activos intangibles o capital intelectual.
- **Métodos de Retorno sobre los activos (ROA):** Se dividen las ganancias promedio antes de impuesto de una compañía con el valor promedio de sus activos tangibles. El resultado es el ROA de la compañía que se compara después con el promedio de la industria. La diferencia se multiplica por el promedio de los activos tangibles de la compañía, con el fin de calcular un ingreso promedio anual proveniente de los intangibles. Dividiendo los ingresos promedio anteriores con el costo de capital promedio de las compañías o inclusive con una tasa de interés, uno puede llegar a estimar el valor de sus activos intangibles o capital intelectual.
- **Métodos de Scorecard (SC):** Los componentes varios de los activos intangibles o del capital intelectual son identificados y generan indicadores e

⁶ Sveiby, Karl. "Methods for measuring intangible assets". www.sveiby.com/articles/intangiblemethods.htm, october 2002.

índices que se reportan en tarjetas de puntuación o simplemente como gráficos.

Los métodos ofrecen diferentes ventajas. Aquellos que se basan en valorizaciones monetarias, como el (ROA) y (MCM), son muy utilizados cuando ocurren adquisiciones y fusiones, y para valorizaciones de acciones de mercado. También pueden ser empleados para realizar comparaciones respecto al valor financiero de los activos intangibles de empresas pertenecientes a una misma industria. Una última ventaja que nos presentan estos métodos es que para su aplicación se basan en los principios de la contabilidad ya establecidos, y son fácilmente entendidos por el management en general.

Las desventajas de los métodos de capitalización de mercado y directos de capital intelectual, son que al traducir la medición de los activos intangibles, solo a cifras monetarias pueden convertirse en instrumentos de medición superficiales. Por ejemplo, los métodos como el (ROA) son muy sensibles a los supuestos que se hagan sobre tasas las tasas de interés.

Las ventajas que poseen los métodos “Scorecard” (SC) son que con su aplicación pueden crear una visión más detallada de la organización, tanto de sus medidas financieras como de las no financieras, y pueden ser fácilmente comprendidos y aplicados en cualquier nivel de la organización. Las desventajas que presentan estos tipos de métodos de medición de los activos intangibles, es que los indicadores no financieros que se emplean deben ser contruidos para cada tipo de empresa según los requerimientos de estas, lo que hace las comparaciones entre empresas muy difícil, incluso en comparaciones de compañías pertenecientes a la misma industria. También presentan la desventaja que los métodos son nuevos, y no son fácilmente aceptados por los ejecutivos que están acostumbrados a ver indicadores tradicionalmente financieros.

La utilización de métodos “Scorecard” (SC) para la medición de los activos intangibles puede generar numerosos indicadores no financieros para cada

tipo de empresa perteneciente a las industrias existentes. Esto hace que sea difícil analizar y comunicar esa información (por ejemplo, a la comunidad financiera conformada por analistas e inversionistas).

Algunos modelos pertenecientes a estas cuatro categorías de medición de activos intangibles se pueden observar en el cuadro siguiente:

CUADRO N°1

NOMBRE	MAYORES EXPONENTES	CATEGORIA
Tecnology Broker	Brooking (1996)	MDCI
El explorador de valor	Andriessen & Tiessen (2000)	MDCI
Valorización de activos intelectuales	Sullivan (2000)	MDCI
Metodología de valorización inclusiva	McPherson (1998)	MDCI
Q de Tobin	Stewart (1997) & Bontis (1999)	MCM
Valorización Bolsa / Libro	Stewart (1997) & Luthy (1998)	MCM
Valor de Mercado asignado por el inversor	Standfield (1998)	MCM
Valor económico agregado (EVA)	Stewart (1997)	ROA
Valor tangible calculado	Stewart (1997)	ROA
Contabilidad y costeo de recursos humanos	Johansson (1996)	ROA
Navegador de Skandia	Edvinsson & Malone (1997)	SC
Cuadro de mando integral	Kaplan y Norton (1992)	SC
Monitor de activos Intangibles	Sveiby (1997)	SC

Fuente: Sveiby (2002).

Capítulo 2: LOS ESTADOS CONTABLES EN LA NUEVA ECONOMIA

Los sistemas contables juegan un rol fundamental en nuestra sociedad. Entre sus numerosas funciones esta el informar informan a los acreedores si las compañías son solventes y si ellas pueden tener acceso a crédito. También son un factor importante en la fijación del precio de las acciones en el mercado, permitiendo a los administradores calcular su desempeño y determinar los impuestos que una compañía va a pagar, influenciando directamente muchas decisiones estratégicas. Por esta y otras razones, es extremadamente importante que estos sistemas sean exactos. Tal como cita William Davidow⁷, “ los sistemas contables actuales desafortunadamente constituyen una errada respuesta frente a los nuevos desafíos de la nueva era, volviéndose mas inexactos en el futuro ”.

El sistema de contabilidad que nos rige actualmente tuvo sus orígenes en Italia. Ya en el siglo XIV, el padre de la contabilidad, Luca Paccioli, diseñó un sistema de partida doble que proveía en ese tiempo “todas las reglas que un buen mercante necesitaba”, aunque en ese tiempo los mercantes requerían era un sistema que permitiese seguir las huellas a los activos físicos y financieros.

Pese a que el sistema ha evolucionado en más de 500 años, siguiendo innumerables intervenciones con el objetivo de adecuarse a los tiempos, continúa midiendo en su esencia el valor físico y financiero de los activos (por ejemplo, maquinaria, inventario, tierra y recursos naturales). Por otra parte los activos intangibles, tales como las habilidades de los trabajadores, la propiedad intelectual, la infraestructura del negocio, las bases de datos, y las relaciones con los consumidores y proveedores, no son medibles con los sistemas contables actuales.

Como dice Christopher Meyer⁸, “ las reglas de contabilidad que usamos para desarrollar el valor libro fueron hechas para la economía de la era industrial, donde el valor era altamente tangible – medido en toneladas de carbón o trigo, cientos de

⁷ Davidow, William. “ accounting systems are completely wrong ”. Redherring Magazine, 2000.

⁸ Meyer, Christopher. “Perspectives on business innovation: valuing intangibles ”. The cap gemini Ernst & perspectives on business innovation, issue N°7, 2000.

automóviles o refrigeradores, miles de unidades de capacidad manufacturera - . Las nociones de depreciación, inventario, y costeo estándar, derivan de las propiedades de los activos físicos”.

Baruch Lev indica que el sistema de contabilidad tradicional y su mayor producto – los reportes financieros publicados periódicamente – en esencia reflejan transacciones ya consumadas (como las ventas, compras, prestamos, etc.), y reconocen solamente los activos físicos y financieros (plantas, maquinarias, inventarios ect.), excluyendo a la mayoría de los activos intangibles. Asimismo, señala y explica también que en los actuales estados contables no se puede encontrar información sobre cuatro grandes aspectos de esta nueva economía:

1. Actividades de trabajo en Red: Un sello de la corporación moderna es su involucramiento en una amplia gama de actividades conducidas a través de alianzas, joint ventures, etc. Como por ejemplo, las compañías farmacéuticas, de biotecnología y químicas están realizando muchas de sus actividades de investigación y desarrollo a través de diferentes alianzas y joint ventures, al igual como lo hacen los creadores de nuevos softwares. Muchas de esta amplia gama de actividades son ignoradas o no se reflejan de manera adecuada en los reportes financieros corporativos, afectando en forma negativa la información disponible para los inversionistas y acreedores, constituyendo importantes distorsiones en el proceso de toma de decisiones.
2. Obligaciones no ejecutadas: El actual sistema de contabilidad basado en transacciones ignora, casi en su totalidad, numerosas obligaciones no ejecutadas y arreglos contractuales adquiridos, en desmedro de la posibilidad que tienen de crear mayores obligaciones en el futuro.
3. Exposición al riesgo: El sistema de contabilidad tradicional, que se enfoca en los activos-pasivos y en los resultados operacionales (como los ingresos, y los flujos de caja), ignora la exposición al riesgo de las compañías. El rápido

crecimiento de las innovaciones financieras que ha acontecido en los últimos 20 años (opciones, futuros, forwards, ect.), exponen a las compañías y a sus accionistas a una dificultad considerable en la cuantificación de riesgos. Particularmente, no se encuentran en los estados contables, información comprensible sobre las consecuencias que pudieran tener para los inversores, determinados cambios en las tasas de interés, monedas extranjeras, o cambios en las condiciones económicas de los países en que las empresas tienen operaciones.

4. Activos Intangibles: El sistema contable actual que proviene de la era industrial, considera la gran mayoría de los intangibles como gastos, como si estuvieran carentes de beneficios futuros. Lo anterior tiene como consecuencia serios sesgos en los estados financieros. Por ejemplo, la capacitación de los empleados, que aumenta el valor del trabajador para una compañía, se reconoce en la contabilidad como un gasto, mientras que el inventario es un activo. Estas deficiencias de reporte pueden generar distorsiones⁹, tales como, costo de capital excesivo, ganancias anormales de los “insiders” y manipulación de los reportes financieros.

Un argumento que se ha dado reiteradamente para criticar el actual sistema contable es la diferencia existente entre el patrimonio bursátil de una compañía y su patrimonio contable.

Las compañías que poseen una gran cantidad de activos intangibles valiosos, tienen capitalizaciones de mercado que exceden de gran manera su valor libro. Las compañías con posiciones de mercado débiles y deficientes relaciones con sus clientes y proveedores, usualmente se intercambian en el mercado bajo su valor libro. Una de las razones podría deberse al hecho que el mercado le estaría asignando un valor negativo a los activos intangibles de esas compañías.

⁹ Para una mayor profundización del impacto que produce las deficiencias en el reporte de activos intangibles ver Baruch Lev, “Remarks on the measurement, valuation, and reporting of intangible assets”. (FRBNY, Economic policy review. 2001)

Como Lev expresa, “el valor de las capitalizaciones de mercado de las empresas listadas en el Standard and Poors 500 ¹⁰, exceden en promedio sobre 5 veces el valor libro de ellas mismas”, lo que implica que por cada cinco pesos de valor que le asigna el mercado a la empresa, solo un peso aparece en los estados financieros.

No solo ocurre esto en los mercados accionarios americanos, de igual manera acontece en países europeos, como señala Edvinsson ¹¹: “ muchas de las compañías suecas que se encuentran listadas en la bolsa de comercio de Estocolmo están valorizadas de 3 a 8 veces por sobre su valor libro”.

Lo anterior indica que si el actual sistema contable imperante no es capaz de reconocer o medir los activos intangibles (conductores del crecimiento de “la nueva era”), el mercado sí es capaz de hacerlo.

Esto implica que existiría mucho valor escondido en dichas compañías, lo que que no se puede observar con el sistema de contabilidad tradicional. Y que es precisamente en estas áreas – desde un punto de vista contable – en que las mayores inversiones para el futuro se están realizando. Inversiones en intangibles tales como relaciones con los clientes, tecnologías de información y competencias de los empleados.

En el cuadro N°2 se observan las razones bolsa libro de Estados Unidos y Chile. Como se puede apreciar, tanto para compañías extranjeras como chilenas, algunas razones bolsa libro son mayores a 1, lo que indicaría que el mercado le estaría asignando mas valor a la compañía de lo que reconocen sus estados contables.

CUADRO N°2

¹⁰ Mercado accionario norteamericano, con sede en el estado de Nueva York, Estados Unidos.

¹¹ Edvinsson, Leif. “ Visualizing intelectual capital in Skandia ”, pag. 5. Supplement to Skandia’s 1994 annual report.

**Razón Bolsa / Libro Empresas USA
Al 31 de Dic. 2001**

Empresa	Bolsa/Libro
Coca – Cola Co.	14.2
Duke Energy Corp	2.9
Ford Motor Co.	2.1
Exxon Mobil Corp.	4.2
Microsoft Corp.	8.9
AT&T Corp.	1.1
Wal Mart Co.	7.5
Pharmacia Corp.	6.5
Southwest Airlines	3.7
Pepsi Co.	9.1

Fuente: Feng y Lev (2002).

**Razón Bolsa / Libro Empresas Chile
Al 31 de Dic. 2001**

Empresa	Bolsa/Libro
Cervezas	1.9
CGE	2.6
Chile	3.1
Copec	1.3
Cuprum	4.3
Entel	1.9
Falabella	2.5
Fasa	2.6
Lan	1.4
San Pedro	2.1

Fuente: Superintendencia Valores y Seguros.
www.svs.cl

Capítulo 3: MODELOS DE REPORTES DE INDICADORES NO FINANCIEROS EN MEMORIAS DE EMPRESAS

3.1 NAVEGADOR DE SKANDIA

Skandia es una compañía multinacional sueca dedicada a los servicios financieros y de seguros. Como complemento a su memoria financiera anual, exhibe

un suplemento donde expone a sus accionistas un modelo explicativo de los activos intangibles de la empresa, denominado como “el Navegador de Skandia”, herramienta que tiene como objetivo final la descripción del capital intelectual de la empresa (la compañía es pionera en el reporte de los activos intangibles).

La compañía comenzó a emitir estos reportes por primera vez en 1994, complementando su memoria anual financiera de ese año con el suplemento “Visualizando el capital intelectual de Skandia”. Posteriormente, siguió adjuntando a sus memorias anuales suplementos que incluían el citado “navegador de Skandia” hasta 1998, año en que se dio término a los reportes sobre el capital intelectual de la empresa. La lista de los suplementos se observa en el cuadro N°3.

CUADRO N°3

Año	Suplementos que explican el capital intelectual de la empresa
1994	“Visualizando el capital Intelectual”
1995	“Creando Procesos”, “Valor en el desarrollo y la renovación”
1996	“Valor del Cliente”, “Poder de la innovación”
1997	“Emprendimiento Inteligente”
1998	“Transformación del capital humano”

Fuente: Elaboración propia, en base a información extraída de los suplementos a los reportes financieros de Skandia 1994 – 1998.

