



Humphreys

CLASIFICADORA DE RIESGO

Informe Anual

Analista

Carlos Ebersperger

Tel. 56 – 2 – 433 52 19

carlos.ebersperger@humphreys.cl

Larraín Vial S.A.
Corredora de Bolsa

Mayo 2010

Isidora Goyenechea 3621 – Piso16°

Las Condes, Santiago – Chile

Fono 433 52 00 – Fax 433 52 01

ratings@humphreys.cl

www.humphreys.cl

Categoría de Riesgo y Contacto	
Tipo de Instrumento	Categoría
Solvencia	AA-/ N1+
Tendencia	Estable
EEFF base	Diciembre 2009

Estado de Resultados Consolidado					
(Miles de Pesos Dic-09)	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Comisiones por operaciones en rueda	9.238.378	10.303.898	13.400.603	11.715.554	17.004.047
Comisiones por operaciones fuera de rueda	4.117.027	8.638.102	11.526.187	279.918	49.898
Utilidades por ventas de cartera propia	630.690	710.441	1.775.188	0	4.454.065
Ingresos por operaciones a futuro	2.912.277	1.926.466	4.502.058	1.907.816	2.259.275
Ingresos por intereses y dividendos de cartera propia	409.693	845.645	2.034.816	4.586.550	905.169
Ingresos por adm. de cartera y custodia de valores	688.117	828.468	1.496.554	2.449.737	923.141
Asesoría Financiera	2.875.896	1.305.852	1.113.685	784.274	9.494.012
Otros ingresos operacionales	243.480	374.993	344.099	341.666	227.466
Total Ingresos Operacionales	21.115.558	24.933.865	36.193.190	8.781.941	35.317.073
Comisiones y servicios	797.615	1.239.190	1.462.638	2.062.542	1.992.028
Pérdidas por menor valor de cartera propia	311.392	60.815	164.384	465.959	155.381
Pérdidas por ventas de cartera propia	665.108	171.118	523.028	1.917.706	276.645
Gastos por operaciones a futuro	1.427.126	1.466.976	3.659.784	4.094.376	1.162.840
Gastos financieros	178.905	165.483	301.696	309.112	327.891
Gastos de administración y comercialización	11.617.110	13.619.439	18.361.117	18.925.732	20.321.142
Amortizaciones y depreciaciones	304.646	227.147	186.447	230.151	256.878
Otros gastos operacionales	292.827	143.992	787.253	940.045	330.558
Total Gastos Operacionales	15.594.728	17.094.160	25.446.346	28.945.623	24.823.363
Total Resultado Operacional	5.520.830	7.839.706	10.746.844	1.901.833	10.493.710
Total Resultado No Operacional	3.010.917	1.278.887	2.749.076	9.617.998	6.365.432
Utilidad Del Ejercicio	7.187.128	7.576.711	10.803.324	9.989.577	15.501.796

Balance General Consolidado				
(Miles de Pesos Dic-09)	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09
Disponible	7.479.757	9.262.179	10.562.340	6.419.645
Títulos de Renta Variable	1.259.302	9.879.327	10.633.442	12.412.202
Títulos de Renta Fija	4.591.362	1.286.828	922.004	8.135.670
Derechos por Operaciones a futuro	61.471.213	54.279.739	91.636.506	108.505.226
Derechos por Intermediación	50.417.346	65.062.435	76.071.257	121.481.083
Títulos entregados en garantía	6.206.400	9.850.865	11.242.013	5.719.999
Ctas. ctes. con personas y empresas Relacionadas	2.536.014	3.499.561	2.982.255	5.144.972
Total activos circulantes	135.155.850	155.845.583	206.547.695	273.384.945
Total activos	139.159.962	161.329.078	212.027.663	278.519.612
Obligaciones con bancos e instituciones financieras corto plazo	3.503.028	7.500.577	3.722.660	1.088.647
Obligaciones por operaciones a futuro	61.943.565	55.197.981	91.828.722	108.391.217
Acreedores por intermediación	51.583.667	70.551.791	82.654.749	119.529.664
Total pasivos circulantes	120.196.053	139.160.678	186.054.176	246.706.720
Total pasivos largo plazo	973.421	912.103	835.341	767.320
Total patrimonio	17.990.489	21.256.297	25.138.146	31.045.571
Total pasivos	135.155.850	155.845.583	206.547.695	273.384.945

Opinión

Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa (LVCB) fue fundada en 1934 por los hermanos Fernando y Leonidas Larraín Vial. Actualmente **LVCB**¹, junto con Larraín Vial Administradora General de Fondos S.A. y Larraín Vial Corredores de Bolsa de Productos S.A., forman parte del *holding* Larraín Vial S.A., entidad que cuenta con un Departamento de Estudios que sirve de apoyo a todas sus filiales.

La clasificación de **Larraín Vial S.A. Corredora de Bolsa** en "*Categoría AA-*" (largo plazo) y "*Nivel 1+*" (corto plazo) se fundamenta principalmente en el desarrollo de un modelo de negocio que tiende a reducir la fluctuación y el riesgo de sus resultados mediante la generación de ingresos vía cobro de comisiones y a la mantención de un balance conservador que presenta baja exposición a la renta variable, un adecuado calce entre sus derechos y obligaciones, un reducido riesgo crediticio y suficientes niveles de garantías en operaciones a futuros. Asimismo, la clasificación reconoce la fortaleza de su franquicia dentro del mercado nacional y la conformación de un grupo de profesionales con amplia experiencia y adecuada formación profesional dentro de sus respectivas áreas de acción.

Complementariamente, la clasificación de riesgo se ve favorecida por la existencia de un sistema de remuneraciones que alinea los objetivos de la organización con los del personal, y por la tenencia de una amplia base de clientes que reduce la concentración de los mismos. También valora los años de permanencia y experiencia dentro de la industria y su capacidad de adaptación a los cambios económicos que se han sucedido a lo largo del tiempo.

