

**"COMISIÓN ESPECIAL INVESTIGADORA DE LOS ACTOS  
DE LOS ÓRGANOS DE LA ADMINISTRACIÓN  
ENCARGADOS DE FISCALIZAR LOS CASINOS DE JUEGO,  
PARTICULARMENTE RESPECTO DEL ESTADO DE  
INSOLVENCIA DEL GRUPO ENJOY Y EL DAÑO A FINANZAS  
REGIONALES Y MUNICIPALES"  
(CEI-49)**

368ª LEGISLATURA

**Acta de la sesión 7ª, ordinaria, telemática, celebrada en martes 14 de julio de 2020.**

**SUMARIO.**

En cumplimiento del Mandato, se recibe al académico de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile señor José Olivares.

**- Se abre la sesión a las 09:00 horas.**

**ASISTENCIA**

Preside el diputado señor Rodrigo González.

Asistieron la diputada señora Marisela Santibáñez y los diputados señores Juan Fuenzalida, Luis Rocafull, Víctor Torres y Renzo Trisotti.

Concurre como invitado el académico de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile señor José Olivares.

Actúa como Secretario el abogado señor Mario Rebolledo Coddou y como abogado ayudante el señor Mauricio Vicencio Bustamante.

NOTA: La totalidad de las diputadas, diputados, invitados, así como la Secretaría de la Comisión, participaron por la vía telemática, a través de la plataforma zoom durante la presente sesión.

## **CUENTA**

Comunicación del señor Francisco Leiva Vega, ex Superintendente de Casinos, mediante el cual solicita audiencia a esta Comisión, en relación a poner en operación el marco institucional creado por la Ley N° 19.995, lo que significó otorgar los permisos de la nueva industria de casinos de juego. INVITESELE A UNA PRÓXIMA SESIÓN.

## **ACUERDOS**

Celebrar una sesión especial el viernes 17 de julio próximo, de 09:00 a 11:30 horas, a objeto de continuar escuchando la exposición del señor José Olivares e invitar al ex Superintendente de Casinos de Juego, señor Francisco Leiva.

## **ORDEN DEL DÍA**

***En cumplimiento del Mandato, se recibe al académico de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile señor José Olivares.***

El desarrollo en extenso del debate se encuentra en el archivo de audio digital, según lo dispuesto en el inciso primero del artículo 256 del Reglamento de la Cámara de Diputados y en el acta taquigráfica que se adjunta al final de este documento.

El video de la sesión completa se encuentra disponible en la siguiente dirección:

[http://www.democraciaenvivo.cl/player.aspx?id=2823&name=PROG\\_C016363.mp4](http://www.democraciaenvivo.cl/player.aspx?id=2823&name=PROG_C016363.mp4)

**- Se levanta la sesión a las 10:04 horas**



**MARIO REBOLLEDO CODDOU,**  
Secretario de la Comisión.

**COMISIÓN ESPECIAL INVESTIGADORA DE LOS ACTOS DE LOS  
ÓRGANOS DE LA ADMINISTRACIÓN ENCARGADOS DE FISCALIZAR LOS  
CASINOS DE JUEGO, PARTICULARMENTE RESPECTO DEL ESTADO DE  
INSOLVENCIA DEL GRUPO ENJOY Y EL DAÑO A FINANZAS  
REGIONALES Y MUNICIPALES**

**(SESIÓN VÍA TELEMÁTICA)**

Sesión 7ª, celebrada, vía telemática, en martes 14 de julio de 2020, de 09:00 a 10:04 horas.

*-Los puntos suspensivos [...] corresponden a interrupciones o al mal audio en la transmisión telemática.*

Preside el diputado señor Rodrigo González.

Asistieron la diputada señora Marisela Santibáñez y los diputados señores Juan Fuenzalida, Luis Rocafull, Víctor Torres y Renzo Trisotti.

Participó, en calidad de invitado, el académico de la Facultad de Economía y Negocios de la Universidad de Chile señor José Olivares.

**TEXTO DEL DEBATE**

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- En el nombre de Dios y de la Patria, se abre la sesión.

El acta de la sesión 5ª se declara aprobada.

El acta de la sesión 6ª queda a disposición de las señoras diputadas y de los señores diputados.

El señor Secretario dará lectura a la cuenta.

*-El señor **REBOLLEDO** (Secretario) da lectura a la Cuenta.*

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- Me parece importante que el exsuperintendente de Casinos de Juego, señor Francisco Javier Leiva, esté con nosotros dada su experiencia en el tema y porque, además, inició este proceso.

Solicito el acuerdo de la comisión para invitarlo en una fecha próxima y así contrastar la visión que él tiene con lo que nos ha expresado la Superintendencia de Casinos de Juego y así tener una visión completa de la

función fiscalizadora de los órganos del Estado en esta materia.

¿Habría acuerdo?

**Acordado.**

En nombre de la Comisión, doy la bienvenida al profesor don José Olivares, a quien agradezco su concurrencia, a pesar de que lo invitamos con un tiempo bastante apremiante.

Profesor, usted ha realizado una investigación junto con el profesor Juan Pizarro, a quien también invitamos, pero no sabemos si va a alcanzar a concurrir.

El señor **OLIVARES**.- No va a alcanzar a llegar.

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- Profesor Olivares, le ofrezco la palabra para que nos hable sobre la investigación, de dónde surge, y los antecedentes sobre los estudios que hicieron en la Facultad de Negocios de la Universidad de Chile.

El señor **OLIVARES**.- Señor Presidente, muy gentil por la invitación. Es parte de mi rol participar y contribuir en algo a la discusión. Lo que uno hace desde la universidad es fomentar la discusión y el análisis de las cosas.

Básicamente, esto surge a raíz del impacto que generó una de las primeras empresas en reestructurarse desde el punto de vista de una reorganización luego de una insolvencia financiera que se produjo en ella.

Lo que hicimos fue estudiar la compañía a través del tiempo. En ese proceso del tiempo la información básica fue estudiar los estados financieros de la compañía, y dimensionar qué estaba pasando con ella y qué ocurrió desde sus inicios.