Edvinsson, autor del “Navegador de Skandia”, plantea que en una empresa existe un conjunto de activos intangibles que no estarían reflejados en los estados contables emitidos por las compañías anualmente. Pero sí estarían presentes en las diferencias entre el valor libro de la empresa y el de mercado.

Para Edvinsson, el valor de mercado de una compañía está constituido por dos componentes: el “capital financiero” de la compañía y el “capital intelectual”. El capital intelectual, a su vez, se divide en capital humano y capital estructural; el

primero se refiere a las competencias y habilidades de los empleados de la organización, mientras que el segundo considera a los conocimientos explicitados por la organización.

Edvinsson también fracciona el capital estructural de una empresa en tres partes, en capital de clientes, de procesos e innovación. El primero se refiere al valor de las relaciones de la compañía con sus clientes (ejemplo: fidelización de los clientes, etc), el segundo a la forma en que la empresa añade valor a través de las diferentes actividades que realiza, y el tercero comprende la capacidad que tiene la empresa de mantener su liderazgo a través del tiempo (por ejemplo a través del desarrollo de nuevos productos).

La síntesis del Capital Intelectual, la dimensión financiera y temporal quedan recogidos en el modelo denominado “Navegador” (Ver Anexo 1).

El “ Navegador de Skandia combina cinco áreas de enfoques. En cada una de estas áreas la empresa debe concentrar su atención, y producto de ese enfoque se genera el valor del Capital Intelectual de la compañía en su entorno competitivo.

Edvinsson reúne cada una de estas áreas en un esquema que tiene la forma de una casa, una metáfora visual de lo que representa la empresa para él.

El triángulo superior (techo de la casa) es el Enfoque Financiero, y es ahí donde se encuentran los estados contables que la comunidad financiera está acostumbrada a ver. El enfoque financiero representa el pasado de la empresa, como se mencionó anteriormente, y refleja un momento específico de la vida de la empresa.

Los indicadores que se encuentran en este “Enfoque Financiero” son conocidos por la gran mayoría de las personas, y son ratios que estas están acostumbradas a utilizar, sin embargo el concepto de “Enfoque” que le otorga

Edvinsson permite a la empresa agregar nuevas mediciones que evalúen la rapidez, rendimiento y calidad.

Por la pared derecha de la “casa” del Navegador de Skandia, se encuentra el Presente de la compañía. Aquí también hay tenemos otras dos áreas de “Enfoques”, el del Cliente y el de los Procesos. El primero mide un distinto tipo de Capital Intelectual, y el segundo mide la parte más grande del Capital Estructural.

Finalmente, la base de la casa propuesta por Edvinsson visualiza el futuro. Ella contiene el Enfoque de Innovación y Desarrollo, la otra parte del capital estructural. Los índices en esta región miden no solo si la empresa se está preparando bien para el futuro, a través de la formación y capacitación de sus empleados o el desarrollo de nuevos productos, etc, sino también si dicha empresa está dejando atrás el pasado obsoleto a través de la rotación de los productos, el abandono de los mercados decrecientes, y de otras acciones estratégicas. También indica las probables características del entorno del negocio en el que la empresa se verá forzada a operar.

En el centro de la casa se encuentra el quinto enfoque propuesto por Edvinsson. De hecho, es el corazón, la inteligencia y el alma de la organización. Más aún, como única fuerza activa en la organización, toca todas las otras regiones del Capital Intelectual. Es el Enfoque Humano, la primera mitad del modelo de Capital Intelectual. Consiste en la competencia y capacidades de los empleados, y en el compromiso de la compañía para ayudar a mantener esas habilidades permanentemente afinadas y actualizadas. Finalmente es la combinación de experiencia e innovación de estos trabajadores y las estrategias de la empresa para cambiar o mantener esta combinación.

Skandia ha tomado conciencia del cambio experimentado por las organizaciones, y de la importancia que tienen los activos intangibles, y ha tratado de entregar a los inversionistas mayores herramientas para la toma de decisiones de inversión, no quedándose solo en teórico sino también complementando muchos

sus reportes financieros anuales con suplementos que explican los activos intangibles de la empresa.

El cuadro N°4 muestra una de las subsidiarias de “Skandia” y los indicadores no financieros del “Navegador”, con los cuales la compañía explica sus activos intangibles a sus accionistas .

En el “Enfoque de Clientes” Skandia desarrolló un indicador no financiero llamado “El índice de satisfacción del cliente ”, diseñado en base a una encuesta anual que se realiza a los clientes de Skandia Inmobiliaria, índice que varía de 0 a 100, reflejando esta última cifra 100 la máxima satisfacción de los clientes. Poseer un índice de satisfacción alto implica tener clientes contentos que regresarán a consumir los productos de Skandia.

También dentro del “Enfoque Humano”, la compañía desarrolló un indicador no financiero denominado “Índice de capital humano ¹² ” que se construye en base a encuestas periódicas realizadas por el Instituto Sueco de Opinión Pública, este índice que refleja las actitudes que tienen los empleados con respecto a la motivación, responsabilidad, competencias y autoridad. También refleja la eficiencia y cooperación organizacional. Este índice también posee una escala de 0 a 1000.

¹² Ver definición en “ Customer value ”, pag. 22. Supplement to Skandia’s 1996 annual report

CUADRO N°4

Inmobiliaria Skandia				
<i>Skandia es uno de los dueños de propiedades mas grandes de Suecia, con casi 300 holdings.</i>				
	1997	1996	1995	1994
Enfoque Financiero				
Retorno directo (%)	5.96	5.93	6.16	6.60
ingreso operacional neto (MSKE)	1,130	1,216	1,258	1,399
Valor de Mercado (MSKE)	19,206	20,092	20,702	21,504
Retorno Total (%)	7.73	-0.62	5.06	4.44
Enfoque Clientes				
Indice de satisfacción al consumidor (Max valor = 100)	69	58	56	n.a.
Arriendo Promedio (años)	n.a.	9.6	8.5	n.a.
Renta Promedio por Mts Cuadrado	951	960	970	1,041
Enfoque Humano				
Indice de capital humano (Max valor = 1000)	n.a.	615	617	n.a.
Rotación de empleados (%)	10.0	10.1	7.9	7.7
Años promedio de servicio a la compañía	12.0	10.0	10.1	10.2
Enfoque de procesos				
Tasa de ocupación media por area (%)	93.7	91.8	89.7	89.3
Tasa de ocupación financiera (%)	96.2	94.9	93.0	91.2
Ingreso operacional neto por mt cuadrado	553	569	590	657
Costo por metro cuadrado	904	274	276	272
Enfoque, desarrollo y renovación				
Gastos en capacitación / gastos administrativos (%)	0.8	1.0	1.5	1.0

Fuente: Edvinsson, (1998)

Como los mencionados anteriormente, existen muchos otros indicadores no financieros para cada una de las cinco áreas de enfoque. Lo importante es que la compañía ha realizado un esfuerzo de aplicar este modelo a cada una de sus subsidiarias con éxito, describiendo desde 1994 hasta 1998 los activos intangibles de las empresas en sus estados financieros.

Después de un constante perfeccionamiento, el “Skandia Navigator” se ha acreditado como una herramienta efectiva que probablemente servirá de base para la mayoría de las herramientas de navegación del Capital Intelectual del futuro

3.2 MONITOR DE ACTIVOS INTANGIBLES

Asimismo, Celemi es una empresa sueca especializada en proveer herramientas para el aprendizaje. Al igual que Skandia, fue una de las pioneras en reportar los activos intangibles. Celemi, a diferencia de Skandia, revela estos activos en las memorias anuales desde 1995 , efectuándolo hasta el día de hoy.

El reporte de los activos intangibles en el año 2002 de Celemi se realizó en base al modelo de activos intangibles desarrollado por el Dr. Karl Sveiby en el año 1996.

Sveiby ¹³ explica que el “monitor” es un método para medir los activos intangibles, señalando un número de indicadores relevantes de manera simple. Señala también que la elección de estos indicadores dependerá de la estrategia y tipo de compañía. Sveiby clasifica los activos intangibles en tres categorías (ver Anexo 2), que dan origen al balance de estos en reportes de empresas como Celemi:

1) *Competencias de las Personas*: Incluye las competencias de la organización. Por ejemplo: planificar, producir, procesar o presentar productos o soluciones.

2) *Estructura Interna*: Es el conocimiento estructurado de la organización. Por ejemplo: patentes, procesos, modelos, sistemas de información, cultura organizativa, o las personas que se encargan de mantener dicha estructura.

¹³ Sveiby, Karl. “ The intangible assets monitor ”. www.sveiby.com/articles/CompanyMonitor.html, 2001.

3) *Estructura Externa*: Comprende las relaciones con clientes y proveedores, las marcas comerciales y la imagen de la empresa.

Además, crea indicadores no financieros para cada una de estas estructuras, los cuales reflejan las áreas del crecimiento, innovación, eficiencia y estabilidad de cada una de estas estructuras.

Los indicadores de crecimiento e innovación (como la inversión en nuevos sistemas, la rentabilidad por cliente o el nivel de educación) , recogen el potencial futuro de la empresa; los indicadores de eficiencia, (Proporción de profesionales, índice de satisfacción del cliente o las ventas por clientes, etc) informan hasta qué punto los activos intangibles son productivos, y los indicadores de estabilidad (antigüedad de los empleados, frecuencia de ventas repetidas, etc.), indican el grado de permanencia de estos activos en la empresa.

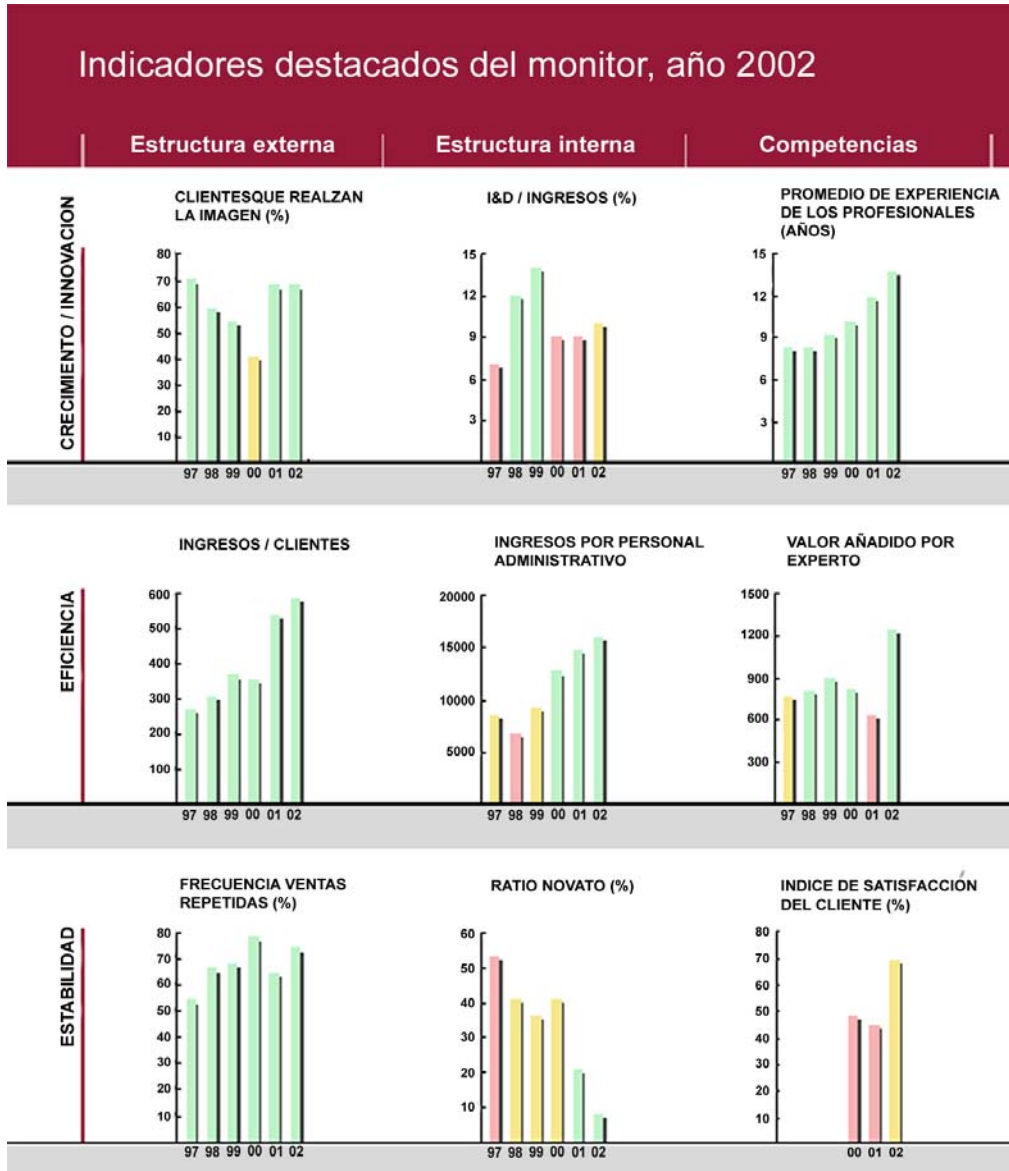
Al igual que Skandia, Celemi ha perfeccionado a través de los años el reporte de sus activos intangibles, incorporando nuevos indicadores no financieros, o modificando los existentes.

En el cuadro n°5 se muestra un extracto de la memoria anual ¹⁴ de Celemi correspondiente al año 2002.