La estrategia de desarrollo adoptada por la corredora permitió a **LVCB** afrontar de manera exitosa la deteriorada situación económica que afectó al mundo en la segunda mitad de 2008 y primeros meses de 2009, a la vez de aprovechar el mejor entorno para las transacciones que se observó a continuación, lo que finalmente le permitió alcanzar sus mejores resultados históricos durante 2009.

Por otra parte, dentro de los elementos que restringen la clasificación se considera la existencia de una competencia con fuerte capacidad de apoyo de sus accionistas controladores (tanto en términos monetarios y de *know how*) y la exposición de la corredora a situaciones que pudieran afectar a otras empresas del grupo, sobre todo por la existencia en su interior de cuentas corrientes mercantiles con entidades relacionadas. También se reconoce la volatilidad inherente de los mercados de capitales y el gran crecimiento que han mostrado, lo que atrae nuevos partícipes a la industria e intensifica los niveles de competencia.

¹ Ver estructura de LVCB en Anexo 1.

Dentro de los desafíos que deberá enfrentar la sociedad figura la necesidad de consolidar las políticas y procedimientos en materias de riesgo operacional a través de toda la organización. Junto a ello se espera que la empresa afiance los cambios que ha efectuado en el área de auditoría interna y en el área de sistema, todos elementos de relevancia para que alcance estándares más elevados en materia de control y una base más robusta para enfrentar el crecimiento futuro, en especial dentro de un mercado que debiera derivar en una oferta de productos más sofisticados, más difíciles de administrar y con mayores riesgos asociados. Todo lo anterior, bajo el contexto de un mercado bursátil nacional que ha enfrentado algunos problemas que han empañado su prestigio, en particular por el tema de las custodias, lo que obliga a tomar mayores resguardos con el objetivo de satisfacer una mayor demanda por transacciones seguras por parte de los clientes.

Adicionalmente, no es ajeno al proceso de evaluación el hecho que la sociedad y sus contrapartes en las operaciones bursátiles, en su carácter de corredoras de bolsas, son entidades sometidas a instancias de control y de supervisión por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros y de la Bolsa de Comercio de Santiago.

La tendencia de clasificación se califica en "*Estable*²", considerando que en el mediano plazo no se evidencian cambios significativos en la situación de solvencia de la compañía.

A futuro, la clasificación de riesgo podría verse favorecida en la medida que la empresa fortalezca aún más su posición patrimonial y, a su vez, logre consolidar en el tiempo una estructura de control de riesgo de niveles similares a los exhibidos por aquellas instituciones líderes en este tipo de materia.

Asimismo, para la mantención de la clasificación se hace necesario que la firma mantenga su perfil de negocio o, en su defecto, de aumentar el riesgo y sofisticación de sus operaciones ello se lleve a cabo conjuntamente con un fortalecimiento patrimonial y/o con la aplicación de prácticas corporativas acorde con las exhibidas por instituciones financieras líderes en estas materias.

Resultados recientes³

Durante 2009 la corredora obtuvo ingresos operacionales por \$ 35.317 millones (aproximadamente US\$ 69,7 millones), lo que representó un incremento real de 13,6% en relación con el año anterior. Dentro de estos ingresos destacan las comisiones por operaciones fuera y dentro de rueda, las que en conjunto presentan una importancia relativa de 48% (a diciembre de 2009 dicha proporción llegaba a un 67%), incluyendo \$ 6.064 millones en comisiones por fondos mutuos. Por su parte, los ingresos asociados a cartera propia (dividendos e intereses por este concepto, más utilidad por venta de cartera propia) representaron el 15% del total de ingresos (14% a diciembre de 2008).

² Corresponde a aquellos instrumentos que presentan una alta probabilidad que su clasificación no presente variaciones a futuro.

³ Para las cifras expresadas en dólares, se utilizó el tipo de cambio al 30 de diciembre, correspondiente a \$ 507,1 / dólar

En el mismo período, los gastos operacionales de la sociedad ascendieron a \$ 24.823, lo que implica una disminución real de 14,2% en comparación con el año 2008, representando el 70,3% de los ingresos operacionales, lo que se compara favorablemente con el 93,1% exhibido en 2008 sobre los ingresos. El ítem gastos de administración y comercialización representa la partida de mayor importancia, alcanzando 82% del total de gastos (65% en el 2007).

Todo lo anterior se tradujo en un aumento del resultado operacional de la empresa, el que pasó desde los \$ 2.132 millones de 2008 a los \$ 10.494 millones de 2009, un alza de 392%. Paralelamente, la utilidad final del ejercicio fue de \$ 15.502 millones, un 55% más que los \$ 9.990 millones alcanzados el año anterior.

A diciembre de 2009 el patrimonio de la sociedad ascendía a \$ 46.536 millones, creciendo 59,9% en relación a igual fecha del año 2008. Dicho patrimonio se compone en 45,8% por utilidades retenidas, porcentaje que llegaba a 49,6% en 2008, y que disminuye producto de la mayor importancia de las utilidades del ejercicio.

Definición Categoría de Riesgo

Nivel 1

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“+”: Corresponde a los títulos de deuda con menor riesgo relativo dentro de su categoría.

Categoría AA-

Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

“-”: Corresponde a los títulos de deuda con mayor riesgo relativo dentro de su categoría.

Oportunidades y Fortalezas

Valor de la Franquicia "Larraín Vial": **LVCB**, y el grupo en general, ha logrado una fuerte presencia dentro del mercado de valores chileno, tanto en términos de posicionamiento de su marca, como en la extensión de su trayectoria empresarial y los niveles de volúmenes transados en acciones. Todos estos atributos ubican a la sociedad entre las entidades líderes del rubro, favoreciendo y fortaleciendo su relación con los emisores e inversionistas.