Para eso, nosotros partimos con la información pública, que la presenta la misma compañía. A partir de 2011, se bajaron sus estados financieros, hasta llegar a 2019, y sin agregarle mucho al tema de 2020, en el primer semestre, que fue cuando plantearon la reorganización.

Lo que hicimos, a continuación, fue ver la evolución de la empresa en el tiempo y, sobre ese principio, empezamos a coleccionar cuál era su situación financiera.

Si me permite, voy a presentar unas imágenes para ir mostrando las razones.

La idea fue analizar la compañía, para el público en general. Hubo bastante audiencia -salió publicado hasta en el diario La Tercera-, hubo mucha gente; gerentes de

algunos casinos también estuvieron presentes, y la idea fue explicar qué había pasado con la compañía y cómo salió en este contexto; en general, ¿qué ha pasado con los casinos de Enjoy?

Entonces, arrancamos con lo que salió en la información pública, a partir del 23 de abril, cuando la empresa se reorganiza para plantearse la idea de que es incapaz de cumplir con los compromisos financieros desde esa fecha.

Se explica lo que es la reorganización, que ustedes conocen, que es básicamente un mecanismo para la compañía de plantearle a los acreedores su incapacidad de pago. Eso, como concepto.

Las razones que se decretan de este cierre obedecen a si hay un covid-19 de por medio, que partió desde el 16 de marzo, producto de un dictamen de la Superintendencia de Casinos, que obliga a cerrar los casinos de la compañía entre el 16 y el 20, lo que genera un efecto en la caída de las ventas y flujo de cajas.

Sin embargo, nosotros fuimos un poco más atrás, para ver si, efectivamente, ese proceso era el detonante para la compañía. Eso fue lo que quisimos hacer; quisimos estudiarlo. Y en este proceso la pregunta es si el covid-19 es responsable en el caso de Enjoy o Enjoy ya venía con problemas financieros. Esta fue la pregunta que nos hicimos.

Siempre, desde el punto de vista de la universidad, uno se plantea una hipótesis y esta es la que quisimos validar o no; es decir, si a la compañía le va bien y, entonces, cierra le va mal. Lógico. La pregunta que nos hicimos es si la compañía venía bien o no.

O sea, lo que nosotros hicimos conceptualmente es una semejanza con el covid: si yo tengo hipertensión o diabetes y tomo alcohol, me da vueltas. La lógica era decir: ¡Bueno! ¿A a otros los da vuelta o no los da vuelta? No, a otros no los da vuelta. Entonces, ¿por qué? Es decir, en este problema de haber cerrado los casinos, uno se pregunta qué pasó con los otros casinos. Es como que separáramos el mundo en dos partes: los que están funcionando y los que dejan de funcionar.

Entonces, ¿cuál es la diferencia con el que deja de funcionar? ¿Tiene alguna preexistencia? Y eso es lo que analizamos conceptualmente. Ese fue todo el proceso.

Utilizamos la información pública, detectamos que hay un rompimiento de los *covenants*, los cuales son restricciones que imponen los mismos acreedores, en este caso los bonistas. La empresa, cuando emite bonos, emite deuda, se compromete a cumplir ciertos indicadores financieros, que es lo que está como cumplimiento, como un perfil bioquímico. ¡Mire! el colesterol no puede ser más de 200; entonces, los indicadores financieros de la compañía no pueden ser más de tal número, etcétera. No puede sobrepasarlo.

Eso la compañía sobrepasó ese número el primer semestre de 2019. O sea, esto es antes del estallido social, antes del covid-19, que fue lo que detectamos, y eso es información pública. Repito, utilizamos la información pública de la misma compañía, información que también está en la CMF (Comisión para el Mercado Financiero). La compañía ya manifiesta problemas financieros el primer trimestre de 2019, y esto es producto de flujos insuficientes.

A eso le gatillamos que tiene exceso de deudas frente a los flujos -ya voy a explicar qué quiere decir exceso de deudas frente a los flujos-, y, por otro lado, tiene un tercer elemento, en el sentido de que no tiene buenos resultados en unas inversiones que hizo la compañía. Esta es la misma declaración de la compañía: que hay deterioro en los casinos de Chiloé, de San Antonio y de Santiago. ¿Qué quiere decir esto? Que las inversiones realizadas no fueron buenas; o sea, el precio, sobre todo lo que pagó por Chiloé y por San Antonio, no se condice conceptualmente con lo que generaron esos casinos posteriormente.

Desde el punto de vista financiero contable, se reconoce un deterioro: "mire, si yo pagué cien por un casino y genera flujos de diez en el tiempo, entonces, ahora el casino me está generando cuatro; entonces, mi activo ya no vale cien, vale menos de cien". Y eso es lo que se hace: reconocer el deterioro desde el punto de vista financiero contable. O sea, lo que yo pagué no corresponde a lo que me genera. Esa es la relación básica.

La compañía tiene esos tres elementos, que ya se sabían con antelación, antes del covid-19 y del estallido social, como detonante de este problema.

Entonces, las empresas cuando caen y tienen problemas, no tienen problemas con las ventas, ni con las utilidades, sino que tienen problemas con el tercer elemento, que es el flujo de caja. Las empresas quiebran por flujos cajas, no por utilidades ni por ventas.

La empresa Enjoy tenía ventas, tenía pocas utilidades, pero no tenía caja y eso genera el problema de no poder pagarle a los acreedores.

Por tanto, eso es como el concepto claro de por qué uno puede juzgar, posteriormente, que no hizo buenas inversiones. A la luz de los deterioros que tiene la compañía, entramos a investigar por qué no hizo buenas o por qué hizo malas inversiones.

El principio básico de cualquier sociedad o empresa es invertir, inversión que se traduce en un activo y ese activo debe generar un flujo. Entonces, crecer un activo, que es el motor con el que las empresas se mueven, y en ventas es bueno sí y solo sí expresa una condición: que las inversiones de esos activos que estoy comprando renten algo más de mi costo oportunidad. En otras palabras, lo dice en forma más simple para la audiencia: el costo de la deuda. Y aquí viene un problema de la compañía, porque vamos a verlo en las cifras y les adelanto lo que viene. La compañía estaba complicada desde antes; desde 2017, venía complicada.