En su reporte financiero anual para el año 2002, Celemi, describe los activos intangibles que posee su empresa. Enumera una serie de indicadores no financieros simples, tales como el promedio (años) de experiencia de los profesionales, la frecuencia de ventas repetidas, ingresos / clientes etc, y otros mas complejos, como el porcentaje de clientes que realzan la imagen, el índice de satisfacción al cliente, y el valor añadido por experto.

¹⁴ Ver “ Annual report Celemi 2002 ”. www.celemi.com

CUADRO N°5



Fuente: Celemi (2002)

Con este tipo de reportes Celemi, adicionalmente, provee información de cómo se está generando valor para el accionista en la empresa.

3.3 CUADRO DE MANDO INTEGRAL

Este modelo consiste en un sistema de indicadores financieros y no financieros que tienen como objetivo medir los resultados obtenidos por la organización.

Los autores Kaplan y Norton, comienzan su labor investigadora en 1990, con la profunda convicción de que los modelos de gestión empresarial basados en indicadores financieros se encuentran completamente obsoletos.

El modelo integra los indicadores financieros (que representan las transacciones pasadas de la empresa) con los no financieros (los generadores de las ganancias futuras), y los integra en un esquema que permite entender las interdependencias entre sus elementos, así como la coherencia con la estrategia y la visión de la empresa.

El modelo según Kaplan y Norton es resumido en cuatro bloques o perspectivas:

a.) Perspectiva Financiera

El modelo contempla los indicadores financieros como el objetivo final, y considera que estos indicadores no deben ser sustituidos, sino complementados con otros que reflejan la realidad empresarial. Ejemplo de indicadores: son la rentabilidad sobre fondos propios, flujos de caja, análisis de rentabilidad de cliente y producto, entre otros.

b.) Perspectiva de Cliente

El objetivo de este bloque es identificar los valores relacionados con los clientes, que aumentan la capacidad competitiva de la empresa. Para ello hay que

definir previamente los segmentos de mercado objetivo y realizar un análisis del valor y calidad de éstos. Desde perspectiva, los indicadores no financieros son el conjunto de valores del producto y/o servicio que se ofrece a los clientes (por ejemplo, indicadores de imagen y reputación de la empresa, de la calidad de la relación con el cliente, de los atributos de los servicios / productos).

Los indicadores output se refieren a las consecuencias derivadas del grado de adecuación de la oferta a las expectativas del cliente, como por ejemplo la cuota de mercado, y el nivel de lealtad o satisfacción de los clientes.

c.) Perspectiva de Procesos Internos de Negocio

Analiza la adecuación de los procesos internos de la empresa con el fin de obtener la satisfacción del cliente, y conseguir altos niveles de rendimiento financiero. Para alcanzar este objetivo se propone un análisis de los procesos internos desde una perspectiva de negocio, y una predeterminación de los procesos claves a través de la cadena de valor.

Así, se distinguen tres tipos de procesos:

1.- Procesos de Innovación (difícil de medir). Ejemplos de indicadores no financieros representativos de los procesos de innovación son: el porcentaje de productos nuevos, el porcentaje de productos patentados, introducción de nuevos productos en relación a la competencia, etc.

2.- Procesos de Operaciones. desarrollados a través de los análisis de calidad y reingeniería. Los indicadores no financieros representativos son aquellos relativos a los costes, calidad, tiempos o flexibilidad de los procesos.

3.- Procesos de Servicio Postventa. Ejemplos, de indicadores no financieros sonm los costes de reparaciones, tiempo de respuesta, número de quejas de los clientes, cantidad de productos devueltos, etc.

d.) Perspectiva del Aprendizaje y Mejora

El modelo plantea los valores de este bloque como el conjunto de drivers del resto de las perspectivas. Estos inductores constituyen el conjunto de activos que dotan a la organización de la habilidad para mejorar y aprender. Se critica la visión de la contabilidad tradicional, que considera la formación como un gasto, no como una inversión.

La perspectiva del Aprendizaje y Mejora es la menos desarrollada, debido al escaso avance de las empresas en este punto. De cualquier forma, el aporte del modelo es relevante, ya que deja un camino perfectamente apuntado y estructurado. Clasifica los activos relativos al aprendizaje y mejora en:

- La capacidad y competencia de las personas (gestión de los empleados). Incluye indicadores no financieros de satisfacción de los empleados, productividad, necesidad de formación, entre otros.

- Los sistemas de información (sistemas que proveen información útil para el trabajo). Indicadores no financieros relacionados : bases de datos estratégicos, software propio, las patentes y copyrights.

- Cultura-Clima-Motivación para el aprendizaje y la acción. Indicadores no financieros relacionados : Iniciativa de las personas y equipos, la capacidad de trabajar en equipo, el alineamiento con la visión de la empresa, etc.

3.3.1 BALANCE SCORECARD APLICADO A EMPRESAS

De todos los modelos que se utilizan para la medición y gestión de los activos intangibles, el “balance scorecard” es quizás el más aplicado en las empresas actualmente.

Son numerosas las compañías que han utilizado este “balance scorecard” como herramienta efectiva para ejecutar las estrategias provenientes de la alta dirección de las empresas, que tienen como objetivo crear valor para el accionista.

Tal como señala Kaplan ¹⁵, empresas provenientes de diferentes sectores (telecomunicaciones, transporte, alimentos etc.), tales como AT&T, Cigna, Hilton, Mobil, Siemens, Texaco, y Ups entre otras, han utilizado el balance scorecard con éxito para ejecutar sus estrategias corporativas. Por ejemplo, en 1993 fue aplicado por la empresa de seguros Cigna, que luego de seis años vio transformados los resultados operacionales negativos en cifras positivas, alcanzando en 1999 los 3,5 billones de dólares. También en 1998, el “balance scorecard”, fue utilizado por la cadena americana de hoteles Hilton, con efectos inmediatos. Esta herramienta identificó y elevó indicadores no financieros, tales como “el índice de satisfacción al cliente” y “la fidelización de clientes”, que en el caso de este último tuvo un incremento del 6% al 80%, medidas que tuvieron repercusiones directas en el aumento de las utilidades de la cadena de hoteles en 1999.

Pero no solo el “balance scorecard” se limita a empresas como Hilton o Cigna. También pueden utilizarlo compañías que proveen servicios alimenticios, como es el caso de “Wendy’s”. La cadena adoptó el cuadro de mando integral en el año 2000 como herramienta para medir los activos intangibles, tales como el capital humano y el capital cliente. El “balance scorecard” entregó a la cadena un sistema que le permitió reducir la rotación de personal (que en el sector de comida rápida es

¹⁵ Kaplan, Robert. “Balance Scorecard hall of fame”. www.bscol.com/bsc_online/learning/hof/. 2002

muy alto) y aumentar la satisfacción de los clientes. Desde que integro el “balance Scorecard” el precio de las acciones de “Wendy’s” subió un 75%, su participación de mercado se elevó desde un 11,45% a un 15%, y el valor de mercado de la compañía aumentó desde 2,5 billones de dólares a 4 billones de dólares.

Numerosos ejemplos de empresas que han aplicado el “balance Scorecard” con éxito, como las anteriores, demuestran que la identificación y gestión de activos intangibles a través de herramientas como el cuadro de mando, pueden hacer que indicadores financieros tradicionales, como las utilidades o el precio de la acción, aumenten.

Capítulo 4: IMPORTANCIA DE LOS ASPECTOS NO FINANCIEROS PARA INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES DE OTROS PAISES

4.1 ESTUDIOS REALIZADOS POR “ERNST AND YOUNG”

Esta empresa de auditoría multinacional realizó, a través de su centro de investigación “Cap Gemini”, numerosos estudios relacionados con la importancia que poseen los activos intangibles en las empresas actualmente. Estos estudios, comprendieron la identificación, medición y gestión de los activos intangibles en las empresas modernas.

El estudio ¹⁶ señala que los indicadores financieros comúnmente utilizados en las valorizaciones de empresas, tales como el flujo de caja, las utilidades, y ratios de precio / utilidad, siguen siendo medidas financieras importantes, pero que cuentan con un gran defecto en esta nueva economía, este es, que las medidas financieras son solo reflejo de transacciones ya realizadas. También plantea que el éxito en el manejo de una compañía se basa en la adecuada gestión de medidas, tanto financieras como no financieras, por parte de los gerentes generales .

“Measures that matter” fue aplicado en Estados Unidos e Inglaterra ¹⁷ , donde midió la importancia que tenían los indicadores no financieros para los distintos inversionistas institucionales. Para lograr dicho objetivo señalado en el párrafo anterior, el estudio definió 39 indicadores no financieros agrupados en 6 “aspectos no financieros” , tal como se señala en el cuadro siguiente:

¹⁶ Blitz, Amy. “ Measures that matter ”. Center for business innovation, Ernst & Young LLP, 1997

¹⁷ Eales, Jim. “ Measures that matter UK: An outside-in perspective on shareholder value recognition ”. Center for business innovation, Ernst & Young LLP, 2000.

CUADRO N°6

Calidad del management	Efectividad de políticas de compensación hacia ejecutivos
Ejecución de la estrategia corporativa	Alineamiento de las compensaciones con los intereses de los accionistas
Calidad de la estrategia corporativa	Políticas de compensación basadas en desempeño
Experiencia del management	Ratio de compensación gerentes / compensación fuerza de trabajo
Calidad de la vision organizacional	
Estilo de liderazgo del gerente general	
Efectividad del desarrollo de nuevos productos	Calidad de la comunicación con los inversionistas
Liderazgo en investigación	Credibilidad del mangement
Eficiencia del desarrollo de nuevos productos	Accesibilidad al management
Ciclo de tiempo del desarrollo de nuevos productos	Calidad de los materiales publicados
% de las ventas que provienen de los nuevos productos	Calidad de la orientación
	Experiencia del departamento de relaciones con el inversionista
Fortaleza de la posición de mercado	Calidad de los productos y servicios
Innovación	Calidad de los procesos
Participación de mercado	Calidad percibida por los clientes
Imagen de la marca	Tasas de productos defectuosos / Tasas de servicios defectuosos
Fortaleza del marketing y la publicidad	Durabilidad del producto
Capacidad global	Premios a la calidad de los productos
	Premios a la calidad de los procesos
Fortaleza de la cultura corporativa	Nivel de satisfacción al cliente
Habilidad para atraer y retener a personas talentosas	Nivel de satisfacción al cliente
Calidad de la fuerza de trabajo	Frecuencia de ventas repetidas
Calidad de los sistemas de incentivos por desempeño	Numero de quejas por clientes
Tasas de rotación de personal	Calidad del departamento de servicio al cliente
Políticas ambientales y sociales	
Calidad de la capacitación a empleados	
Uso de equipos de trabajo	

Fuente: Blitz (1997)

Los inversionistas institucionales¹⁸ más relevantes de Estados Unidos e Inglaterra fueron encuestados para determinar cuáles eran los atributos no financieros mas importantes al momento de evaluar una potencial inversión en acciones.

¹⁸ La encuesta realizada en Estados Unidos considero a 275 inversionistas institucionales, en el caso de Inglaterra se encuestaron a 50 inversionistas institucionales.

Los resultados obtenidos en estos estudios fueron sorprendentes, la información no financiera constituía cerca del 35% de la decisión de inversión para los mas grandes fondos de inversión existentes en Estados Unidos e Inglaterra.

Además, se lograron determinar los indicadores no financieros más importantes para los inversionistas institucionales de cada país. Por ejemplo, tanto en Estados Unidos como en Inglaterra, el indicador no financiero mas importante es la ejecución de la estrategia corporativa (de aquí se desprende el éxito que tienen los cuadros de mando como el “balance scorecard”, que permiten gestionar los intangibles para que se produzcan la estrategias establecidas por la dirección). Asimismo, el segundo indicador no financiero más importante para Estados Unidos, lo constituye la credibilidad de los ejecutivos , mientras que en Inglaterra es la calidad de la estrategia corporativa.

CUADRO N°7

N°	ESTADOS UNIDOS	INGLATERRA
1	Ejecución de la estrategia corporativa	Ejecución de la estrategia corporativa
2	Credibilidad del management	Calidad de la estrategia corporativa
3	Calidad de la estrategia	Participación de Mercado
4	Innovación	Credibilidad del managemant
5	Habilidad para atraer y retener a personas talentosas	Investigación y desarrollo e Innovación
6	Participación de mercados	Experiencia del Management
7	Experiencia del management	Liderazgo en Investigación
8	Calidad de la compensación a los ejecutivos	Calidad de los procesos
9	Calidad de los procesos	Capacidad global
10	Liderazgo en Investigación	Habilidad para atraer y retener a personas talentosas

Fuente: Elaboración propia en base a “Measures that matter US” (1997) y “Mesures that matter UK”(2002)

4.2 ESTUDIOS REALIZADOS POR PRICEWATERHOUSECOOPER

Otra empresa multinacional de auditoria, PricewaterhouseCoopers, también realizó estudios a través de encuestas para conocer la importancia que tienen los

activos intangibles en la toma de decisiones de los inversionistas institucionales de diferentes países.

Ellos desarrollan el concepto de “valuereporting” , un modelo de reporte financiero que a diferencia de los tradicionales, se enfoca en describir los supuestos que originan los flujos de caja futuros, y también las dinámicas que existen detrás de la creación de valor para el accionista. Critican, al igual que Ernst & Young, el actual reporte financiero, por estar indebidamente enfocado en el desempeño histórico de la compañía.

Contrario al modelo tradicional, enfocado únicamente en medidas financieras, el “Valuereporting” imagina a las compañías proveyendo al mercado con información orientada hacia el futuro, a través del reporte del desempeño de una gran gama de variables financieras y no financieras. Esta información puede ayudar a inversores y analistas a ganar una perspectiva real de la calidad de valor que se está generando para el accionista.