A la fecha, la entidad cuenta con más de 32.000 clientes -tanto *retail* como inversionistas calificados-, alcanzando durante 2009 un total de transacciones por US\$ 52 mil millones, lo que le significó ubicarse como la octava mayor corredora del mercado, incluyendo todo tipo de instrumentos. En las transacciones de renta variable, en tanto, se posicionó como el líder en montos transados, con US\$ 19.820 millones y una participación del 22,7%, duplicando los montos intermediados por la corredora ubicada en segundo lugar.

Calidad del Equipo Profesional: Los socios de la firma han sido pioneros en el desarrollo del corretaje accionario dentro del mercado chileno (crearon la empresa en 1934), incorporando un *staff* de profesionales que mezcla adecuadamente experiencia y una elevada formación académica en sus respectivas áreas. **Humphreys** considera este atributo altamente relevante en una sociedad orientada al servicio financiero y que ofrece una amplia variedad de productos de complejidad creciente en el tiempo.

Adecuado Incentivo del Recurso Humano: Asociado a la alta capacidad de los ejecutivos de Larraín Vial, el grupo posee un sistema de incentivos y de remuneraciones que permite que sus equipos de trabajo participen de los éxitos económicos de la organización, favoreciendo así la retención de los profesionales que agregan mayor valor a la empresa. Por otra parte, el mismo sistema de retribución facilita la adecuación de los gastos principales de la organización en períodos de baja en el dinamismo del negocio, por cuanto poseen un alto componente variable en proporción de los resultados obtenidos.

Trayectoria Probada en el Tiempo: Los más de 75 años de existencia de la sociedad le han permitido conocer de cerca diversos escenarios económicos y políticos que se han sucedido en Chile, entre los que se incluyen períodos altamente recesivos (crisis del año 1982) y políticamente inestables (período 70-73). En años más recientes, la sociedad ha enfrentado exitosamente todas las crisis que han afectado al mercado local, tanto por factores internacionales (crisis asiática y "subprime") como nacionales (caso Inverlink).

Tendencia de Disminuir los Riesgos Asociados a los Ingresos: No obstante que la operación de corretaje de acciones continúa siendo su principal negocio, la empresa ha desarrollado una estrategia para diversificar su base de clientes (hoy en día cuenta con más de 32.000), incorporando nuevos productos al mercado y centrando sus esfuerzos en la generación de ingresos por concepto de comisión (en torno al 48% en 2009 y a 38% en 2008).

Factores de Riesgo

Competidores Dependientes de Grupos Controladores Fuertes: Parte importante de los principales competidores en el mercado local pertenecen a grupos económicos de alta relevancia en el contexto nacional y/o internacional, lo que no sucede en el caso de **LVCB**. Esta diferenciación podría cobrar importancia en períodos de crisis severas, puesto que los respectivos grupos serían capaces de apoyar la gestión de sus corredoras-filiales en caso de dificultades (debe considerarse que la mayoría de dichas matrices presentan información pública y clasificación de riesgo por entidades independientes, lo cual avala su nivel de solvencia). Por otra parte, la pertenencia a grupos que participan en mercados más desarrollados facilita a las filiales locales el acceso a *know how* a un menor costo.

Eventuales Externalidades Negativas del Grupo: Si bien las diferentes sociedades del grupo "Larraín Vial" permiten generar sinergia entre sí, también es cierto que la corredora no estaría inmune a situaciones negativas que pudieran afectar a las restantes empresas, incluyendo problemas de tipo financiero, en especial si se considera que entre ellas existen cuentas corrientes mercantiles. A este respecto, se debe tener en consideración que las restantes compañías del grupo no mantienen clasificación de solvencia por entidades independientes.

Dinámica del Mercado de Valores: La volatilidad del mercado de valores, en especial en épocas de crisis profundas, afecta fuertemente a las corredoras tanto por la reacción de sus clientes (que tienden a refugiarse en entidades bancarias de mayor tamaño, así como también migrar hacia productos de renta fija, los que en promedio generan una menor comisión a la corredora) como por los resultados de sus propias inversiones (lo cual se ve atenuado por la menor proporción mantenida por **LVCB** bajo este concepto, en comparación con el resto de la industria: 15% de sus ingresos correspondieron en 2009 a ganancias por venta de cartera propia, versus el 22% del promedio de todas las corredoras). Asimismo, el desarrollo de los mercados lleva a la generación de productos más complejos, muchas veces de mayor riesgo. Todo lo anterior obliga a las entidades a una constante actualización de los mecanismos de control de riesgo y a la mantención de una posición patrimonial que considere eventuales crisis financieras.

Desafíos de Corto y Mediano Plazo: La organización deberá ser capaz de consolidar adecuadamente los cambios que se están produciendo en las áreas de control, profundizando un enfoque de anticipación más que de detección de conflictos, pero manteniendo niveles de gasto capaces de soportar eventuales disminuciones en los márgenes del negocio producto de posibles incrementos en la intensidad de la competencia al interior de la industria.

Aspectos Generales

LVCB, además de las actividades de corretaje bursátil, ofrece una amplia gama de productos a sus clientes, entre los que destacan asesorías y alternativas de inversión en el mercado local y extranjero, tanto para minoristas como para clientes institucionales; asesoría en colocación de instrumentos de oferta pública; colocaciones privadas y asistencia en fusiones, adquisiciones y venta de empresas. Sus operaciones se canalizan por medio de cuatro áreas de negocios: finanzas corporativas, Área de Distribución Institucional (ADI), distribución comercial minorista (La Red), y Administración de Cartera (Gestión Global) (ver Anexo 1).

Es importante considerar para una mayor caracterización de **LVCB** que la empresa forma parte del *holding* Larraín Vial S.A., entidad que a través de diferentes filiales ofrece una variada gama de servicios financieros que incluye, además del corretaje de valores, la administración de fondos por cuentas de terceros, la colocación de instrumentos de oferta pública en el mercado, la apertura de empresas en bolsas, las reestructuraciones de deuda y la asistencia profesional en diversas materias de índole financiero y económico, con operaciones además en Perú y Colombia. Todas estas líneas de negocios, en mayor o menor grado, se potencian y fortalecen entre sí mediante la entrega de una propuesta integral a sus clientes⁴.