El mejor parámetro de cualquier deudor en la banca, cuando está complicado, es que la tasa de interés es más cara; o sea, si soy un cliente *Premium*, me pueden cobrar 0,5, o 0,4 por ciento por mes; si soy un poquito más arriesgado, 0,8 o 1.0 por ciento; pero si soy una persona complicada, me cobran 2 o 3 por ciento mensual.

A Enjoy le pasó exactamente eso. Desde el punto de vista financiero, esta compañía llegó a endeudarse a dólar más 10,5 por ciento; o sea, a la variación del dólar le cobraban 10,5 por ciento. Entonces, frente a esta sentencia que tengo estructurada en la lámina, si me endeudo 10,5 en dólares, entonces mis activos, por igualdad contable, tienen que generarme más de 10,5 por dólar, y eso no se dio.

Entonces, ante a la pregunta de si esto es pandemia o es estallido social. No. Esto viene de antes; viene de decisiones previamente tomadas por la compañía, sobre inversiones que no rentan el costo oportunidad. Esta es

la frase sagrada -después puedo enviar la presentación- y, para mí, es la esencia.

A raíz de eso, ocurre esta estructura de la compañía de activo-pasivo-patrimonio, que es como un balance, en forma resumida y concisa, para explicar cuál es el fenómeno que ocurrió con la compañía, lo cual uno empieza a analizar para ver qué fortalezas presenta en el tiempo.

Quiero partir con estos principios básicos, desde el punto de vista financiero. El 2012 la compañía tenía 337.000 millones de activos. ¿Cómo era la estructura de eso? Pasivos: deudores, banco, deudas de bonos, acreedores varios, 259. Patrimonio, 78.

Uno observa que en 2012 la compañía tiene un buen nivel de deuda. De los 300 que tiene de activo, 260 lo pusieron los acreedores, y los dueños pusieron poquitito. Pero en 2014 la figura cambia y hay un aporte de capital, hay un aumento de los pasivos, pero también de los activos, y este aumento de activos se llama Uruguay.

Por tanto, miro el año 2013, cuando la compañía compra en Uruguay, que es la sociedad de acciones Baluma S.A., que es la dueña del casino de Uruguay. Hoy esta sociedad, dentro de la reorganización que está haciendo la compañía, es el primer activo que va a vender. Están exigiendo los tenedores de bonos, los bonos internacionales que figuran ahí, que el primer activo del que va a desprenderse la compañía sea Uruguay.

Entonces, aquí está, porque la inversión importante que hizo la compañía fue Uruguay. Los activos saltan de 337.000 a 591.000, o sea, cerca de 600.000, casi el doble.

Entonces, si uno quiere dimensionar, y aquí un comentario, la compañía creció el doble en el extranjero.

Se fue a meter a Uruguay, la compañía hizo el aumento de capital, hizo el aumento de deuda y compró Uruguay. Y compró una parte de Uruguay, el 45 por ciento.

Paso al año 2017, y a la compañía le ocurre un fenómeno, mirando las cifras -con esto doy una gráfica general de qué le ha pasado a esta compañía-, los activos bajan, que no es lo usual. En una compañía no es usual, es asintomático que los activos bajen.

La deuda casi se mantiene constante, pero baja el patrimonio, y el patrimonio baja producto de las pérdidas



que ella genera. Entonces, ya en 2017 uno vislumbraba que la compañía tenía problemas.

Uno observa que en 2014 hizo una inversión grande, importante, que es el doble de lo que tenía, y posteriormente esos resultados no se plasman en buenas utilidades para la compañía, y prueba de ello es que el patrimonio cae de 152 a 75; o sea, lo que les pertenece a los accionistas cae, y eso implica que el *leverage*, que es una condición de los acreedores para seguir financiando a la compañía, se desploma.

Por lo general, el indicador deuda-patrimonio en el mercado financiero más de 3 no le gusta; no funciona más de 3.

De hecho, Cencosud tuvo bajas en la evaluación de créditos y deuda financiera dos años y medio atrás, en 2017, y justamente fue porque este indicador se disparó en alrededor de 4.

Entonces, es comparable con el perfil bioquímico, como el colesterol, este colesterol que indica que tengo 300, por lo tanto, tengo un problema. Le hablo en la jerga suya, señor González. Eso es lo que tengo ahí.

Entonces, este número tiene que ser idealmente menos de 3, y esta compañía sobrepasó los 6, y eso le trae problemas para los acreedores.

Entonces, ya vino el 2017 de deuda para los acreedores, pero desde 2014 viene con problemas. Se manifiesta en 2017.

¿Y qué hace la compañía para subsanar el problema? ¿Qué ocurre en 2019? Hace un aumento de capital, pero este aumento de capital es más o menos también.

Cuando la compañía emite, se endeuda con un fondo de inversión extranjero. Los fondos de inversión americanos tienen distintas categorías, y ellos compran activos de riesgo normal y de riesgo alto.

Estos fondos de inversión, que se llaman fondos buitres, tienden a comprar compañías que tienen endeudamiento, que están complicadas, las compran baratas y tratan de sacarlas adelante.

Por lo tanto, la persona que invirtió en esta compañía le pidió una tasa cara, porque la compañía era de alto riesgo. O sea, ese es el primer indicador, desde el punto de vista financiero, de que la compañía estaba complicada: diez y medio por ciento.

Señor Presidente, para que tengan una referencia, hoy empresas como Copec, como CMPC, que acaba de emitir un bono hace un par de meses; Falabella, que también emitió un bono, se endeudan a dólar más 2, dólar más 1.8, y esta compañía llegó en su minuto a dólar más 10 y medio; o sea, ocho a nueve veces la tasa que pagan normal, y eso que es una compañía que estaba en bolsa, o sea, estaba dentro del IPSA. Tenía información, flujo, análisis, todo para ser observada.

Entonces, hay un aumento de capital de la compañía de 75, que pasa a 150, el doble, pero básicamente por capitalización de deuda. O sea, el acreedor que le prestó plata, este fondo americano, parte siendo acreedor y termina siendo accionista, porque la compañía tiene un problema de *leverage*. El problema del *leverage*, para quienes no manejan el concepto, si se vulnera este *covenant* o esta restricción, faculta a los acreedores a exigir la totalidad de la deuda ahora; o sea, a iniciar una cláusula de aceleración.