Desde la perspectiva de una compañía que desarrolla un “Valuereporting”, los posibles beneficios que este informe generará incluyen:

- **Mayor confianza de los inversores en el management:** Cuando la alta dirección de una empresa posee credibilidad, el mercado tiene mayores razones para creer en las declaraciones de objetivos estratégicos (que tienen, entre uno de sus propósitos, el generar valor para los accionistas) que ellos realizan, aun cuando la estrategia consista en posponer futuros ingresos (por ejemplo, una gran adquisición, fusión o un programa de inversiones).

El mercado, si posee confianza en la administración de la empresa, va a comprender la estrategia que el management está proponiendo para crear valor futuro para los accionistas.

El equipo del management (integrado por todos los ejecutivos que tienen responsabilidades directas en el funcionamiento y crecimiento de la empresa) ,que posee confianza en sus propias habilidades y en las estrategias que trazaron para el buen desempeño de la compañía, no van a ocultar los planes que tienen a largo plazo (que a pueden ir en contra de las utilidades inmediatas) por temor a no ser comprendidos por el mercado financiero .

Si existe una mayor revelación, “disclosure”, proveniente de la compañía, el mercado financiero puede hacer sus propias conjeturas de lo que está ocurriendo, y cómo está siendo dirigida la compañía , en vez de estar indagando, de cualquier forma información que le sirva como herramienta para comprender lo que la empresa quiere realizar. Si no existiese esta “revelación” de información propuesta por el “valuereporting”, el mercado financiero pensaría que la compañía está tratando de ocultar información, o simplemente no confiaría en la credibilidad del management: la credibilidad, la confianza y la transparencia van de la mano.

Lo anterior adquiere mayor relevancia cuando el management ha cumplido las estrategias propuestas anteriormente. La credibilidad, sin lugar a duda, depende en última instancia del desempeño de la empresa, pero la transparencia y la honestidad fortalecen la credibilidad en la administración de la empresa. Cuando lo objetivos estratégicos de una empresa no se cumplen, la mejor decisión que puede realizar el management es informarlo. Entregando información tanto en buenos como malos momentos, el management repotencia su credibilidad con el mercado

- **Mayor precio en la acción:** Quien crea que el mercado posee toda la información que necesita y la utiliza con total eficiencia, no debería encontrar que la “revelación” de información, planteada por el “valuereporting”, tiene efecto alguno en el precio de la acción de una compañía. Pero encuestas realizadas a gerentes generales pertenecientes a las mas grandes compañías

de países tales como Estados Unidos ¹⁹, Inglaterra ²⁰, Suiza ²¹ y Australia ²², demuestran que un gran porcentaje de ellos, cree que las acciones de sus compañías están fuertemente sub-valorizadas por el mercado financiero . Estas diferencias, reflejan que existe una asimetría en la información que los ejecutivos piensan que son valiosas, y deberían proveerse al mercado, y lo que los inversionistas piensan de ella. Una mayor “revelación de información” serviría como herramienta para que los inversionistas entendieran de mejor manera que están haciendo la empresas para generar valor a los accionistas. Lo anterior tendría un efecto positivo en el precio de la acción de la compañía, si con esa información adicional, los inversionistas comprenden de mejor manera las estrategias realizadas por el management.

- **Menor costo de capital:** Una mayor “revelación” de información puede disminuir el costo de capital que enfrentan las empresas. Así lo demuestran investigaciones como la realizada por David Easley ²³, quien señala que “ las firmas pueden influenciar su costo de capital afectando la precisión y la cantidad de información que se hace disponible para los inversores. Lo anterior se puede lograr a través de la selección de los estándares contables que la firma utiliza, o también a través de sus políticas de revelación corporativa hacia el mercado”.

El estudio realizado por PricewaterhouseCooper señala que existe una sustancial oportunidad para que las compañías mejoren la forma en que reportan al mercado sus desempeños financieros y no financieros , e indica que existen dos brechas relacionadas con estos reportes .

¹⁹ Kahn, Harold. “ Pursuing value : The information reporting gap in the U.S. Capital Markets ” PriceWaterhouseCoopers LLP. 1997

²⁰ Coleman, Ian. “ Pursuing value: Reporting gaps in the United Kingdom ”, PricewaterhouseCoopers papers insight for decision makers. 1997.

²¹ Weibel, Peter. “ Pursuing value: The information reporting gap in the Swiss capital markets ”, PricewaterhouseCoopers. 2000.

²² Morris, Gregory. “ Pursuing value: Reporting gaps in the Australian Markets ”, PricewaterhouseCoopers LLP. 2001.

²³ Easley, David. “ Information and cost of capital ”. Department of Economics Cornell University. 2001.

La primera es una “brecha de información de los usuarios”, que se genera a partir de las diferencias respecto a la importancia que le asignan analistas e inversores a las distintas medidas financieras y no financieras, y cuán satisfechas están las necesidades de información de estas medidas por parte de los ejecutivos de las compañías.

El estudio ²⁴ señala que tanto analistas como inversores (la comunidad financiera), perciben que existen brechas de información en una serie de medidas financieras y no financieras. Los primeros creen que existen grandes diferencias en la importancia que le asignan los ejecutivos corporativos al reporte de indicadores no financieros, como el crecimiento de mercado, las utilidades provenientes de nuevos productos, la participación de mercado y la fidelización de los clientes, todas medidas no financieras que son muy relevantes para los analistas. Mientras, los inversores creen que existen brechas muy grandes en el reporte de variables financieras y no financieras por parte de los ejecutivos corporativos de las empresas en que poseen inversiones, e incluso perciben que existen brechas en variables básicas financieras, como las utilidades y el flujo de caja.

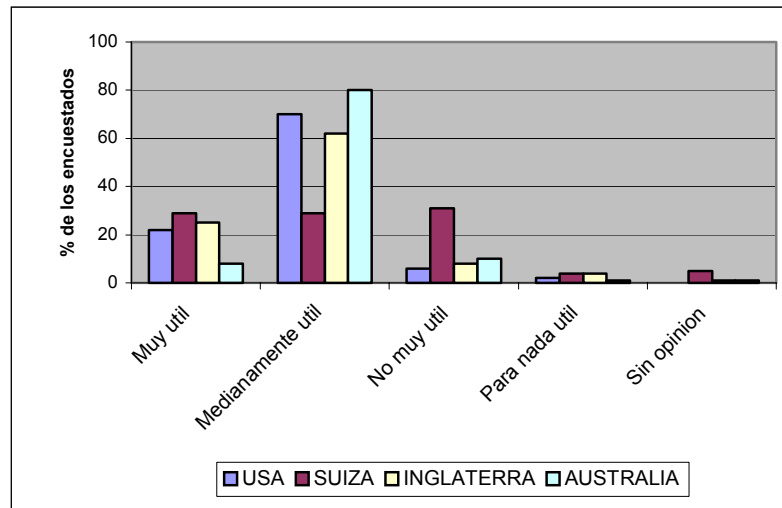
La segunda es una “brecha de información del mercado”. Tanto analistas como inversionistas creen que las compañías pueden hacer un mejor trabajo en proveer información de variables financieras y no financieras.

La encuesta, que fue aplicada a inversionistas institucionales de diversos países como Estados Unidos, Inglaterra, Suiza, y Australia, entre otros, entregó resultados muy interesantes respecto al grado de utilidad que le asignan los distintos inversionistas institucionales de estos países a los reportes financieros de las compañías donde poseen inversiones en renta variable, para comunicar el verdadero valor de una compañía.

²⁴ Herz, Robert. “ The Valuerreporting™ revolution : Moving beyond the earnings game ”. Published by John Wiley & Sons, Inc. 2001.

FIGURA N°2

Grado de satisfacción de los inversionistas institucionales con los actuales reportes financieros.



Fuente: Elaboración propia, en base a información extraída de estudios realizados por PricewaterhouseCoopers en Inglaterra, Suiza, Estados Unidos y Australia.

La gran mayoría de ellos consideraron que los reportes financieros proporcionaban una “mediana utilidad” para tomar sus decisiones de inversión. De esto se pueden extraer dos conclusiones importantes:

- Que el verdadero valor de la empresa en esta nueva economía no se encuentra solo en los estados financieros (así lo perciben los inversionistas institucionales).
- Que existe una posibilidad de mejorar las formas en que se reportan los desempeños financieros y no financieros de las compañías.

Otro resultado obtenido del estudio, fue que se determinaron la importancia que poseían los distintos factores financieros y no financieros en la toma de decisiones de inversionistas institucionales extranjeros. Una constante en las respuestas de

estos, es que los factores financieros (utilidades, flujo de caja, información sobre costos) siempre fueron catalogados con mayor importancia que los factores no financieros (participación de mercado, fidelización de los clientes, calidad de los procesos).

Para los inversionistas institucionales en Inglaterra ²⁵ las medidas financieras - utilidades y el flujo de caja - son consideradas las más importantes al evaluar una potencial inversión en acciones. Le siguen algunas medidas no financieras con el mismo nivel de importancia, - participación de mercado, propiedad intelectual, productividad de la investigación y desarrollo-. Sin embargo otros indicadores no financieros como la fidelización y satisfacción del cliente, son considerados poco relevantes para la toma de decisiones de inversión.

Para los inversionista institucionales suizos ²⁶ , los resultados son un tanto similares a los anteriores, pero con algunos matices que los diferencian. También las medidas financieras tradicionales como el flujo de caja y las utilidades representan los factores más importantes al evaluar una potencial compra de acciones. Lo siguen, de acuerdo a su importancia, medidas no financieras como la participación de mercado, calidad de los productos y servicios, y el desarrollo de nuevos productos. Como factor no financiero de menor relevancia está la fidelización de los clientes y la tasa de rotación de los empleados.

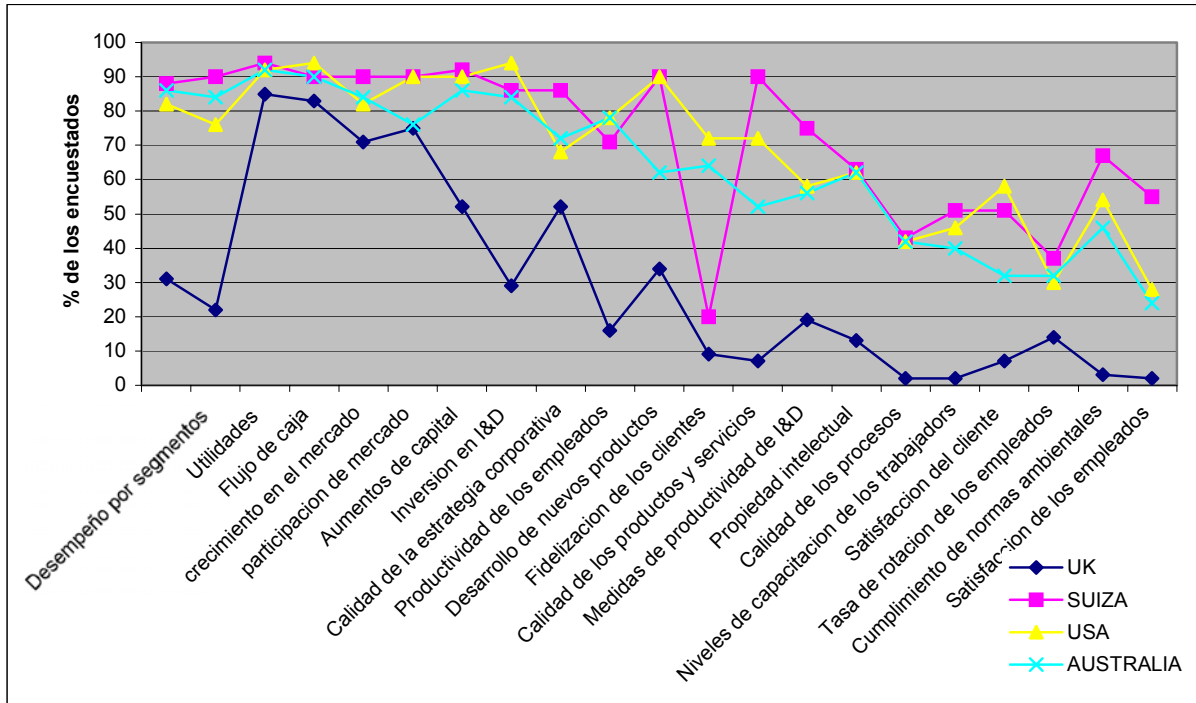
Un similar análisis se puede hacer para los inversionistas estadounidenses y australianos, como se observa en la figura siguiente:

²⁵ Coleman, Ian. " Pursuing value: Reporting gaps in the United Kingdom ". PricewaterhouseCoopers papers insight for decision makers. 1997.

²⁶ Weibel, Peter. " Pursuing value: The information reporting gap in the Swiss capital markets ", PricewaterhouseCoopers. 2000.

FIGURA N°3

Factores financieros y no financieros considerados muy importantes en las decisiones de inversión de inversionistas Institucionales extranjeros



Fuente: Elaboración propia, en base a información extraída de estudios realizados por PricewaterhouseCoopers en Inglaterra, suiza, Estados Unidos y Australia.

Capítulo 5 : INVESTIGACIÓN EN CHILE

5.1 DEFINICIÓN DEL PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

La importancia que tienen los activos intangibles en la nueva economía, unido a la carencia de estudios en Chile respecto a la relación existente entre el uso de los factores no financieros por parte de los inversionistas institucionales en sus decisiones de inversión , originaron este estudio, cuyo objetivo principal será determinar en qué medida nuestros inversionistas institucionales utilizan los factores no financieros en tales decisiones.

5.2 DEFINICIÓN DE LOS OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

En forma específica se deseo conocer:

- Establecer si los inversionistas institucionales chilenos, consideran los aspectos no financieros de una compañía al evaluar una potencial inversión de acciones en ella.
- Cuáles son los factores financieros y no financieros más relevantes para los inversionistas institucionales, al momento de evaluar una potencial inversión en acciones.
- La ponderación que los inversionistas institucionales asignan a los factores no financieros, al evaluar una potencial inversión de acciones en una compañía chilena.