Un hecho que vale la pena destacar dentro del grupo es la fusión en 2009 de Larraín Vial Administradora General de Fondos S.A. y Consorcio S.A. Administradora General de Fondos, lo que le permitió al *holding* aumentar el número clientes, presentándose entonces la oportunidad para ejecutar un mayor volumen de negocios, lo que repercute positivamente en **LVCB**. Adicionalmente, Larraín Vial obtuvo la autorización de Finra (Financial Industry Regulatory Authority) para operar como corredora en el NYSE de Estados Unidos, creando para ello LarraínVial Securities US, encontrándose actualmente en el proceso de certificación ante la SEC.

LVCB contaba con más de 32.000 clientes y 561 trabajadores a diciembre de 2009, de los cuales 48 corresponden a la corredora. Durante 2009, los ingresos generados por la corredora representaron un 86% de los ingresos totales del grupo LarraínVial.

Dentro de los gastos de la entidad destacan los asociados a remuneraciones, con un alto componente variable -lo que permite mayor flexibilidad ante situaciones de escenarios negativos-, y los pagos realizados a Asesorías Larraín Vial Ltda. por concepto de servicios de apoyo a la administración (*back office*).

LVCB tiene una posición destacada en el mercado de renta variable. Durante 2009 el volumen de renta variable transado por la compañía bursátil ascendió a US\$ 19.819 millones, logrando posicionarse como la primera corredora en las operaciones totales de este tipo de instrumentos, con una cuota de mercado de 22,3%.

⁴ En todo caso, la opinión de *Humphreys* en cuanto a la categoría de riesgo asignada está limitada exclusivamente a Larraín Vial S.A., Corredora de Bolsa.

En términos de control de riesgos, la compañía se encuentra en un proceso de revisión corporativa de sus procesos a través de una asesoría externa de *PriceWaterhouseCoopers*, sobre la base de la cual se definieron e identificaron y ponderaron los distintos riesgos operativos asociados a los negocios del grupo, habiendo terminado la etapa de implementación de planes de acción para los riesgos críticos. Si bien los riesgos anteriormente ya eran controlados, la actual evaluación apunta a una mayor automatización y control en línea de los mismos, lo que en opinión de **Humphreys** coincide con los estándares requeridos por una institución perteneciente a la familia de las "Categorías AA".

Asimismo, Larraín Vial se encuentra en la etapa de evaluación de un nuevo sistema *core* para sus operaciones, en especial para el *back office* de la compañía. Para lo anterior, se ha realizado un levantamiento de procesos con el fin de realizar un *gap* análisis entre las necesidades del grupo y las propuestas tecnológicas disponibles. Es importante destacar que la alta administración de Larraín Vial se encuentra comprometida con el desarrollo tecnológico de la compañía, tanto en términos de recursos humanos como monetarios. El nuevo sistema busca reforzar aun más la visión de una mayor seguridad operacional a la cual apunta el grupo, a través de mayores controles automatizados y la integración de todos los sistemas que interactúan actualmente en los distintos negocios realizados por Larraín Vial. En opinión de la clasificadora, si bien la visión del proyecto se encuentra en un enfoque acorde a lo esperado en términos de minorizar el riesgo de la compañía, es necesario evaluar en el mediano plazo la implementación del mismo

En términos de auditoría interna, luego de una reestructuración realizada hace un par de años, Larraín Vial buscó fortalecer la misma y darle una visión de auditoría de procesos, en línea con las utilizadas en instituciones bancarias. El objetivo definido para esta función fue alcanzar en un plazo de tres años un mapa de riesgo para todos los procesos del grupo, precisamente con la intención de identificar los riesgos (prevención) en lugar de solucionar conflictos ya producidos (contraloría detectiva). A la fecha, el programa de auditoría se ha desarrollado de manera adecuada, cumpliendo cerca del 100% de sus objetivos trazados, incluso frente a la coyuntura económica negativa observada en 2008 y 2009, la cual ha requerido especial atención y la asignación de mayores recursos a temas de contingencia. A juicio de **Humphreys**, la nueva estructura del área de auditoría se enmarca de manera adecuada en la visión del grupo de lograr minimizar y controlar los riesgos asociados a sus operaciones.

Estructuras de Activos y Pasivos de Corto Plazo

A diciembre de 2009, el activo circulante alcanzaba una proporción de 98% del total de activos de **LVCB** (98,2% un año atrás, en diciembre de 2008), estando compuesto principalmente por deudores por intermediación⁵ (35,1% en 2009, 44,4% un año atrás), derechos por operaciones a futuro (35% y 39,7%, respectivamente) y documentos y cuentas por cobrar (10,4% y 1,3%, respectivamente).

Por su parte, el pasivo circulante, que representa el 83% del pasivo total, está compuesto, entre otros, por obligaciones por operaciones a futuro⁶ (41,4% en 2009 y 43,9% en 2008) y acreedores por intermediación⁷ (40,7% y 48,5%, respectivamente).

Cabe mencionar que, además de minimizarse su riesgo mediante una adecuada política de calce, las operaciones a futuro están respaldadas o garantizadas por instrumentos financieros de elevada calidad crediticia en el caso de los títulos de renta fija involucrados en los compromisos con "retrocompra" o "retroventa" (preferentemente títulos del Estado, de instituciones financieras y de empresas con elevada clasificación de riesgo), o de una elevada presencia bursátil y nivel de cobertura en el caso de las "simultáneas", todo lo cual ayuda reducir el riesgo de dichas operaciones.

La política conservadora en el manejo de los activos y pasivos de la compañía ha quedado de manifiesto en la capacidad que ha tenido el balance de la compañía para enfrentar la severa crisis financiera de fines de 2008 y la mayor parte de 2009, y que en el caso del mercado bursátil implicó una drástica caída en el precio de los títulos accionarios. Así, si bien la utilidad en 2008 disminuyó, lo hizo sólo un 7,5% con respecto a 2007, y en 2009 fue superior a los \$ 15.500 millones, más de un 55% en relación al año anterior.