Si sobrepaso este indicador, los 447 conceptualmente vencen hoy día. Ese es el concepto del *covenant*. Por lo tanto, la compañía tiene que entrar a negociar con los acreedores. O sea, esa es materia pública también, porque como los tenedores son "públicos", cualquier conversación que yo haga es "pública", se divulga en los diarios, la tiene la CMF, y la misma compañía la divulga en el portal web de ellos. Entonces, en 2017 ya tengo la información.

El desplome accionario es una segunda evidencia de lo que le ocurre a la compañía. El precio de la acción de Latam se desplomó. Si miramos la compañía americana Chesapeake, una compañía de energía, cayó 99 por ciento en un año. Ahora entró *Chapter 11* a la organización americana, porque el precio ya lo indica.

En esta gráfica observo la línea negra como la línea del mercado, pero la línea roja me indica que a Enjoy le ha ido peor. Por lo tanto, el resumen de esta gráfica está ilustrando el precio de la acción y el covid-19, que le pongo yo.

Entonces, ¿es la covid-19 la causante o no del problema de la compañía?

Vemos que en enero de 2019 el precio de la acción era de 52, y en septiembre, 35. O sea, estamos hablando de una caída brusca de un 30 a 40 por ciento, lo cual es

muchísimo en los mercados financieros. Entonces, claramente eso denota que tiene un problema la compañía.

Por tanto, esto se arrastra con la ruptura de los *covenant*, con los endeudamientos o límites que tiene la compañía en el primer trimestre, y eso se manifiesta posteriormente en el precio de la acción de la compañía, y claramente en febrero, antes del covid-19, porque esto termina el 14. Aquí no hay covid-19.

Entonces, ¿el precio de la acción tiene una relación con la covid-19? La respuesta es no.

O sea, lo que pasó hoy, que el precio de la acción vale cinco pesos, es otra cosa. Pero la acción durante el año se desplomó. Si miramos los últimos doce meses, se desplomó en más del 70 por ciento, y eso es básicamente por la estructura financiera que está llevando la compañía.

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- ¿Ese precio de la acción, que bajó en febrero a 14.3, es producto del estallido?

El señor **OLIVARES**.- No. O sea, el estallido está. Por eso separo las fechas en la lámina. El estallido lo tendría en diciembre de 2019, por eso pinté de negro septiembre, porque en septiembre no tengo nada. Esto es al 30 de septiembre. Al 30 de septiembre de 2019 no tengo ningún *shock* externo, ni estallido social ni covid-19 sobre la compañía.

Si uno mira los competidores de Enjoy -vamos a ver más adelante los números-, que son Sun Dreams y Marina del Sol, a ellos les va bien, tienen mejores resultados; ellos funcionan en teoría. No tienen problemas.

Entonces, si veo la compañía, en septiembre no hay nada, y la acción valía 52 al inicio del año y después cae a 35.

Entonces, ¿por qué cae la acción? ¿Es que cayó todo el sistema financiero? No.

Si observan la línea en rojo, es Enjoy, y cae mucho más que el mercado financiero. O sea, hay algo más.

Para decirlo en otras palabras, la brecha que existe entre la línea roja y la línea negra corresponde sola y exclusivamente al problema de Enjoy.

No se trata de un problema de mercado. No es si estaba bien Estados Unidos, si había no sé qué. No tiene nada que ver aquí. Entonces, la caída del precio de la acción

de 52 a 35 es una manifestación clara de que es un problema de la compañía.

Ahora, sus competidores, Sun Dreams y Marina del Sol, no tienen este problema.

Si uno mira los números, a ellos les va bien.

Eso es como el concepto.

Ahora, si ustedes observan en esta misma gráfica, en esta misma tapita que está revelada por la compañía a marzo, antes de manifestarse la reorganización, publica esta información, en la que nos dice: tengo una deuda de 384 mil millones, de la cual, la mitad, está en dólares.

¡Emiten deudas en dólares! En la gráfica que está abajo, pueden observar la evolución del dólar, y con esa deuda, que es la mitad de la deuda de la compañía, la deuda financiera y que la mitad está en dólares, solo porque el tipo de cambio se mueve de los 700 pesos a los 800 pesos, ya la compañía se enredó. Es decir, la mitad de la deuda está en dólares, pero con un tipo de cambio que se dispara en forma violenta.

Entonces, el dólar se dispara; como consecuencia, la deuda sube y, por ende, los gastos financieros suben, estando [...] la compañía. Por otro lado, el peso de la acción cae, porque tiene problemas de pago. Es como la tormenta perfecta para la compañía.

Después, ellos revelan el perfil de deuda. Miren, por favor (muestra diapositiva). Esta es una presentación pública de la compañía: estructura de los bonos en dólares, en color en gris; los bonos en UF, en color naranja, y los otros, que están en pesos, chiquititos, casi no existen. Y el grueso importante de la deuda cae el 2022 y está en dólares. O sea, esta compañía, lo que llamamos en jerga financiera, hace la bicicleta. Si la gente está endeudada, la clase media está endeudada, esta empresa también está endeudada, y si la gente pide plata en una tarjeta para pagar otra tarjeta, esta empresa hace lo mismo.

¿Por qué hace lo mismo? Conceptualmente, porque para el 2022 tiene una tremenda deuda de 165 mil millones y la empresa no tiene ninguna forma de pagarlo. Entonces, lo que tiene que hacer la compañía es emitir otro instrumento financiero, otro bono y lanzarlo al mercado; pero para emitir ese bono la compañía tiene que cumplir con los indicadores financieros.

Entonces uno podría presagiar, dada la estructura que tenía en los años 2018, 2019 y 2020, si antes del estallido social y antes de la pandemia ¿la compañía tenía problemas para pagar este bono? La respuesta es sí. O sea, el 2022 tenía un problema grande y la única forma de emitir un bono, una empresa riesgosa como esta, es tasa cara.

Y se viene la pregunta: ¿vamos a salir alguna vez? Esa fue la pregunta que nos hicimos. Si a esto agregamos que la deuda está en dólares y el resto en UF, y que la gente en los casinos juega en pesos y no en dólares, entonces tenemos un descuadre. Repito, la gente no juega en dólares, juega en pesos; entonces, tengo un descalce natural.