- Cómo varía la importancia de los factores no financieros que le asignan los inversionistas institucionales a las empresas en los distintos sectores de la economía chilena.
- El grado de utilidad que le asignan los inversionistas institucionales chilenos a los estados contables financieros emitidos por las compañías en las cuales poseen inversiones, para los efectos de la toma de decisión de invertir en ellas.
- Los indicadores no financieros específicos que los inversionistas institucionales utilizan para cuantificar los aspectos no financieros.

5.3 DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN Y FUENTES DE DATOS

Al comienzo de este trabajo se utilizó una Investigación exploratoria para obtener una impresión más definida de los factores no financieros y de mayor relevancia usados en la realidad chilena, que ayudarán a la formulación de la encuesta que se suministrará a los distintos tipos de inversionistas institucionales en Chile.

En esta exploración, se emplearon fuentes primarias y secundarias de datos. Las fuentes secundarias son datos ya recolectados y publicados con propósitos diferentes a las necesidades inmediatas y específicas de la investigación. Estas fueron las siguientes :

- Estudios e investigaciones realizados por empresas multinacionales de reconocimiento mundial, como son Ernest and Young y PriceWaterhouse Coopers , que a través de sus centros de investigación han contribuido al estudio de las brechas existentes en el reporte de los aspectos no financieros por

parte de las compañías, y la importancia que ellos tienen para los inversionistas institucionales de distintos países.

- Otra bibliografía sobre los activos no financieros (el capital intelectual) que poseen las empresas, analizada en los capítulos anteriores.

La información primaria se obtuvo mediante entrevistas en profundidad, realizadas a ejecutivos pertenecientes a los inversionistas institucionales más relevantes del país.

Previo al diseño del cuestionario, se entrevistó a diez ejecutivos pertenecientes a diferentes empresas inversionistas del país (Compañía de seguros, AFP y Fondos mutuos).

Estas entrevistas permitieron una mayor comprensión de las preguntas incluidas en el cuestionario suministrado posteriormente, además de permitir efectuar las modificaciones concordantes a la realidad chilena.

El cuestionario resultante quedó constituido por diez preguntas, de las cuales tres son de selección múltiple, tres dicotómicas, dos con carácter cerrado y dos preguntas abiertas (ver Anexo 3).

Lo efectuado precedentemente permitió recabar la información adecuada para la realización de una investigación concluyente.

La Investigación concluyente está diseñada con el fin de suministrar información para la evaluación de cursos alternativos de acción. Para la finalidad de este estudio, se utilizó una investigación concluyente de tipo descriptiva, la que tiene como objetivo principal describir el grado de importancia, asignado por los distintos inversionistas institucionales, a los factores no financieros en sus decisiones de inversión en acciones.

La fuente primaria de datos para la investigación concluyente la constituyeron las encuestas suministradas a los distintos tipos de inversionistas institucionales del país.

5.4 PROCEDIMIENTO DE RECOLECCIÓN DE DATOS

Los dos métodos básicos utilizados para la recolección de datos son: la comunicación y la observación. En este estudio, la forma de obtención de datos se hizo de forma similar a las del tipo de “encuesta por correo”, con algunos matices que la diferencian.

Hubo contacto telefónico con gerentes, sub gerentes y analistas, previo al envío de las encuestas, con el objeto de darles a conocer la presente investigación y consultarles sobre la disponibilidad a completar el cuestionario a remitir.

Posteriormente, el cuestionario, junto con una carta explicativa del estudio, fueron entregados en las distintas oficinas de los gerentes, sub gerentes y analistas de inversiones, solicitándose además una fecha de devolución. Las razones del uso de este método de recolección de datos las constituyeron entre otras su bajo costo, el carecer del potencial sesgo generado como resultado de la interacción entrevistador – encuestado, y por último la poca disponibilidad (tiempo) de las personas que eran objeto de nuestro estudio, todo lo anterior nos permitió inferir que este método de recolección era el más adecuado.

5.5 SELECCIÓN Y TAMAÑO DE LA MUESTRA

- Procedimiento de Muestreo

El muestreo es un procedimiento muy utilizado para suministrar datos exactos y útiles para la investigación de mercados. El muestreo ofrece algunos beneficios

importantes, ya que una muestra ahorra dinero, tiempo, y puede llegar a ser más exacta que un censo total de la población.

Para definir una muestra hay que tener presentes algunos conceptos:

- **Elemento:** es la unidad acerca de la cual se solicita información. Esta suministra la base del análisis que se llevará a cabo. En el estudio los elementos corresponden a los distintos gerentes, subgerentes, y analistas de inversiones pertenecientes a los mayores inversionistas institucionales del país, constituidas por las AFP, Compañía de Seguros y Fondos Mutuos.
- **Población o Universo:** es el conjunto de todos los elementos definidos antes de la selección de la muestra. Una población adecuadamente designada debe definirse en términos de elementos, unidades de muestreo, alcance y tiempo.
- **Unidad de muestreo:** es el elemento o elementos disponibles para ser seleccionados en alguna etapa del proceso de muestreo. Para efectos de nuestro estudio se consideraron a las principales empresas inversionistas institucionales que tuviesen inversión de renta variable (acciones) en compañías chilenas: administradoras de fondo de pensiones, compañías de Seguros, y administradoras de Fondos Mutuos.

En el caso de las AFP se incluyeron seis de las siete existentes (Magíster no fue considerada en la muestra por problemas judiciales que le afectaban en el período en que se realizó la encuesta), pues todas ellas poseen significativas inversiones en acciones .

Respecto a las compañías de seguros, se consideraron aquéllas que poseían inversiones en acciones de montos superiores a los 6 mil millones de pesos, por lo que las compañías con posibilidades a ser encuestadas fueron nueve en total .

En relación a las administradoras de Fondos Mutuos, se eligieron aquellas que tenían inversiones en acciones en un promedio mayor a dos mil millones de pesos. En este grupo, las unidades encuestadas corresponden a diez. Además se consideró encuestar a dos analistas adicionales.

Se entregaron 27 encuestas en total, de las cuales se recibió respuesta de 21 personas. Lo que proporcionó una tasa de respuesta del 77.7%.

- **Alcance:** La presente investigación se desarrolló en la ciudad de Santiago.
- **Tiempo:** El período de duración de la encuesta comprendió los días entre el 28 de mayo al 30 de junio del presente año. La extensión y demora se debió a la consideración de disponibilidad de tiempo de los gerentes de inversión, pertenecientes a los distintos inversionistas institucionales.

El procedimiento de muestreo fue del tipo no probabilístico, en el cual la selección de un elemento de la población que va a formar parte de la muestra se basa principalmente en el criterio del investigador. No existe una posibilidad conocida de selección de cualquier elemento particular de la población, por lo tanto, no se puede calcular el error muestral que ha ocurrido.

Considerando lo anterior, el procedimiento de muestreo no probabilístico utilizado fue el muestreo por conveniencia; no se puede medir el error muestral y no se pueden hacer afirmaciones definitivas de tal muestra. En el presente estudio, se tuvo errores de no respuesta.

- **Tamaño de la muestra**

El tamaño de la muestra considerada fue de 27 encuestados. Para el problema de la determinación del tamaño de la muestra hay que considerar tanto el

error muestral como el no muestral. En este caso, al elegir un procedimiento no probabilístico, no es posible medir la precisión, por lo que no se puede calcular un número exacto de la muestra para disminuir el error muestral. En cuanto a los errores no muestrales, estos serán más grandes a medida que aumenta el tamaño de la muestra. En el presente estudio, se tuvo errores de no respuesta.

5.6 PROCESAMIENTO DE DATOS

Para el procesamiento de datos, su tabulación, obtención de tablas de frecuencias y cruzamiento de datos, se utilizó el paquete estadístico SPSS 10.0. La codificación de los datos fue la siguiente:

Para la pregunta 1:

- 1="AFP"
- 2="Compañía de Seguros"
- 3="Fondos Mutuos"

Para la pregunta 3:

- 1="si"
- 2="no"
- 3="Otro sistema"

Para la pregunta 4.

- 1 = "Para nada útil"
- 2= "Poco útil"
- 3= "Medianamente útil"
- 4= "Muy útil"

Para la pregunta 8:

- 1= "81-100%"
- 2="61-80%"
- 3="41-60%"
- 4="21-40%"
- 5="0-20%"

Las preguntas 1,3,4,8 se consideraron en escalas nominales. Aquí los números se utilizan para identificar o clasificar los objetos en categorías. Las estadísticas permitidas son frecuencias relativas y absolutas por categorías.

En el programa SPSS se realizó un análisis de tabulación cruzada (este tipo de procedimiento construye tablas de dos o más entradas y produce una serie de medidas de asociación entre dos o más variables) entre tipo de inversionista institucional (pregunta 1) y las preguntas 3,4,8.

Para la pregunta 6 la siguiente codificación para la tabulación de los datos fue asignada.

- 1= "nada importante"
- 2= "poco importante"
- 3= "medianamente importante"
- 4= "importante"
- 5= "muy importante"

La escala utilizada en esta pregunta es de carácter ordinal (donde los números se utilizan para ordenar los objetos).

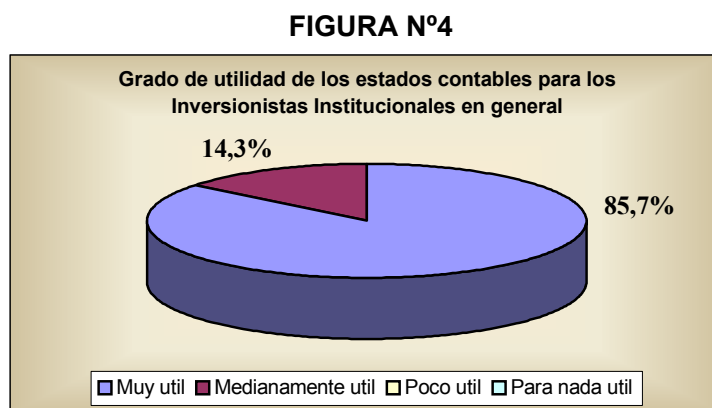
Una ventaja de esta formulación, en relación con la tradicional del tipo nominal, es que permite obtener una mayor variabilidad en las respuestas, y así poder afirmar, por ejemplo, que " un X%, de los inversionistas institucionales considera a un determinado factor no financiero muy importante."

Posteriormente, se procesaron los datos para obtener frecuencias (expresadas en porcentajes) con las cuales los encuestados clasificaban cada una de las preguntas. Al utilizar este tipo de escala, y dado el tamaño de la muestra, no fue posible obtener análisis estadísticos más profundos.

Para el procesamiento de la pregunta 9, se utilizó un análisis de frecuencias respecto a la variable no financiera de mayor importancia en cada sector.

5.7 ANÁLISIS DE RESULTADOS

5.7.1 GRADO DE UTILIDAD DE LOS ESTADOS CONTABLES PARA LOS EFECTOS DE LA TOMA DE DECISIÓN DE INVERSIÓN.

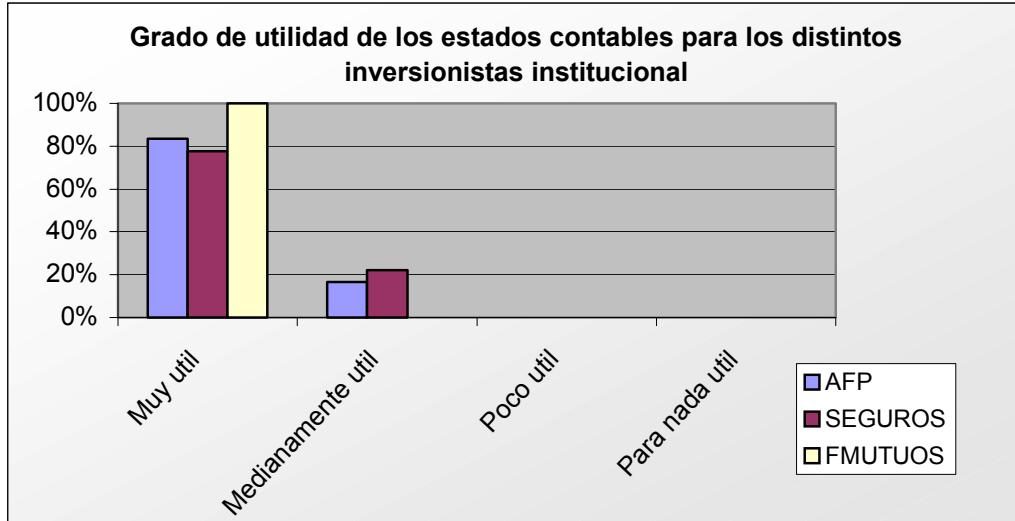


Fuente: Elaboración propia

Un 85,7% del total de encuestados considera que los estados contables son de gran utilidad para los efectos de toma de decisión de inversión en acciones de las compañías que lo emiten, y solo un 14,3% de los encuestados cree que proporciona un grado de utilidad medianamente útil.

Este resultado contrasta con numerosos estudios extranjeros que indican una creciente disconformidad con los estados contables, por cuanto no estarían reflejando el verdadero valor de una compañía. Sin embargo, el hecho de que un 14,3% de los inversionistas institucionales piense que los estados contables poseen una “mediana utilidad”, como herramienta de apoyo para la evaluación de inversiones, abre un espacio para plantear la posibilidad que en el caso chileno, los estados contables no estarían incluyendo todo el valor que posee una compañía.