Las transacciones por intermediación, entretanto, también se encuentran adecuadamente calzadas. Asimismo, los deudores por este concepto corresponden, principalmente, a otras instituciones de corretaje, la gran mayoría con prestigio y trayectoria en el mercado. Adicionalmente, todas las corredoras de bolsa son entidades fiscalizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros y por la Bolsa de Comercio. Por otra parte, cabe destacar que los clientes de **LVCB** respaldan sus operaciones mediante la suscripción de un mandato mercantil, documento que facilita la exigibilidad de todas las garantías que se han entregado en los distintos tipos de transacciones.

⁵ Corresponde al desembolso monetario que hace LVCB al tomar posiciones por órdenes de terceros, generándose un crédito de hasta 48 horas.

⁶ Éstas corresponden a la contraparte de los Derechos por Operaciones a Futuro descritas anteriormente.

⁷ Corresponde a la entrada de flujos que tiene LVCB al liquidar posiciones por órdenes de terceros. El pago efectivo de las obligaciones se realiza dentro de las 48 horas siguientes a la fecha de liquidación.

En términos de efectos patrimoniales, los activos y pasivos correspondientes a las cuentas de derechos y obligaciones por intermediación y otros contratos muestran un calce bastante adecuado, que no involucra de manera significativa el patrimonio de la sociedad. En términos netos, la diferencia entre las respectivas cuentas de activos y pasivos para estas operaciones muestran un resultado positivo (activos mayores a pasivos) correspondiente a un 1,2% del patrimonio, diferencia que si bien es menor que el 5,8% de diciembre de 2008, sigue siendo positiva. Incluso si se consideran los montos brutos para un tipo de operación en particular, la pérdida máxima a la que se vería expuesta la empresa es de 1,7% del patrimonio, para el caso de los compromisos de venta.

Calce de activos y pasivos				
Identificación Partida	Monto Activos (M\$)	Monto Pasivos (M\$)	Monto (M\$) Descalce	Proporción del Patrimonio
Compromisos de compra	41.008.096	41.819.717	-811.621	-1,7%
Compromisos de venta	982.876	993.585	-10.709	0,0%
Contratos a futuro	0	0	0	0,0%
Otras operaciones a futuro	55.831.503	55.914.227	-82.724	-0,2%
Contratos underwriting	0	0	0	0,0%
Intermediación	98.305.187	96.851.612	1.453.575	3,1%
Sub-Total Neto	196.127.662	195.579.141	548.521	1,2%

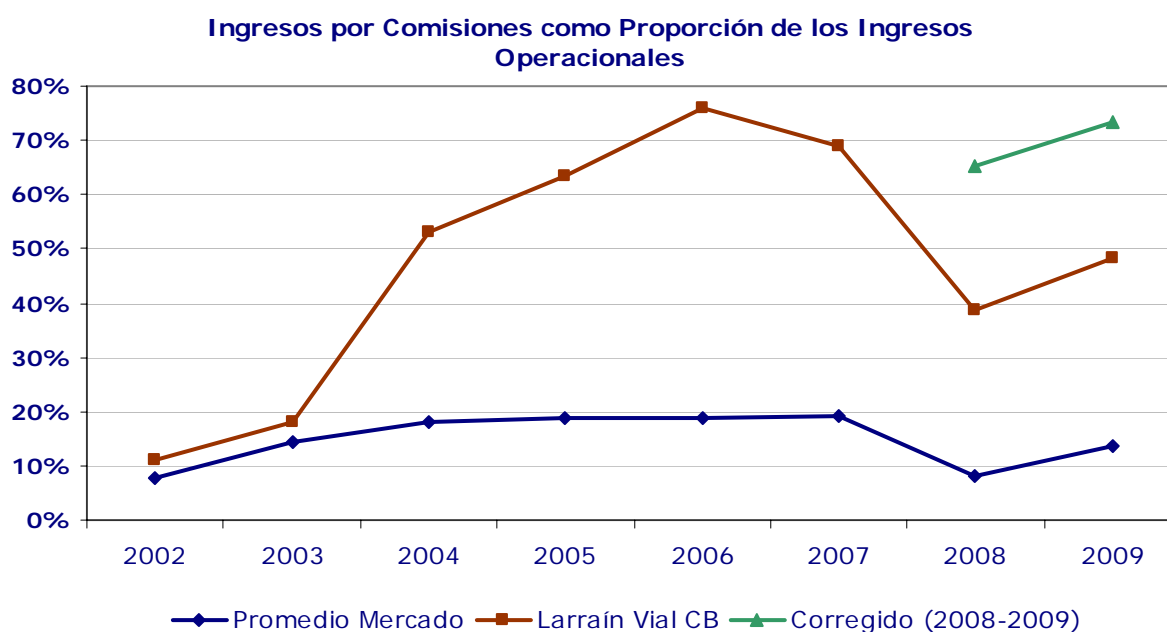
Estructura de Resultados

Durante los últimos años **LVCB** ha presentado un importante crecimiento en sus resultados, incrementándolos de manera real en cuatro de los últimos cinco períodos anuales. Bajo el turbulento escenario económico de 2008 y 2009, la empresa experimentó una caída de la utilidad final de 7,5%, resultando bastante suave dado el escenario de fuerte contracción visto ese año (lo que valida su estrategia basada, principalmente, en la generación de ingresos por comisiones). Por el contrario, el 2009 **LVCB** alcanzó los mejores resultados de su historia, con \$ 15.500 millones, 55,2% más que en 2008.