¿Podrá pagar Enjoy el 2020 y el 2022? Esa fue la pregunta que le vamos haciendo a la gente y la que vamos haciendo en la presentación. Por eso la reorganización. Esto quiere decir que la empresa no puede pagar lo que viene en el futuro. Y eso es lo que está haciendo hoy día. Esta información es pública y es histórica, viene de atrás.

El tema es cómo vemos esto.

La conclusión que sacamos es que ni octubre 2019 ni covid-19 fueron los gatillantes. Esto viene de atrás. En la junta de tenedores de bonos del primer trimestre 2019 hubo un nuevo acuerdo de covenant. ¿Qué quiere decir? Que la empresa quebró, los vulneró, y para evitar que se acelerara la deuda llega a un acuerdo con los tenedores de bonos, para que no la ejecutaran. Estamos hablando del primer trimestre. Esa es información pública. Y cae el peso de la acción, posteriormente, que es la resultante de todo este nivel de endeudamiento que tiene la compañía.

¿Qué ocurre? Y aquí está el resumen, con el cuadrado que está abajo. Todo esto es información pública de la compañía y de los diarios. Conrad 1 y Conrad 2 son las inversiones en Uruguay. Conrad 1 compró el 45 por ciento de Uruguay y el Conrad 2 compró el 55 por ciento de Uruguay.

Desde el punto de vista de la métrica nuestra, de la métrica financiera, decimos que hay una mala rotación de activos. ¿Y qué quiere decir una mala rotación de activos? Es una mala relación de las ventas con los

activos. Quiere decir que estoy invirtiendo y el resultado de esa inversión no es lo que espero, no es lo que está dando. Eso se traduce, como dice aquí la resultante, malos resultados de rentabilidad sobre los activos, como está medido. Tengo el EBIT, que es el resultado operacional. La empresa tiene las ventas del casino Enjoy, del casino y del hotel, el costo de la comida, de la gente que trabaja, menos los gastos, y esto se denomina EBIT. Estos tres factores: las ventas, menos los costos de producción y los costos del servicio, léase la comida, la lavandería, etcétera, menos los gastos que tiene la compañía, me da ese EBIT. Entonces digo: lo que genero respecto de lo que invertí es malo. Soy bastante tajante. No es que sea débil o regular, no, es malo. Todo esto es información histórica.

Es tan así, y lo escribo aquí como resumen, la empresa emitió deuda a dólar +10,5 por ciento. Hoy día, con todos los problemas que tienen Falabella y los grandes, emiten deuda a dólar +1,7; a dólar +1,8 o a dólar +2 por ciento. En cambio, este estaba al 10,5 por ciento.

Pero, ¿los activos rentan a 10,5 por ciento? En otras palabras, por un lado, tomo deuda y la invierto en los activos de la compañía: compro en Uruguay. Ahora, lo que estoy generando con esos activos ¿me da para pagar mi deuda? Esa es la pregunta. Como tengo que llegar al 10,5, la pregunta es si los activos rentan ese 10,5. Históricamente, la compañía nunca rentó 10,5, sino que rentó menos de 6 por ciento. Entonces, viene la desconexión de lo que la compañía genera con lo que tiene que pagar a los operadores.

Las inversiones que hizo, ¿fueron buenas inversiones? La respuesta es: no fueron buenas inversiones, sino que fueron malas inversiones.

A eso se suma un tercer problema y es que el exceso de la deuda es pagado por la compra. Cuando la compañía compró Uruguay, que es Conrad Baluma, pagó un precio caro. La compañía pactó un precio con la *Caesars International*, que es la dueña de los casinos de Uruguay. Pactaron un precio y, posteriormente, la compañía cambió las condiciones del valor de los flujos del casino; pero Enjoy estuvo obligado a comprar a un precio caro. Y ese precio caro le costó 40 mil millones; o sea, hubo un exceso de pago, que quedó acordado, porque se dieron

ciertas condiciones que le infligió a la compañía una deuda de 40 mil millones, por el solo hecho de comprar el 45 por ciento del casino de Uruguay.

Ahora, para contextualizar los 40 de la compañía tienen como referencia los 500 que tiene de activos. O sea, en la pura transacción perdió el 10 por ciento de los activos. Se fue a pérdida. Ese recurso no genera nada, ya lo perdí, y tengo una deuda que está corriendo, tengo una tasa de interés que está corriendo, de pasada. Entonces, Baluma fue un muy mal negocio para la compañía.

A continuación, la compañía se lanza en un plan de inversión agresivo. Por eso coloco un signo de interrogación al diagrama, arriba (está exhibiendo diapositiva). La compañía quiere estar dentro de los top ten de los casinos, lo que, para mi gusto, revela un exceso de querer crecer y, para efectos prácticos, eso es deuda. Si quiero crecer de esa forma, si quiero ser top ten, tengo que poner plata en la mesa. Si no tengo la plata, la levanto, y eso es lo que hizo la compañía; por eso los niveles de pasivos -se consignan en el cuadrito chico- van subiendo. Pero al hacer eso, la compañía empezó en una espiral de empezar a comprar casinos, comprar casinos, comprar y comprar, ser el líder número uno de Chile en el ranking de participación de mercado de los casinos, compitiendo con Saint Louis, y compró casinos que no fueron buenos. La realidad es que Chiloé y San Antonio no son buenos casinos; Los Ángeles tampoco fue un buen casino. Empezó a comprar cosas chicas, que no generan, y a eso llamo yo "deterioro en Chile".

Como cuarto elemento, haciendo un resumen de esta compañía, el EBIT, que es resultado del negocio, es negativo.

Alguien podría advertirme: "profesor, usted me está diciendo que con las ventas que generan el casino y el hotel, menos los costos de la comida, menos los gastos de nutrición de la mucama, del crupier y de toda esa gente, ¿el resultado es negativo? La respuesta es: ¡sí!

Y de ahí, ¿le he pagado a los acreedores? No, porque el resultado es negativo. Entonces, ya tengo un problema.

Por otro lado, tengo un dólar, que se me disparó. Ahí está la tormenta perfecta de la compañía. Eso, como resumen.