FIGURA N°5



Fuente: Elaboración propia

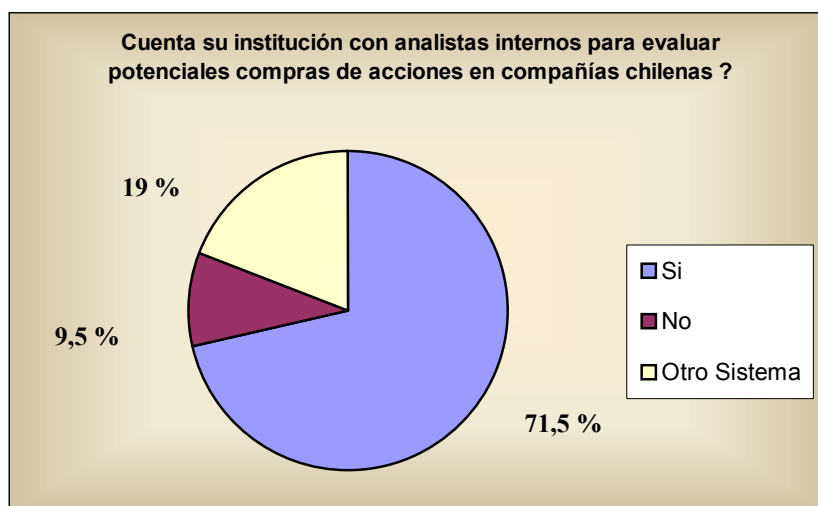
El 100% de los fondos mutuos encuestados (ver figura N°5) considera que los estados contables son muy útiles para los efectos de toma de decisión de inversión en las compañías que las emiten, no así para las AFP y Compañía de Seguros.

El 83,3% de las AFP encuestadas cree que los estados contables son de gran utilidad, mientras que el 16,7% restante le asigna una mediana utilidad para sus decisiones de inversión en renta variable nacional.

En el caso de las compañías de seguros, un 77,7% estableció que los estados contables eran muy útiles, solo un 22,2% cree que son medianamente útiles.

5.7.2 INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES QUE POSEEN ANALISTAS INTERNOS PARA EVALUAR POTENCIALES COMPRAS DE ACCIONES EN COMPAÑÍAS CHILENAS.

FIGURA N°6



Fuente: Elaboración propia

Un 71,5 % de los inversionistas institucionales encuestados respondió que sí poseía analistas internos para evaluar potenciales compras de acciones en compañías chilenas. Sorprendentemente, un 9,5% de los encuestados no tenía en lo absoluto analistas internos para sus decisiones de inversión (ver figura N°6).

Un 19% de los inversionistas institucionales consideró que poseía otro sistema, tales como:

- La utilización del análisis "Sell Side"²⁷ solamente.
- Equipos de analistas pertenecientes a la corporación.
- Subcontratación de estudios a empresas especializadas.

²⁷ Análisis efectuado por empresas que recomiendan compra de acciones

5.7.3 GRADO DE IMPORTANCIA²⁸ DE FACTORES FINANCIEROS Y NO FINANCIEROS, ASIGNADO POR EL TOTAL DE LA MUESTRA Y POR GRUPO DE INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES.

CUADRO N°8

	Poco y Medianamente Importante				Importante y Muy importante			
	AFP	C.S.	F.M.	Total ²⁹	AFP	C.S.	F.M.	Total ³⁰
Factores financieros								
Utilidades	16.7%	11.1%	0.0%	9.5%	83.3%	88.8%	100.0%	90.5%
Flujo de Caja libre	16.7%	11.1%	0.0%	9.5%	83.3%	88.9%	100.0%	90.4%
Precio / utilidad por acción	50.0%	22.2%	33.3%	33.4%	50.0%	77.8%	66.7%	66.7%
Factores no financieros								
Experiencia del management	0.0%	11.1%	0.0%	4.8%	100.0%	88.9%	100.0%	95.3%
Ejecución de estrategia corporativa	16.7%	0.0%	0.0%	4.8%	83.4%	100.0%	100.0%	95.3%
Calidad de la estrategia corporativa	16.7%	11.1%	0.0%	9.5%	83.3%	88.9%	100.0%	90.5%
Calidad de los productos y servicios	16.7%	44.2%	0.0%	23.8%	83.4%	55.5%	100.0%	76.2%
Regulación	33.3%	33.3%	16.7%	28.5%	66.7%	66.6%	83.4%	71.4%
Desarrollo de Nuevos Productos	33.3%	55.6%	0.0%	33.3%	66.7%	44.4%	100.0%	66.6%
Participación de mercado	33.3%	33.3%	33.4%	33.3%	66.6%	66.6%	66.7%	66.3%
Nivel de Satisfacción de los clientes	50.0%	33.3%	33.3%	38.1%	50.0%	66.6%	66.6%	61.9%
Calidad de la fuerza de trabajo	83.3%	55.5%	16.7%	52.3%	16.7%	44.4%	83.4%	47.6%
Fidelización de los clientes	50.0%	55.5%	50.0%	52.4%	50.0%	44.4%	50.0%	47.6%
Imagen de la marca	66.7%	66.7%	33.4%	57.2%	33.3%	33.3%	66.7%	42.9%
I+D e Innovación	83.3%	66.6%	16.7%	57.1%	16.7%	33.3%	83.3%	42.8%
Cumplimiento de Normas Ambientales	83.3%	77.4%	33.3%	66.7%	16.7%	22.2%	66.7%	33.3%
Hab. Para atraer y retener Personas talentosas	83.3%	66.7%	66.7%	71.4%	16.7%	33.3%	33.4%	28.6%

Fuente: Elaboración propia

* La columna Total corresponde al total de encuestados que están de acuerdo con el factor seleccionado.

²⁸ Se reagruparon las categorías 2="poco importante" y 3="medianamente importante", 4="importante" y 5="muy importante", para obtener resultados mas robustos dado el pequeño tamaño de la muestra.

²⁹ Todos los porcentajes han sido evaluados sobre una escala de cinco puntos, con 5 la puntuación mas alta y 1 la más baja. Los porcentajes se basan en los encuestados que respondieron con un 2 y un 3.

³⁰ Los porcentajes se basan en los encuestados que respondieron con un 5 y un 4 a las preguntas.

Los resultados respecto a los diferentes grados de importancia de los factores financieros y no financieros, asignados por los inversionistas institucionales, puede apreciarse en el cuadro N°8. En el mismo se han agrupado los factores financieros y no financieros, luego se ordenó de mayor a menor según el porcentaje de encuestados que estaban de acuerdo en la importancia de cada factor. A modo de interpretación: la fila 6 del cuadro anterior muestra que un 83,3% de las AFP's, un 88,9% de las Compañías de Seguros y un 100% de las Administradoras de Fondos Mutuos, evaluaron la "calidad de la estrategia corporativa" como un factor no financiero "Importante y Muy importante" en sus decisiones de inversión. Asimismo, el 90,5% del total de encuestados consideró al mismo factor como "Importante y Muy importante".

Al examinar detenidamente este cuadro, el primer resultado que destaca es la elevada frecuencia que obtuvieron las variables no financieras en las decisiones de inversión de los inversionistas institucionales encuestados.

La "ejecución de la estrategia corporativa" y la "experiencia del management" obtuvieron una elevada frecuencia. En ambos casos los porcentajes de inversionistas institucionales, que declaran que son variables "importantes y muy importantes", se encuentran alrededor de un 95%.

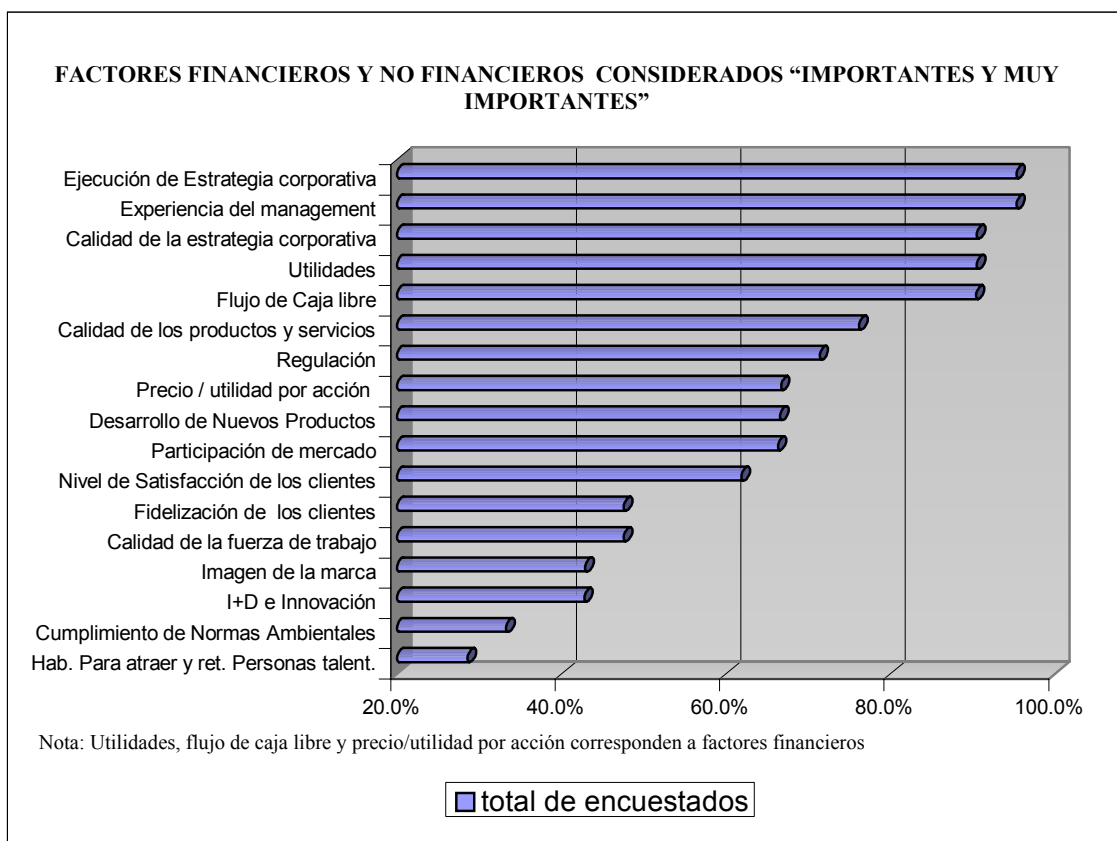
También con una alta frecuencia (sobre el 90%) se encuentran las "utilidades", "calidad de la estrategia corporativa" y el "flujo de caja libre".

En un escalón intermedio, entre un 80% y 50% de las respuestas, se encuentran seis variables: "calidad de los productos y servicios", "regulación", el "ratio financiero Precio / utilidad", "desarrollo de nuevos productos", "participación de mercado" y "nivel de satisfacción del cliente".

Finalmente, con una frecuencia menor (50% o menos), aparecen variables tales como "calidad de la fuerza de trabajo", "fidelización de los clientes", "imagen de

la marca”, “investigación y desarrollo”, “cumplimiento de las normas ambientales” y la “habilidad para atraer y retener a personas talentosas” (ver figura 7).

FIGURA N°7



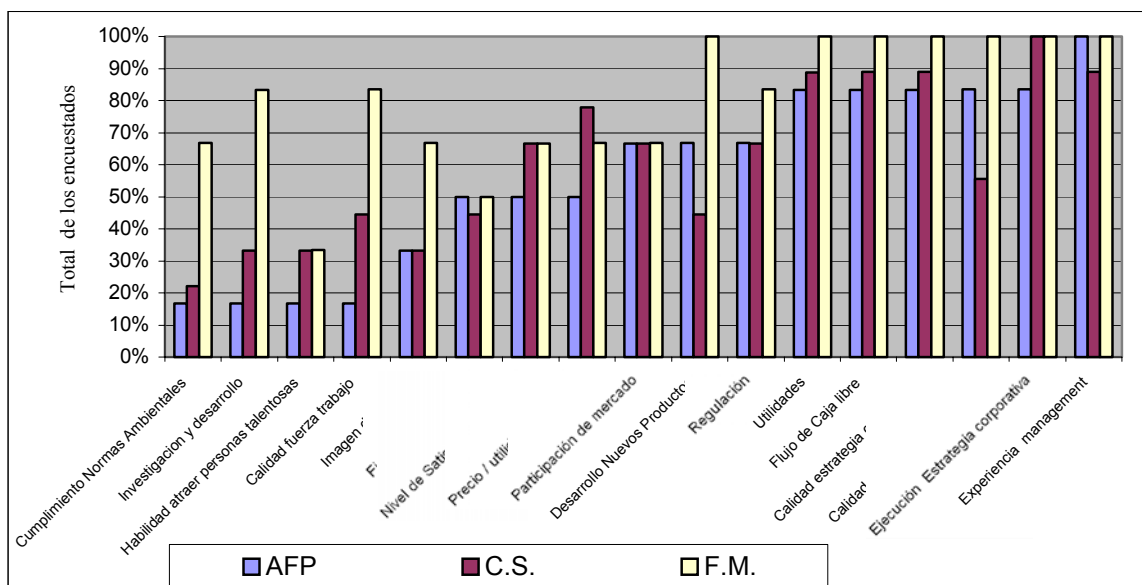
Fuente: Elaboración propia

Al analizar los datos en forma desagregada en el gráfico siguiente (Ver fig. 8), por tipo de inversionista, se mantiene una relativa estabilidad en las opiniones acerca de los factores más importantes. Asimismo, existen otros factores como el “desarrollo de nuevos productos”, “calidad de la fuerza de trabajo”, “imagen de la marca”, “investigación y desarrollo”, “cumplimiento de normas ambientales”, en donde los resultados globales no reflejan correctamente las percepciones a través de los distintos grupos.

Es interesante destacar que existe cierta armonía de las respuestas de las AFP's y las compañías de seguros, siendo las administradoras de Fondos Mutuos quienes producen las mayores divergencias (sesgo hacia arriba).