Buena parte del mayor resultado obtenido durante 2009 se explica por el mejoramiento de las condiciones económicas durante el año, lo que estimuló la toma de riesgos por parte del mercado, en particular en acciones, situación en la que colaboraron los bajos precios que alcanzaban muchos títulos de renta variable en relación a sus máximos históricos a inicios de 2009, aumentando así el volumen de transacciones realizadas por los clientes, e incrementándose con ello tanto los ingresos como el resultado final. También influyó en esta mejora el trabajo por mantener los clientes tradicionales con que opera la empresa, en particular los institucionales, la ampliación de la base de clientes, y por una oferta diversificada de productos ofrecidos por el holding.

Este crecimiento ha sido acompañado de una estructura de ingresos más intensiva en el cobro de comisiones (que representan ingresos menos riesgosos), lo cual, junto con fortalecer los márgenes del negocio, ha conllevado comparativamente a una baja importancia relativa de los ingresos por administración de cartera propia (más riesgosos) y, por ende, a una menor exposición a las fluctuaciones en el precio de los activos financieros.

A continuación se muestra la evolución de las comisiones como proporción de los ingresos operacionales de **LVCB**, y su comparación con el promedio de todas las corredoras de bolsa:

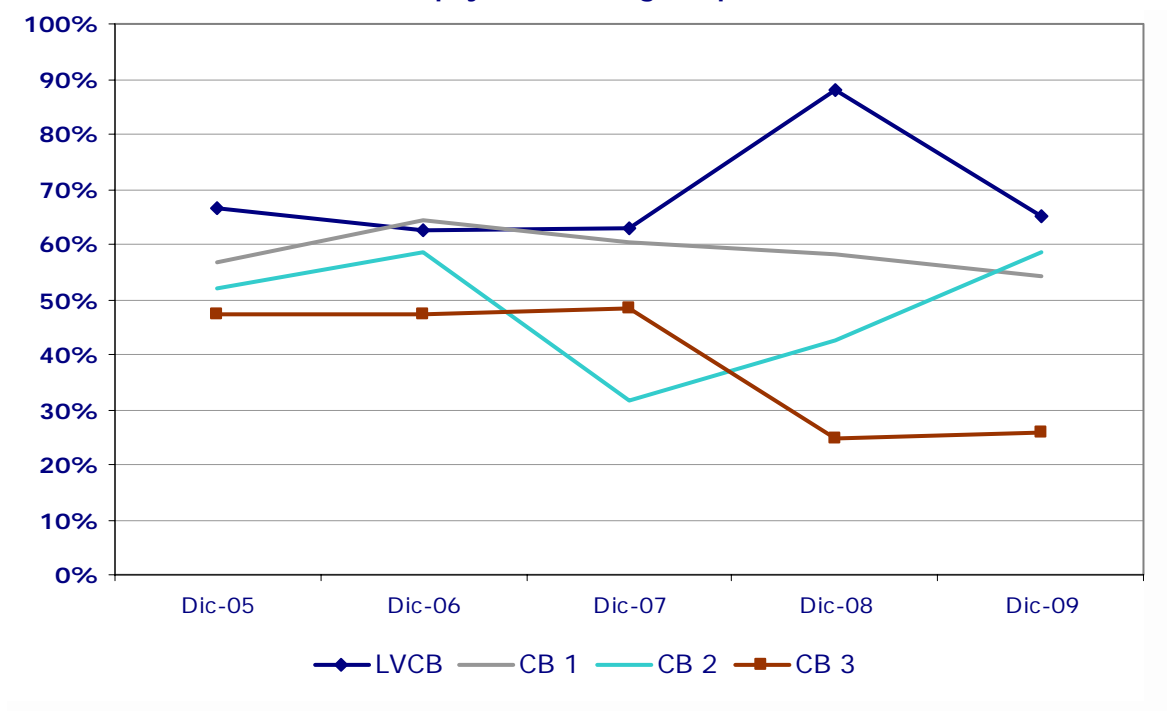


Como se aprecia, la proporción de las comisiones en el total de ingresos operacionales de la empresa ha sido históricamente mayor que la del mercado, promediando 59,1% en los últimos cinco años. Incluso, la proporción es mayor que la que se muestra para los dos últimos períodos, puesto que el ítem “otros ingresos operacionales” cobra alta importancia en la operación en tal período, correspondiendo cerca de un 94% de ellos a comisiones por fondos mutuos y por cambios internacionales y a otras comisiones. Con la consideración anterior, los ingresos por comisiones suben hasta un 65,4% y 73,4% de los ingresos totales en 2008 y 2009, respectivamente.

En cuanto al resultado no operacional, en 2009 disminuyó un 34%, a \$ 6.365 millones, explicado casi completamente por las menores utilidades por inversiones permanentes, que representan habitualmente una alta proporción de este resultado.

En términos de eficiencia, durante 2009 la relación de gastos⁸ sobre margen operacional volvió a niveles más en línea con los históricos, alcanzando un 65,1% del margen, contra un 88,1% en 2008. Aun así, la relación es mayor que la de otras tres corredoras que desarrollan la misma actividad⁹ y en condiciones similares a la empresa, y levemente por sobre el 63,4% de promedio del total de corredoras operando en Chile.