Después, hablo de los casinos en general. Para tomarlo como referencia, los casinos, los hoteles y restaurantes son los más caídos, de acuerdo con el Fondo Monetario; reportan una caída de 30 por ciento, producto de la pandemia. Esto es solo por la pandemia solamente, pero Casino Enjoy ya había caído en más del 40 por ciento en 2019, sin pandemia.

Las cifras que aparecen acá, del Fondo Monetario Internacional, son del período enero-abril, cuando se empezó a manifestar la pandemia en Estados Unidos, y como sabemos, el impacto de aquello fue la caída del 30 por ciento en hoteles, restaurantes, casinos, etcétera. Por eso en este ítem hablo del 30 por ciento, o sea, esto es después; no es el caso de Enjoy, pero representa el contexto.

Ahora bien, ¿qué ha ocurrido en cada uno de los países? ¿Qué ha ocurrido con los casinos, en general? Voy a centrarme un poco más en Enjoy, de cómo están funcionando los casinos, por ejemplo, en Nevada; cuál es el proceso que han tenido; qué ha pasado con el precio de la acción, que también ha caído en los últimos tres meses. Esto es pandemia pura en Estados Unidos, si quieren verlo como tal.

Esto lo digo para explicarle a la gente qué ocurre en otros mercados, por ejemplo, MGM Resorts. Incluso, en la presentación aparecen los resultados de los casinos americanos, que les había ido bien, pero en este trimestre de pandemia, obviamente, mal.

Muchos reabrieron sus puertas el 4 de julio, pero los más importantes están en Macao, donde la tasa de ocupación también cayó. Por ejemplo, en los hoteles de cinco estrellas, en donde el nivel de ocupación era del ciento por ciento, ahora, producto de la pandemia, se va a casi cero. O sea, el efecto es en todo el mundo, que también alcanzó a los casinos y hoteles. Ellos reabrieron, pero volvamos a nuestro mundo.

En la siguiente diapositiva, podemos apreciar cómo está nuestro país que, en cuanto a casinos, hay tres grandes actores: Dreams, Enjoy y Marina del Sol. Ahora, si uno mira el mercado de casinos, como compañías, podrá ver que Sun Dreams sigue subiendo, Enjoy se mantiene -porque compró casinos "malos"- y Marina del Sol sube. Entonces, tengo como la cosa opuesta.



A pesar de que la industria baja -que es lo que muestra la imagen- en términos de ventas, a Sun Dreams y a Marina del Sol les va mejor que a Enjoy. Entonces, con esta información, tengo un elemento para discriminar si tengo que mirar o no la compañía. Eso es lo que debería mirar, entre comillas.

¿Cómo le ha ido? Mal respecto del resto; pero si además el mercado cayó, el resto subió. Entonces, claramente, hay algo raro, en el sentido de los números respecto de la compañía.

Acá pueden apreciar una información histórica del período 2012-2013. Ha sido tendencia negativa el Enjoy por incumplimiento de *covenants*; o sea, por decirlo en otras palabras, es una compañía que tiene Dicom, dicho en la jerga financiera popular, gente común y silvestre. Está en Dicom, sale de Dicom; vuelve a Dicom, sale de Dicom; entra a Dicom, sale de Dicom. Eso es lo que tengo aquí.

En este cuadro resumen, podemos apreciar la conducta que ha tenido la gente cuando cae en Dicom que, anteriormente, antes de la pandemia, era por problemas financieros. Se rearma y vuelve a caer de nuevo. Entonces, ese es un carácter de la persona, la conducta que tiene cada persona.

Claramente, con estos recortes -desde octubre- se ha visto una tendencia negativa por incumplimiento de *covenants*. O sea, desde 2012, la compañía venía con un trastabilleo, con una caída.

Después Fitch -que es una clasificadora de riesgo- baja la clasificación de la compañía por deuda; evalúa los instrumentos de las acciones y los bonos para que el mercado, el público, pueda comprar los papeles. En el fondo, le está diciendo que cae la categoría. Posteriormente, recorta la clasificación por alto endeudamiento. En 2013, dice que está endeudada y se pega el salto para comprar Conrad, en Uruguay. Entonces, la compañía que ya estaba endeudada, se endeuda más en Uruguay. Por eso la respuesta es sí. Eso es lo que se está indicando ahí.

En cuanto al tema de control de casinos, en 2012 hay un acuerdo y se compra el 45 por ciento, en 140 millones de dólares.

Entonces, para levantar esta etapa, la compañía no va por el mercado accionario, sino que por el mercado de deuda, por las emisiones de bonos. ¡Ese el problema que tiene hoy! Pero, repito, viene gestándose este número raro de la compañía desde 2012-2013, en el sentido de que fue por producto de endeudamiento y la incapacidad de pago. Incluso, esto no lo digo yo, sino que los mismos clasificadores de riesgo de la época.

Acá pueden observar los números relevantes, para que ustedes tengan la sensación de qué está pasando con la compañía.

Este es un análisis que uno hace durante el período 2011- 2019. Tengo una buena cantidad de años para analizar el perfil y la conducta de la compañía en cuanto a qué es lo que ha hecho. Para eso me sirve esta gráfica.

Tengo el nivel de activos de la compañía, lo que está arriba en la línea naranja. ¿Qué podemos rescatar de este análisis?

La primera cosa es la relación 2011-2012, que se puede apreciar entre las líneas naranjas y azul; incluso, podemos ver que están en forma paralela. Esto se da más en finanzas, donde hay una rotación constante de activos.

¿Qué quiere decir? Por ejemplo, que si por cada 100 pesos de activos, se generan 70 pesos de venta. Tanto invierto, tanto vendo; después evalúo cuánto genero de resultado operacional y utilidad del ejercicio. Para eso me sirve esta relación.

Entonces, la compañía tenía una relación directa y esta brecha se mantiene. Compra en Uruguay -miren, por favor, qué ocurre aquí- y el activo sube, pero las ventas quedaron casi igual; o sea, no suben en la misma proporción.

¿Qué quiere decir esto? No lo quise graficar para no complicar a la compañía, pero esa relación se rompe. ¿Qué significa al final de cuentas? Que las ventas que está ganando con el negocio en Uruguay no se condicen con el nivel de inversión. Eso es lo que quiere decir.