FIGURA N°8

FACTORES FINANCIEROS Y NO FINANCIEROS “IMPORTANTES Y MUY IMPORTANTES” EN LAS DECISIONES DE INVERSIÓN POR TIPO DE INVERSIONISTA INSTITUCIONAL



Fuente: Elaboración propia

El análisis desagregado es fundamental, ya que el número de encuestados por grupo es diferente. El problema al analizar los datos en forma agregada se mantiene igual al realizar un promedio ponderado por el número de inversionistas de cada grupo, ya que el verdadero ponderador debiese ser en base a los montos de las inversiones en acciones que cada tipo de institución realiza. De esta manera, las opiniones más valiosas son aquellas entregadas por las AFP, ya que el monto de inversión en renta variable nacional de estas supera ampliamente al monto de inversión de las compañías de seguros y administradoras de Fondos Mutuos en conjunto. Cabe destacar que, aun en este escenario, los resultados conjuntos entregan un orden de magnitud poderoso (y no menos riguroso), de aquellos factores

financieros y no financieros que dominan al resto³¹. Una simple inspección de la figura N°8 muestra que existe una convergencia en las opiniones de los factores más importantes para los tres grupos de encuestados.

CUADRO N°9

Resumen de los factores más importantes para cada grupo de encuestados

AFP	Compañías de seguros	Fondos Mutuos
Experiencia del management	Ejecución Estrategia corporativa	Experiencia del management
		Calidad estrategia corporativa
		Calidad productos y servicios
		Ejecución Estrategia corporativa

Fuente: Elaboración Propia

(La selección de los factores más importantes se determinó al observar la variable con mayor tasa de respuesta entre 4 y 5 cross muestra).

5.7.4 OTRAS VARIABLES NO FINANCIERAS QUE SE HAN CONSIDERADO AL EVALUAR INVERSIONES EN ACCIONES DE COMPAÑÍAS CHILENAS.

Otras variables no financieras mencionadas por los inversionistas institucionales fueron:

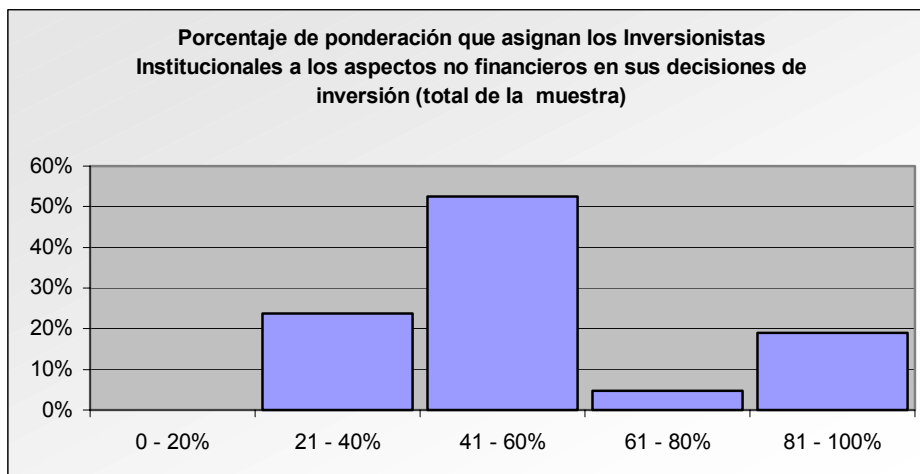
- Visión Sectorial, Macroeconomía del sector.
- Entorno Económico actual y futuro del sector en que se desenvuelve la empresa.
- Percepción de la empresa en la industria.
- Situación competitiva de la industria en que participa la empresa.
- Potencial de crecimiento de la Industria / Empresa.
- Oportunidades de mercado que tenga la empresa.
- Marco regulatorio.

³¹ Si los resultados son ponderados por el monto de inversión de los distintos inversionistas institucionales, se obtendrán como resultado que los factores financieros y no financieros medianamente importantes se transformarían en poco importantes, pero igual se encontrarían en el intervalo definido por el autor (poco importante y medianamente importante).

- Ciclos económicos.
- Cambios tecnológicos que pueden afectar a la industria en que se desenvuelve la empresa.
- Tecnología Aplicada en el proceso de producción del servicio y/o producto.
- Calidad de la administración.
- Transparencia y honestidad de la administración y dueños.
- Grupo empresarial al que pertenece.
- Carácter y evaluación (Track record) de los socios accionistas controladores y su experiencia exitosa en ese negocio u otros.
- Respaldo de la compañía controladora (Ejemplo Coca-Cola y Embonor).
- Respeto por los accionistas minoritarios.
- Se consideran aspectos legales, como por ejemplo si la compañía está sujeta al artículo 10° transitorio de la ley de OPAS. Si no lo está , tiene más atractivo, porque ante una toma de control, un accionista minoritario tiene la posibilidad de vender al mismo precio que los controladores.
- Fortaleza financiera mediante el outlook de rating de deuda.
- Free Float (% de acciones que no están en poder de los controladores), indicador de liquidez.

5.7.5 PORCENTAJE DE PONDERACIÓN ASIGNADA

FIGURA N°9



Fuente: Elaboración propia

Un 52,5% de los inversionistas institucionales encuestados sostuvo que los aspectos no financieros representaban entre un 41% y un 60% de sus decisiones de inversión.

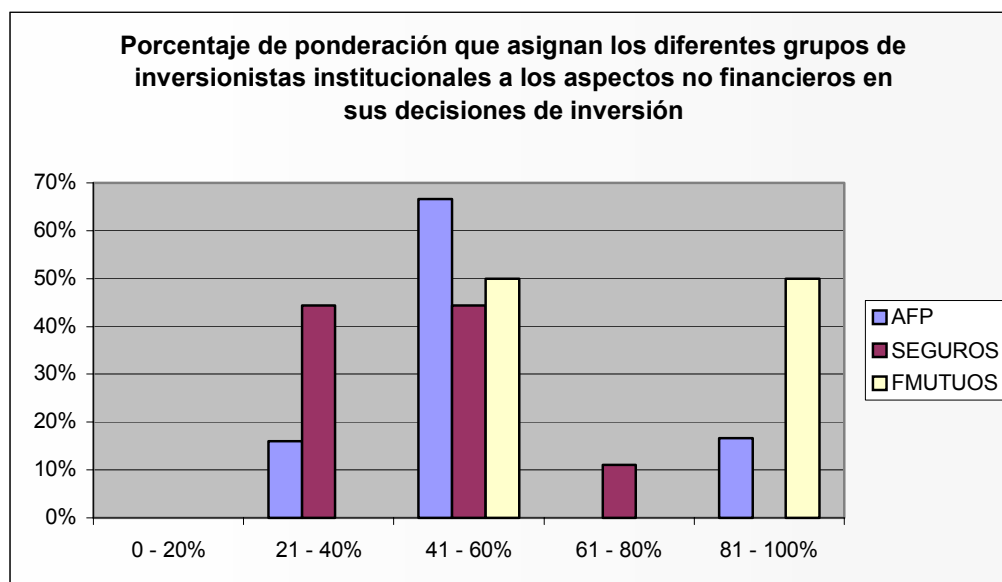
Un 23,8% de los encuestados determinó también que los factores no financieros constituyeran entre el 21% a 40% de sus decisiones de inversión.

Sorprendentemente, un 19% de los inversionistas institucionales encuestados afirmó que los aspectos financieros representaban entre el 81 al 100% de sus decisiones de inversión.

Las cifras enunciadas anteriormente confirman una de las hipótesis de este trabajo, que los inversionistas institucionales chilenos sí toman en cuenta los

aspectos no financieros en sus decisiones de inversión, y no solo eso, si no que los aspectos cualitativos³² reflejan casi el 50% de sus decisiones de inversión.

FIGURA N°10



Fuente: Elaboración Propia

La figura N°10 señala el porcentaje de ponderación que asignan los distintos tipos de inversionistas institucionales a los factores financieros en sus decisiones de inversión.

Un 67% de las AFP encuestadas sostiene que los aspectos no financieros conducen entre un 41 a un 60% de sus decisiones de inversión.

Un porcentaje menor, de un 17%, incluso considera que los aspectos no financieros representan entre el 81 al 100% de sus decisiones de inversión.

El 45% de las compañías de seguros encuestadas respondió que los factores no financieros constituían entre un 41 a un 60% de sus decisiones de inversión.

³² Factores cualitativos señalados en la encuesta (ver anexo 4) .

Solo un 11% de las compañías de seguros señaló que los aspectos no financieros representaban entre un 21 a un 40% de ponderación en sus decisiones de inversión.

Un 50% de las administradoras de fondos mutuos encuestados sostuvo que los aspectos no financieros conducen entre un 81 a un 100% de sus decisiones de inversión.

El 50% restante señala que los factores no financieros representan entre un 41 – 60% de sus decisiones de inversión.

5.7.6 IMPORTANCIA ASIGNADA POR EL TOTAL DE LA MUESTRA A FACTORES NO FINANCIEROS SEGÚN SECTOR ECONOMICO

CUADRO N°10

	Telecom	Eléctrico	Forestal	Holding	Finan.	C y D	Minería	A y B	Servicios	Contr.
Experiencia del managment	38%	52%	52%	86%	52%	48%	38%	43%	48%	52%
Participación de mercado	48%	33%	24%	5%	48%	62%	10%	62%	24%	29%
Imagen de la marca	10%	0%	5%	14%	29%	52%	0%	52%	43%	14%
Investigación y desarrollo	19%	5%	5%	5%	0%	0%	24%	0%	5%	5%
Desarrollo de nuevos productos	33%	0%	5%	5%	14%	14%	5%	19%	5%	14%
Calidad de la fuerza de trabajo	0%	0%	5%	14%	0%	0%	5%	0%	19%	14%
Habilidad para atraer y retener a las personas talentosas	0%	5%	10%	38%	14%	0%	5%	5%	5%	5%
Calidad de la estrategia corporativa	43%	57%	43%	76%	43%	33%	38%	38%	43%	43%
Ejecución de la estrategia corporativa	10%	19%	43%	24%	24%	14%	33%	19%	19%	29%
Nivel de satisfacción de los clientes	0%	0%	0%	0%	14%	10%	0%	14%	19%	10%
Fidelización de los clientes	14%	0%	0%	0%	24%	48%	0%	29%	29%	5%
Calidad de los productos y servicios	5%	5%	19%	0%	10%	10%	5%	19%	24%	33%
Cumplimiento de Normas Ambientales	5%	14%	52%	0%	0%	0%	62%	5%	5%	19%
Regulación	71%	90%	19%	5%	24%	0%	43%	0%	5%	14%

Fuente: Elaboración Propia

Como se observa en el cuadro N°10, existe una amplia heterogeneidad en las opiniones de los inversionistas acerca de la importancia de los factores no financieros según el sector económico, tal como se esperaba a priori existen variables claves, como la “regulación”, que es extremadamente importante para el sector Telecomunicaciones (71%) y Eléctrico (90%), “cumplimiento de normas ambientales”, para el sector Forestal (52%) y el sector Minero (62%), y la “participación de mercado” en Comercio y Distribución/ Alimentos y bebidas con un 62% cada uno.

Existen, además, variables con una amplia importancia relativa y absoluta entre los sectores en análisis. Estas son “experiencia del management” y “calidad de la estrategia corporativa”. Asimismo existe un grupo de variables de importancia menor, tanto intrasectorialmente como intersectorialmente, las cuales son la “calidad de la fuerza de trabajo”, “nivel de satisfacción de los clientes”, e “investigación y desarrollo”.

Estos resultados arrojan una luz sobre la dirección a tomar cuando se analizan decisiones de inversión. De esta manera no se pueden utilizar informes no financieros estandarizados.

CONCLUSIONES

La principal inferencia de este estudio es que los aspectos no financieros sí son considerados por los inversionistas institucionales chilenos al evaluar potenciales compras de acciones en compañías nacionales. De hecho, un 52,5% del total de los encuestados, sostiene que estos factores representan entre un 41 y un 60 por ciento de sus decisiones de inversión y, sorprendentemente, un 19% manifestó que los aspectos no financieros constituyen entre un 81% y 100% de importancia al momento de evaluar una posible inversión en acciones.

Dentro de los factores no financieros más importantes destaca: la ejecución de la estrategia corporativa (95,3%)³³ y la experiencia del management (95,3%)³⁴. En el caso de los factores financieros tradicionales, como las utilidades y el flujo de caja, fueron sorpresivamente desplazados por los dos aspectos mencionados anteriormente, pero no en forma significativa. Todo esto demuestra que los factores que no aparecen reportados en los estados contables, tienen una mayor relevancia para las decisiones de inversión de los encuestados y, que los factores financieros siguen considerados significativamente.

El hecho de que la ejecución de la estrategia corporativa haya sido el factor más importante en este estudio, justifica la relevancia que han adquirido en las empresas los métodos de gestión de activos intangibles, como el cuadro de mando integral (balance scorecard). Este factor también aparece en el primer lugar de los estudios extranjeros analizados en el cuarto capítulo del trabajo.

Existe un consenso de cuáles son los factores no financieros más importantes según el tipo de inversionista institucional. Para el total de la muestra: AFP, Administradoras de Fondos Mutuos y compañías de seguros encuestadas, los dos

³³ Del total de los encuestados

³⁴ Ídem

factores intangibles mencionados son “experiencia del management” y “ejecución de la estrategia corporativa”.

También es posible concluir que los factores no financieros más importantes varían de acuerdo al sector económico donde se invierta. Así, por ejemplo, la “regulación” es más relevante en sectores eléctricos y de telecomunicaciones, y la “participación de mercado” lo es en el área de *retail* y de alimentos y bebidas, resultados que aparecen en el capítulo 5 del estudio.