Gastos de Apoyo sobre Margen Operacional



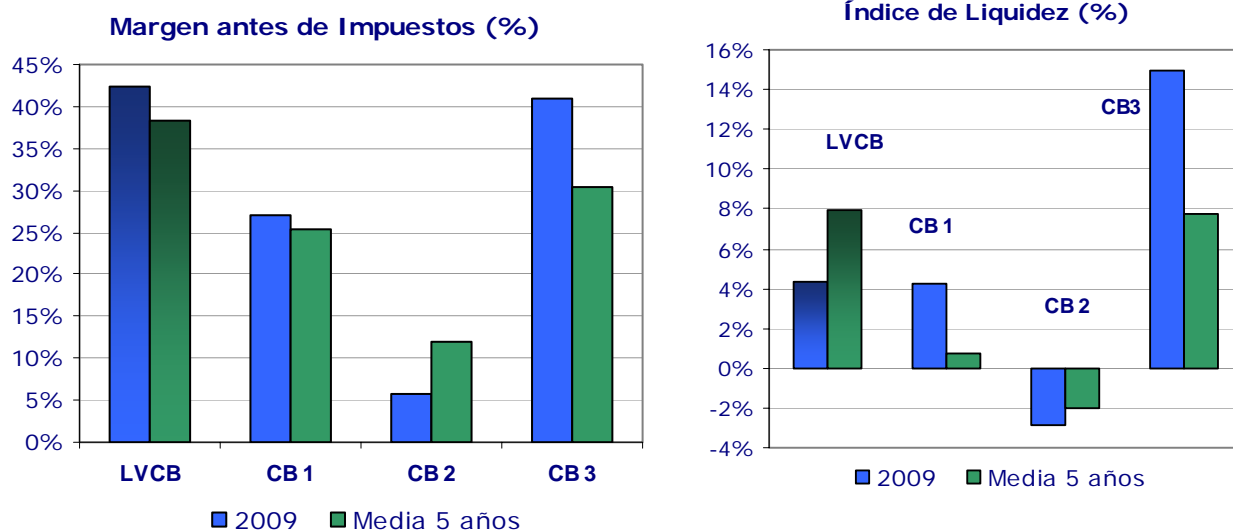
⁸ Gastos de Administración y ventas más Otros Gastos Operacionales

⁹ Identificadas como “CB1”, “CB2” y “CB3”.

Estructura de Resultados

Durante los últimos años **LVCB** ha presentado una adecuada administración del riesgo financiero: lo que ha implicado alcanzar apropiados índices de fortaleza y estabilidad de sus ganancias, de liquidez, y de adecuación de capital. Además, la alta flexibilidad de sus gastos –dado lo relevante del componente variable en ellos– facilita la obtención de resultados positivos, aun bajo escenarios de menor dinamismo de la industria, como se observó durante 2008. Es así como, pese al aumento de la competencia, sobre todo durante los últimos años, ha mostrado un sostenido liderazgo, ha mantenido sus altos márgenes y no ha resentido su riesgo.

A continuación se presentan varios indicadores financieros¹⁰ relevantes para la industria a la que pertenece **LVCB**, comparándola con las mismas tres corredoras anteriormente indicadas. A través de los siguientes gráficos (ver nota 11 con las ecuaciones de cada cálculo) se podrá observar el adecuado comportamiento financiero que a diciembre de 2009 presentaba **LVCB**.

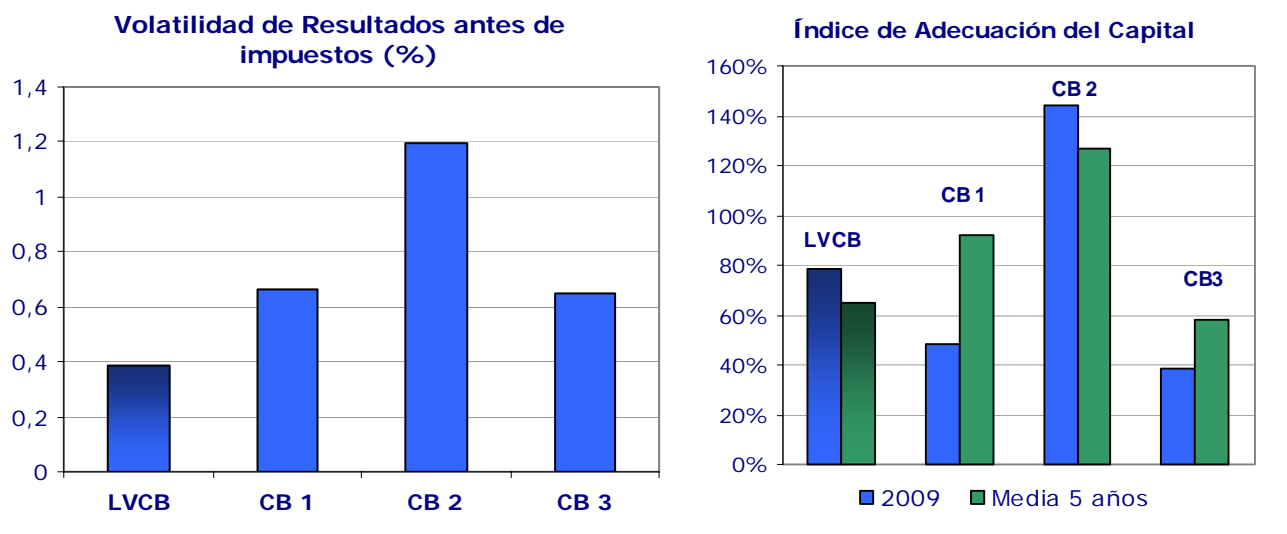


¹⁰ **Margen Antes de Impuestos:** Promedio ponderado de Resultados Antes de Impuestos sobre Ingresos Operacionales de los últimos 3 años móviles (60% el año 2009, 20% el año 2008 y 20% el año 2007).

Volatilidad de Resultados: Coeficiente de Variación (desviación estándar sobre promedio) de los Resultados Antes de Impuestos de los últimos 12 trimestres.

Índice de Liquidez: $((\text{Capital} + \text{Pasivos de Largo Plazo} - \text{Activos Ilíquidos}) / (\text{Activos Líquidos}))$

Índice de Adecuación de Capital: $(\text{Activos Ilíquidos Riesgosos} / \text{Patrimonio})$. Se hace el supuesto de que los pares tienen las mismas políticas de riesgo que LVCB.