Ahora bien, la compañía sigue invirtiendo, 500 mil, 600 mil millones, pero las ventas no tienen la misma tasa de crecimiento. Por lo tanto, si ustedes se fijan, la brecha se disparó, y eso no es bueno desde el punto de vista financiero. Estamos invirtiendo y lo que estamos recibiendo no cuadra con los términos de rentabilidad,

costo y oportunidad. Por favor, en este activo tengo deudas; o sea, ¿cómo financio el crecimiento de estos activos?

Entonces, tengo los activos, los pasivos y el patrimonio de la compañía. Activo es lo que tiene, pasivo es lo que le debo a terceros y el patrimonio son los accionistas, los dueños de la compañía.

Si uno observa los números, se puede ver que existe un aumento importante de activos en 2013, que es justamente lo que coincide en la gráfica.

¿Qué ocurre en 2013? Compra Uruguay y los activos pasan de 337 a 548. Es decir, creció en forma explosiva, 70 por ciento del crecimiento de los activos. Esto significa que Uruguay es un negocio muy importante en términos de inversión para la compañía.

¿Qué pasó? Lo compré con deuda, pues de 259 pasé a 400. ¿Pero cómo sé que lo compré con deuda? "Mire, usted de 79 de patrimonio pasó a 77." "Usted compró en Uruguay sin plata, con plata ajena."

Cuando uno invierte de esa forma está haciendo una apuesta. ¿Cuál es la apuesta? Que con plata ajena, no con la de los accionistas, me endeudo y apuesto. Es una apuesta que hace la compañía en el mismo giro a este activo, es decir, me tiene que rentar y generar lo suficiente para pagar la deuda, de lo contrario, voy a perder.

Repito, la compañía está haciendo una apuesta, pero los accionistas no pusieron plata para comprar la compañía, sino que solo una deuda y ahora solo queda cruzar los dedos para que les vaya bien. Eso fue lo que hicieron.

Posteriormente, en 2015, caen los activos porque la compañía tuvo problemas, pero las ventas se mantienen. Sin embargo, vuelve a comprar activos en 2017, como se aprecia acá. Sube el nivel de activos, más arriba que el año anterior, porque en 2017 compra Conrad 2, compra el 55 por ciento en Uruguay.

Si ustedes me preguntan: ¿en Chile la cosa caminaba? La respuesta es sí, caminaba. ¿Se metió en Uruguay para salvar la compañía? La respuesta es sí. O sea, se lanza con todo en una compra, pero las ventas se caen. Vuelvo a lo mismo, observen la gráfica. Está metiendo más plata en un negocio, que además tiene deudas y las ventas no suben, al contrario, bajan. A pesar de que tengo más

casinos, más participación, más actividad, más gente contratada, más crupier, pago una serie de cosas adicionales y, posteriormente, no me genera eso. Entonces, claramente los acreedores van a saltar ahí. Eso es lo que viene. Entonces, ya para el 2017 la compañía muestra lo que se viene a futuro, para mi gusto. Ahora esto, de vuelta, leyendo la información de 2017 en adelante.

Por lo tanto, observamos que la compañía crece con la compra de 574 o 522. Aquí, tuvo pérdidas la compañía. ¿Cómo que tuvo pérdidas? ¡Ah! Entonces, profesor, revisemos hacia atrás. Sí, porque usted tiene aquí los números. [...]

*-Los puntos suspensivos [...] corresponden a interrupciones o al mal sonido en la transmisión telemática.*

[...] ¡Ah! Mire, decimos 160, sí, y después tiene menos 111. Estos no son dividendos que se gana la compañía, sino que esto es pura pérdida.

Entonces, "a ver, para un poquitito". De 160 pasamos a 111 en patrimonio. ¡Ojo! 2016, 2017. Esto es netamente problema del giro del negocio. Por lo tanto, si uno empezara de nuevo a cavilar y a deducir qué está pasando con ese número que está abajo -el patrimonio sobre todo, por favor-, de 160 a 111, pierde plata en el negocio regular, pero además le estoy contando el 55 por ciento restante de Uruguay para completar el ciento por ciento. O sea, la "apretá" de caja que está pegando la compañía es importante. Entonces, dado ese apretón, ¿es capaz de salir? Y eso es lo que tenemos hoy día. O sea, si yo quisiera hacer un resumen o un sándwich de este proceso, la compañía entre el 2016 y el 2017 se complicó.

Bueno, veamos, sigamos viendo esta historia. 160 es el patrimonio de la compañía, baja a 111, o sea, bajó un tercio del patrimonio, pero, por favor, el 2018 baja a 74, o sea, bajó a la mitad hace 2 años, y para que baje el patrimonio en una compañía, la única forma es que pague dividendos y tenga pérdida acumulada, pérdida del ejercicio.

Posteriormente, vamos a ver cuáles son los resultados de la compañía. Por favor, si ustedes observan aquí, en la transparencia, arribita, tengo la deuda. Tengo 469 de

deuda, 470, y tengo 70 de patrimonio, entonces estoy más de 6 veces en *leverage*. La relación deuda patrimonio, recuerden, no debe ser más de 3. Esa es la norma, y el colesterol no es de más de 200. Ahí está. Esta compañía tiene 6 veces ya, de vuelta, desde el 2018. Entonces, ya nos caímos antes, y volvemos a caer de nuevo.

Entonces, siempre la compañía ha andado, como dijeron por ahí, en una cornisa, pisando 160, 111, y ¿qué hubo que hacer en 2019? La compañía, si no arregla su *leverage* en 2018 hubiese pedido la quiebra en 2018, porque esos números no son sostenibles. Aquí, ¿qué hay? Bueno, hubo aumento de capital. Este socio de afuera dijo: Ya, pongo la deuda, pongo el capital, pongo todo, y subió a 171, y con eso, la relación de 521 a 171 mejoró, pero igual quedó pasada en 3 justos, o sea, el aumento de capital fue solamente el necesario para que la compañía no se fuera de espaldas. Ahí está, porque los acreedores le pidieron en el primer trimestre de 2019, que ahí habían quebrado los *covenants*, las condiciones con las cuales les dieron la plata, y si no ponen la plata, no arregla el problema, ellos piden la quiebra. Esa es una postura de los *covenants*. Entonces, llegaron a acuerdo. ¿Qué quiere decir el acuerdo? Señores, no me ejecuten, yo pongo plata y arreglo los números, pero por favor tienes que llegar a 3 y llegó a 3, pero la pregunta viene de nuevo. ¿Podrá ser sostenible con 3 o no? Y, ahí, me voy a la gráfica del lado.