La “investigación y desarrollo”, junto con la “habilidad de atraer y retener a personas talentosas”, fueron los factores no financieros con la menor importancia entre los encuestados. Esto se debe en parte a la poca inversión en I + D que se realiza en Chile.

Se están considerando más importantes los factores no financieros que los tradicionales, pero no hay un reporte formal y establecido en los estados contables. Para un mejor desempeño financiero, las empresas deben considerar estas nuevas fuentes de valor, gestionarlas e incorporarlas en los reportes que emiten a las compañías inversoras.

De no efectuarse lo anterior, significaría no proporcionar la información correcta que demandan los inversores, que podría generar opiniones erradas y distorsionadas sobre el verdadero valor de la compañía.

BIBLIOGRAFÍA

-Black, Andrew., Wright, Philip., & Bachman, John. "In Search of Shareholder Value: managing the drivers of performance ", Pitman Publishing, 1998.

-Blitz, Amy., Siesfield, Tom., & Bierbuse, Paul. "Measures that matter U.S.", Center for business innovation, Ernest & Young LLP, 1997.

-Boletín técnico N°55. "Activos Intangibles", Colegio de Contadores de Chile.

-Bravo, David., Crespi, Gustavo., & Gutierrez, Irma. "Desarrollo se escribe con PYME: El caso chileno", FUNDES Internacional, 2002.

-CELEMI. "Annual Report Celemi 2002" (www.celemi.com)

-Coleman, Ian., & Eccles, Robert. "Pursuing value: Reporting gaps in the United Kingdom". PricewaterhouseCoopers papers for decision makers, 1997.

-Cornelis, Kelly., Hagendorf, Dana., Hovarth, John. "The new accounting: Measuring Intellectual Capital", Kellog Techventure Anthology, 2000.

-Davidow, William. " Accounting systems are completely wrong", Redherring Magazine, 2000.

-Dipiazza, Samuel., & Eccles, Robert. "Recuperar la confianza, el futuro de la información corporativa", Pearson Education, 2002.

-Eales, Jim., & Schosmann, Remy. "Measures that matter UK : An outside in perspective on shareholder value recognition", Center for Business Innovation, Ernst & Young LLP, 2000.

-Easley, David. "Information and cost of capital". Department of Economics, Cornell University, 2001.

-Edvinsson, Leif. "Human capital in transformation: Intellectual capital prototype report", Supplement to Skandia's 1998 annual report.

-Edvinsson, Leif., & Malone, Michael. "Intellectual capital. Realizing your company's true value by finding its hidden brainpower", Harper Collins Publishers, 1997.

-Edvinsson, Leif. "Customer value", Supplement to Skandia's 1996 annual report.

-Edvinsson, Leif. "Visualizing intellectual capital in Skandia", Supplement to Skandia's 1994 annual report.

-Gu, Feng., & Lev, Baruch. "Intangible assets: Measurement, Drivers, Usefulness", working paper, Boston University School of Management Accounting.

-Herz, Robert., Keegan, Mary., & Phillips, David. "The Value reporting™ Revolution: Moving beyond the earnings game ", Published by John Wiley & Sons, Inc. 2001.

-Kahn, Harold., & Eccles, Robert. "Pursuing value: The information reporting gap in the U.S. Capital Markets ", PricewaterhouseCoopers LLP.

-Kaplan, Robert. "Balance Scorecard hall of fame", www.bscol.com/bsc_online/learning/hof/, 2002.

-Kaplan, Robert., & Norton, David. "Cuadro de Mando Integral", 1997. (Título original: The Balanced Scorecard, Harvard Business School Press, 1996)

-Kinnear, Thomas., & Taylor, James. "Investigacion de Mercados: un enfoque aplicado". quinta edición, Mcgraw Hill, 2000.

-Lev, Baruch. "The reform of corporate reporting and auditing", Testimony before the House of Representatives Committee on Energy and Commerce,2002.

-Lev, Baruch. "Remarks on measurement, valuation, and reporting of intangible assets", FRBNY, Economic Policy Review, 2001.

-Lev, Baruch. "Knowledge And Shareholder Value", Stern School of Business, New York University, 2000.

-Meyer, Christopher. "Perspectives on business innovation: valuing intangibles", The cap gemini Ernst & Young Center for Business Innovation, issue N°7, 2000.

-Morris, Gregory., Eccles, Robert., & Falconer, Ian. "Pursuing value: Reporting gaps in the Australian Capital Markets.", Pricewaterhousecoopers LLP, 2001.

-Phillips, David., & Richards, Heather. "Reporting gaps in the United Kingdom the chief executive´s perspective", PricewaterhouseCoopers LLP, 1998.

-Stewart, Thomas. "La nueva riqueza de las organizaciones: El capital intelectual", Ediciones Granica, 1998, Buenos Aires.

-Sveiby, Karl. "Methods for measuring intangible assets", www.sveiby.com/articles/intangiblemethods.htm, 2002.

-Sveiby, Karl. "The Dynamic Intangible Asset Monitor". www.sveiby.com/articles/sdmodelkstrategy.pdf, 2002.

-Sveiby, Karl. "The intangible assets monitor", www.sveiby.com/articles/companymonitor.html, 2001.

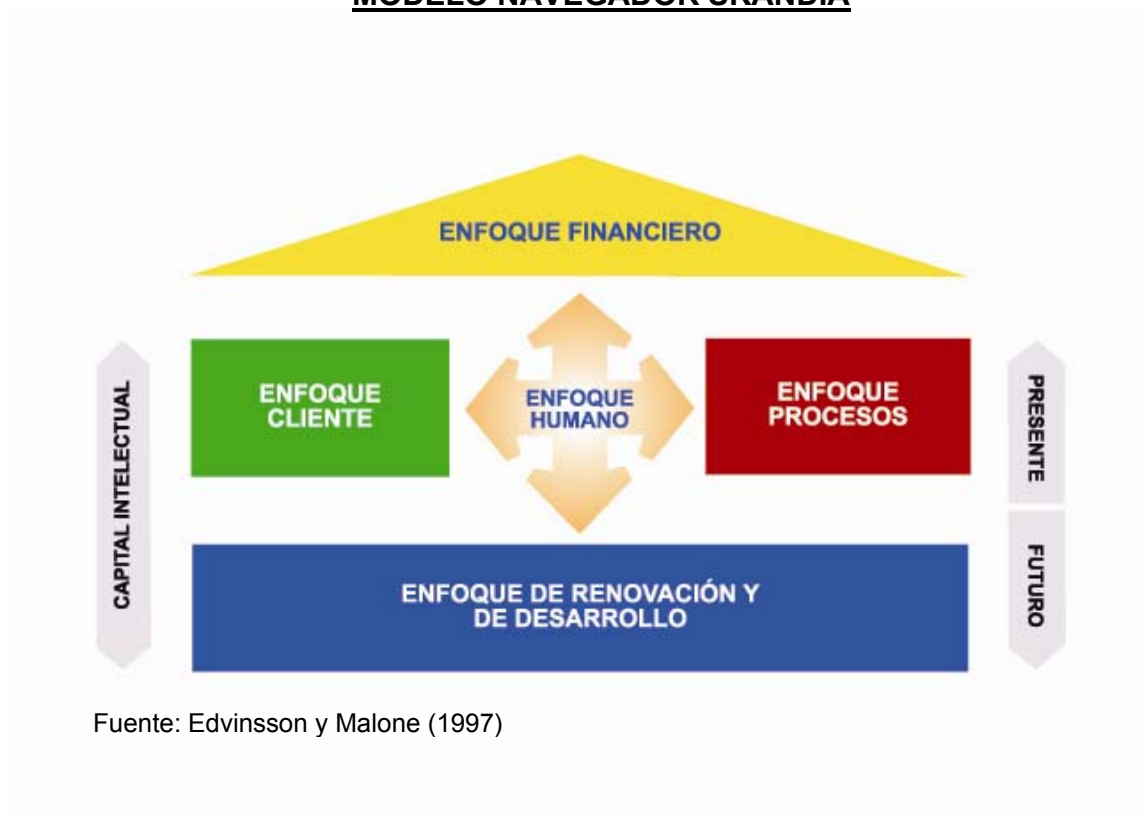
-Valenzuela, Elena. "Capital intelectual y sus modelos de medición", Serie de Investigación N° 84, Departamento de Administración, Universidad de Chile, 2002.

-Viedma, J.M. "La gestión del conocimiento y del capital intelectual", www.gestiondelcapitalintelectual.com, 1998.

-Weibel, Peter., & Eccles, Robert. "Pursuing value: The information reporting gap in the Swiss Capital Markets", PricewaterhouseCoopers LLP, 2002.

ANEXO N°1 :

MODELO NAVEGADOR SKANDIA



Fuente: Edvinsson y Malone (1997)

ANEXO N°2 :

MONITOR DE ACTIVOS INTANGIBLES

MONITOR DE ACTIVOS INTANGIBLES				
Valor de Mercado				
	Activos Tangibles	Activos Intangibles		
		Estructura Externa	Estructura Interna	Competencia
Indicadores de Crecimiento / Innovación		<ul style="list-style-type: none"> - Experiencia. - Nivel de educación. 	<ul style="list-style-type: none"> - Inversiones en nuevos métodos y sistemas. - Inversión en los sistemas de información. 	<ul style="list-style-type: none"> - Rentabilidad por cliente.
Indicadores de Eficiencia		<ul style="list-style-type: none"> - Proporción de profesionales. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ventas por personal de apoyo. - Medidas de valores y actitud. 	<ul style="list-style-type: none"> - Índice de satisfacción de los clientes. - Ventas por clientes.
Indicadores de Estabilidad		<ul style="list-style-type: none"> - Edad media. - Antigüedad. - Rotación de profesionales. 	<ul style="list-style-type: none"> - Rotación del personal de apoyo. - El ratio rookie. 	<ul style="list-style-type: none"> - Proporción de grandes clientes. - Ratios de clientes fieles. - Frecuencia de repetición.

Fuente: Sveiby (2002)



Universidad de Chile
Facultad de Ciencias
Económicas y Administrativas

CUESTIONARIO ENTREGADO

1. **Identifique** la Institución en la que Ud. se desenvuelve laboralmente.

- AFP
- Compañía de Seguros
- Fondos Mutuos

2. Indique si su Institución posee inversiones en acciones, de sociedades anónimas Chilenas.

- Sí No

3. Señale si su institución cuenta con un grupo de analistas específicos internos, para evaluar potenciales compras de acciones en compañías chilenas.

- Sí
- No
- Otro Sistema _____

4. **Califique** el **grado de utilidad**, que tienen los estados contables emitidos por las compañías en las que su Institución posee acciones, para los efectos de la toma de decisión de invertir en ellas.

- Muy útil
- Medianamente útil
- Poco útil
- Para nada útil

5. Señale si su Institución considera los **factores no financieros**³⁵ de una compañía chilena, cuando evalúa una potencial inversión de acciones en ella.

- Sí No

³⁵ Factores **no financieros** como los mencionados dentro del recuadro de la próxima pagina

6. Establezca el **grado de importancia** que su Institución le asigna a los **factores financieros** y **no financieros** que se indican en el cuadro, al momento de resolver una potencial compra de acciones en compañías Chilenas. Consignar las preferencias con una X.

GRADO DE IMPORTANCIA	1 Nada Importante	2 Poco Importante	3 Medianamente Importante	4 Importante	5 Muy Importante
FACTORES					
Financieros					
Flujo de Caja Libre					
Utilidades					
Precio / utilidad por acción					
No Financieros					
Experiencia del management					
Participación de mercado					
Imagen de la marca					
Investigación y Desarrollo e Innovación					
Desarrollo de Nuevos Productos					
Calidad de la fuerza de trabajo					
Habilidad para atraer y retener a las personas Talentosas					
Calidad de la Estrategia Corporativa					
Ejecución de Estrategia corporativa					
Nivel de satisfacción del cliente					
Fidelización de los Clientes					
Calidad de los productos y servicios					
Cumplimiento de Normas Ambientales					
Regulación					

7. Señale que **otras variables no financieras** deben considerarse en toda evaluación para una potencial compra de acciones en Compañías Chilenas.

8. Indique el **porcentaje de ponderación**, que su Institución le asigna a los aspectos no financieros, durante el proceso de evaluación de una compañía para resolver una potencial inversión en acciones.

- 0% - 20% 61% - 80%
 21% - 40% 81% - 100%
 41% - 60%

9. Marque con una **X** los **tres factores no financieros** mas importantes para su Institución, cuando se resuelve una potencial compra de acciones en compañías Chilenas en los sectores que se señalan:

FACTORES \ SECTORES	Telecomunicaciones	Eléctrico	Forestal	Holding	Financiero	Comercio y distribución	Minería	Alimentos y bebidas	Servicios	Construcción
No Financieros										
Experiencia del management										
Participación de mercado										
Imagen de la marca										
Investigación y Desarrollo										
Desarrollo de Nuevos Productos										
Calidad de la fuerza de trabajo										
Habilidad para atraer y retener A las personas Talentosas										
Calidad de la Estrategia Corporativa										
Ejecución de Estrategia corporativa										
Nivel de satisfacción del cliente										
Fidelización de los Clientes										
Calidad de los productos y servicios										
Cumplimiento de Normas Ambientales										
Regulación										

10. De los siguientes factores no financieros, indique **como aprecia, evalúa o mide** cada uno de ellos (Marque con una **X**, si es que posee indicadores) .

Experiencia del Management

Participación de mercado

Imagen de la Marca

Investigación y Desarrollo

Desarrollo de nuevos productos

Calidad de la fuerza de trabajo

Habilidad de atraer y retener a personas talentosas

Calidad de la estrategia corporativa

Ejecución de la estrategia corporativa

Nivel de satisfacción del cliente

Fidelización del cliente

Calidad de los productos o servicios

GRACIAS POR SU TIEMPO