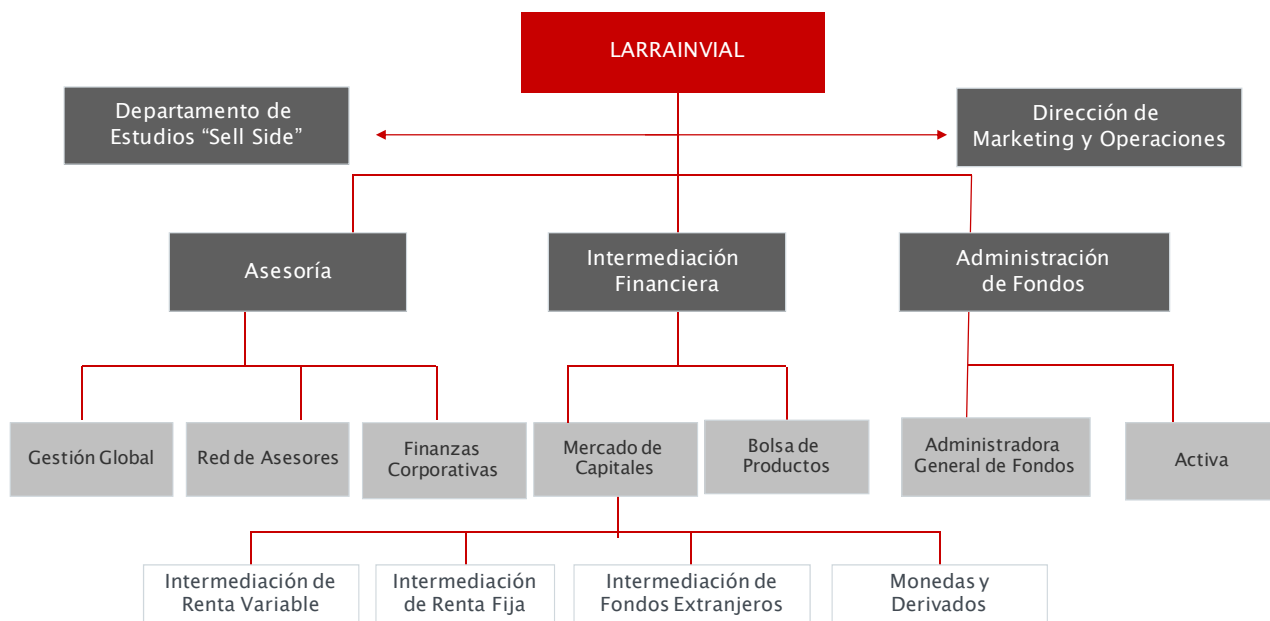
En cuanto al margen promedio de la compañía frente a sus ingresos, **LVCB** mantiene una relación superior al 40%, y un promedio en cinco años de 38%, lo que se compara positivamente frente al mismo *ratio* exhibido por sus pares.

Respecto a la liquidez de la corredora, a diciembre de 2009 se observa un deterioro puntual del indicador (que no se apreciaba en septiembre, cuando estaba en torno al 11%), llegando a un 4,3%, aunque el promedio en cinco años muestra que ha mantenido un mejor índice (8%) que sus pares, lo que se debe a que mantiene una cartera de activos conservadora, con una baja participación de instrumentos de renta variable, y por la mayor proporción de garantías que reciben por sus instrumentos con pactos.

En relación a la volatilidad de los resultados de la compañía, se observa que **LVCB** posee la mayor estabilidad de los mismos, asociado a un menor resultado obtenido a través del *trading* en cartera propia (más expuesta a vaivenes económicos) en comparación a sus pares. Este mismo concepto explica el bajo índice de adecuación de capital que posee la corredora con respecto a su competencia.

Anexo 1

“Organigrama LV S.A. Corredora de Bolsa”



El área Red de Asesores Financieros, fundada en 1934, es el área más antigua de LV. A través de esta área, **LVCB** ofrece a las personas una asesoría de excelencia y una amplia variedad de productos de ahorro e inversión. Cuenta con un equipo de más de 100 asesores financieros que monitorean las carteras en forma permanente. Esta área ofrece las mejores alternativas de inversión en el mercado local y extranjero. A los clientes se les da diariamente asesoría para la toma de decisiones de inversión.

Por medio del Área de Distribución Institucional, **LVCB** entrega servicios de asesoría y distribución de instrumentos de renta variable, renta fija y derivados en monedas a clientes institucionales nacionales y extranjeros, tanto en el mercado local como internacional. Cabe mencionar, que durante el año 2006, **LVCB** logró consolidarse como uno de los distribuidores más importantes en inversiones internacionales para instituciones en Latinoamérica, con presencia en Chile, Perú y Colombia

A través del área de Finanzas Corporativas, la cuál fue formalizada el año 1992, **LVCB** ofrece a sus clientes – Empresas locales y extranjeras– asesoría en la estructuración y colocación de emisiones de acciones y de instrumentos de renta fija, así como en fusiones, adquisiciones, ventas de empresas y de activos, colocaciones privadas de capital y valorizaciones económicas independientes.

El área Gestión Global, que remonta sus orígenes a 1994, permite a **LVCB** satisfacer las necesidades de sus clientes de alto patrimonio –familias, fundaciones, instituciones o personas naturales–, quienes requieren altos estándares de asesoría, información financiera fidedigna actualizada y la más amplia arquitectura de productos y servicios para contar así con un único asesor de inversión a nivel local e internacional.

LVCB, junto con Larraín Vial Administradora General de Fondos S.A. y Larraín Vial Corredores de Bolsa de Productos S.A., forma parte del *holding* Larraín Vial S.A. y, al igual que las otras entidades que conforman el grupo, tiene el respaldo del Departamento de Estudios, que depende directamente de la matriz. Este departamento remonta sus orígenes al año 1958 orientando sus actividades a proyecciones económicas, valorizaciones de empresas y opiniones macroeconómicas, entre otras; todo lo cual ha contribuido a posicionar el nombre de “Larraín Vial” dentro del mercado de valores chilenos.

“La opinión de las entidades clasificadoras no constituye en ningún caso una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información que éste ha hecho pública o ha remitido a la Superintendencia de Valores y Seguros y en aquella que ha sido aportada voluntariamente por el emisor, no siendo responsabilidad de la firma evaluadora la verificación de la autenticidad de la misma”