Entonces, en el lado tengo tres parámetros del estado de resultados. Lo que venden el casino y los hoteles, lo que gana directamente en el giro de este negocio propio, que se llama EBIT, y la utilidad final, después de pagar los gastos financieros, los impuestos, una serie de cosas, cuánto le queda en la última línea, pero para efectos de análisis, estimados, para mí lo relevante es el EBIT, la que está intermedia. Este número es gravitante porque con este número yo reparto y pago cosas, pago los impuestos, pago los gastos financieros, pago dividendos, tengo una espalda como negocio. Esa es la resultante. La venta es lo que vendo nomás, pero lo que me queda de todo eso es el EBIT. El EBIT está con celeste. La venta está con negritas. Claramente uno observa y dice: mire, el casino vende hartito, pero no gana

tanto, y si usted mira la relación de las barritas. Ya, pero yo quiero que la barra azul sea azul. O sea, en el sentido de que tenga números positivos, no números negativos.

La compañía empieza a hacer inversiones. Si uno empieza a mirar hace inversiones, ya compró Uruguay. En 2013, compra Uruguay la compañía; el EBIT casi se mantiene, sube y sube y después empieza a decaer y se empieza a achicar. Se achica, y eso quiere decir que el negocio no está dando y eso que las ventas van subiendo. Fíjense, por favor, las ventas suben y el resultado del negocio no sube, tiende a caer. Entonces, el negocio tiene un problema de gastos y de administración, no va acorde con los números acordes, y lo que está con verde es la utilidad del negocio. Entonces, si uno observa, antes, el casino Enjoy apenas se ven los números aquí, por la escala, 2011, 2012, se compra Uruguay, pareciera ser que suben las utilidades, pero no suben casi nada posteriormente, y en 2016 se desploma.

Respecto de lo que ustedes están estudiando, ¿esto era previsible o no lo era? Ya en 2016 tengo la deuda con el patrimonio arriba, ya tengo ese problema, y la prensa ya me está diciendo que tengo problemas. Eso es lo que me dice.

Ahora, al correr el tiempo nuevamente, 2016, 2017, desaparece de aquí la barrita verde, desaparece, no hay utilidades ya, y en 2018 tengo pérdidas nuevamente. ¿Por qué tengo pérdidas? Porque la diferencia entre la barra azul o celeste y la barra verde son los gastos financieros y los impuestos. Esas dos cifras me faltan. Al juntar esas dos barritas, la empresa tiene utilidades operacionales, pero lo que tiene es insuficiente para cubrir los gastos financieros y los impuestos. Es insuficiente, no le queda plata.

¿Qué pasa en 2019? Pasa exactamente lo mismo. Entonces, en esta retrospectiva, si uno quiere mirar la compañía, ya en 2016 viene con una espiral de caída en los resultados del negocio y adicionalmente en 2017 se mete en la segunda vuelta a Uruguay, se come la caja que tiene, y por eso estamos sentados hoy aquí, explicando lo que está acá.

¿Tienen dudas o consultas con respecto a lo que he explicado?

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- ¿Le falta mucho, señor Olivares?

El señor **OLIVARES** (académico de la Facultad de Economía de la Universidad de Chile).- Esta gráfica muestra lo esencial de la compañía y lo que está pasando, junto a lo que está abajo.

El señor **REBOLLEDO** (Secretario).- Señor Presidente, si me permite, me avisan de la Sala que ya debemos empezar a desconectarnos, porque quedan 2 minutos para el inicio del Zoom de la Sala.

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- ¿Podemos volver a la conversación?

El señor **REBOLLEDO** (Secretario).- Señor Presidente, sí, está funcionando.

El señor **ROCAFULL**.- Señor Presidente, tengo que ir a la Comisión de Pesca a las 10:15 horas.

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- Estamos complicados.

Señor Olivares, ¿podría usted venir a contestarnos algunas preguntas el viernes y combinar su intervención con otro invitado?

El señor **OLIVARES** (académico de la Facultad de Economía de la Universidad de Chile).- Ningún problema, señor Presidente.

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- Sí, porque podríamos invitar al señor Leiva, quien nos puede aportar mucho en el tema de la superintendencia.

¿Habría acuerdo para invitar para el próximo viernes al señor Olivares y al señor Leiva?

**Acordado.**

La Comisión sesionará de 09:00 a 11:00 horas.

El señor **OLIVARES** (académico de la Facultad de Economía de la Universidad de Chile).- Haré llegar el *powerpoint* a la Secretaría.

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- Sí, le pido que entregue todos los antecedentes y por si alguno de los diputados quiere hacerle una pregunta, por favor déjenos su correo, su teléfono. Incluso, ese día, si usted lo estima, para complementar su intervención podemos invitar también al señor Pizarro.

El señor **OLIVARES** (académico de la Facultad de Economía de la Universidad de Chile).- Bueno, es que a fin de cuentas es lo mismo.

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente).- Entonces, desde hoy al viernes le haremos algunas consultas para que venga preparado.

El señor **OLIVARES** (académico de la Facultad de Economía de la Universidad de Chile).- Señor Presidente, enviaré a Secretaría mi mail y la presentación, para que usted me haga las consultas que considere pertinentes.

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Presidente) [vía telemática].- El señor Rebolledo, Secretario de la Comisión, tomará contacto con usted para todos los efectos.

El señor **REBOLLEDO** (Secretario) [vía telemática].- Fue enviado el correo, señor Presidente.

El señor **OLIVARES** (vía telemática).- Muchas gracias.

El señor **GONZÁLEZ**, don Rodrigo (Vicepresidente) [vía telemática].- Señor Olivares, agradecemos su presentación.

Por haber cumplido con su objeto, se levanta la sesión.

*-Se levantó la sesión a las 10.04 horas.*

**ALEJANDRO ZAMORA RODRÍGUEZ,**

Redactor

Jefe Taquígrafos Comisiones.