

Caso adquisición y conflictos de interés entre grupo Angelini (Copec) y Carter Holt Harvey

Fernando Bravo Herrera

Resumen

En esta oportunidad abarcaremos el problema de conflictos de interés y teoría de agencia (Anexo 1) refiriéndonos en primer lugar al conflicto que surge cuando una empresa adquiere cierta participación en el patrimonio de una compañía, y quiere introducir directores para la toma de decisiones. Y el segundo punto menciona este problema desde el punto de vista del accionista mayoritario versus el accionista minoritario cuando una empresa emite nuevas acciones y ajusta el precio de emisión.

Este estudio esta disponible para un inversionista que desee estudiar la compra de una acción de una empresa que acaba de ser adquirida por uno de los accionistas mayoritarios (tenia menos del 50% y ahora tiene el 60.1%).

Por otro lado, ver la viabilidad de invertir en la empresa (AntarChile) que levantó capital para poder comprar las acciones del caso antes mencionado. En este segundo caso veremos que el precio de emisión es menor que el promedio de las últimas transacciones, y que en estos últimos 3 años ha triplicado su valor (Anexo 7).

En el anexo 8 veremos gráficamente como ha sido la evolución del precio de Copec estos últimos 3 años.

A continuación presentaré unas cuantas preguntas para que el interesado pueda desarrollar el tema y así hacer más amigable el aprendizaje.

Plan de Trabajo

- 1.- En primer lugar mencione ¿Por qué se asocia Carter Holt con el Grupo Angelini? y en segundo lugar, indique las razones que provocan la venta de los activos de Carter Holt en América Latina? nombrando cuales podrían haber sido los motivos de Internacional Paper para interesarse en este negocio?
- 2.- ¿Cree Ud. que el nuevo Carter Holt es un competidor directo para Angelini? determine ¿por qué si o por qué no? En definitiva elabore un veredicto para el conflicto.
- 3.- ¿Es justo el valor que AntarChile pagó por el paquete accionario del 30.05% de Copec a Carter Holt? Determine su respuesta analizando los distintos datos entregados.
- 4.- ¿Considera valido el argumento presentado por los minoritarios para criticar el valor de colocación de las acciones de AntarChile? ¿Es razonable que sólo un grupo de minoritarios reclamen por el precio de colocación mientras otros apoyan la medida del directorio?
- 5.- ¿Cree Ud. que efectivamente el cambio en la política de dividendos puede afectar los planes de inversión de Copec? Analice la pregunta en base a los datos entregados (Anexo5).
- 6.- Identifique en que etapa se generan conflictos de interés, y plantee cuales problemas de agencia podrían verse involucrados en este caso.

Antecedentes generales

Por mas de ocho años se desarrolló una pugna legal sin precedentes en nuestro país, en la cual se vio involucrado el holding Copec (ver anexo n° 2) a través de una de sus principales filiales; Celulosa Arauco. El conflicto tiene su raíz en la relación que sostenían los principales socios accionistas del holding; el grupo Angelini y Carter Holt Harvey (anexo n° 3). Este último ingresó al país durante el primer semestre de 1986 de la mano del grupo Angelini, quien a través de Maderas Prensadas Cholgúan se asoció con el conglomerado neozelandés (Carter Holt) para la construcción de una firma productora de fibropaneles.

Los lazos entre ambos grupos se estrecharon aun más cuando en Julio de ese mismo año, Carter Holt se incorporó al Holding Copec, el cual en ese entonces era la mayor empresa privada del país.

A mediados de 1986 el grupo Angelini había logrado alcanzar poco menos del 50% de la propiedad del Holding, pero no contaba con los recursos financieros necesarios para sacar a la firma del endeudamiento contraído anteriormente por el grupo Cruzat-Larraín. En este contexto, el grupo Angelini necesitaba un socio que aportara el capital necesario para sanear la situación financiera de la compañía. Esto implicaba prepagar la deuda que mantenía principalmente con bancos internacionales y además financiar parte del capital de trabajo de las empresas.

Por otro lado, el profundo proceso de reforma económica que se comenzó a implementar en Nueva Zelanda en 1985 motivó a Carter Holt a adquirir una buena parte de los bosques estatales que se privatizaron y sus activos en pino radiata pasaron de 30 mil a 300 mil hectáreas entre 1987 y 1990. Además compraron el consorcio NZFP (New Zeland Forest Product).

Así, en Enero de 1987 y con el fin de trascender fronteras, Cartel Holt se vio motivado a participar como socio de Angelini en Copec. Para tales efectos, Carter Holt solicitó al Banco Central la autorización para la conversión de pagares de deuda externa en capital, operación que se concreto vía capítulo XIX de la ley de Cambios

Internacionales. El conglomerado ingresó otros US\$ 50 millones mediante el Decreto Ley 600.

La sociedad de Carter y Angelini se concretó a través de la constitución de Inversiones y Desarrollos Los Andes, cuya propiedad se divide en partes iguales entre ambos grupos. Fue en 1987 cuando la nueva entidad tomó el control de Copec, tras adquirir un paquete accionario que le permitió llegar al 60.1 %.

Al crear la Sociedad Angelini y Carter Holt firmaron un pacto de accionista que daba amplios poderes administrativos al conglomerado chileno que en los Andes operaba a través de Inversiones Socoroma, además cualquier conflicto que se suscitara entre los socios sería resuelto por medio de una lista de árbitros designados de antemano.

Por tanto, aun cuando Carter Holt era prácticamente dueño de Copec, al igual que Angelini, solo éste último tenía a cargo la administración del Holding, por lo menos hasta que venza el pacto de accionistas en el 2007, fecha en la cual dicho pacto se puede diluir en la medida que alguno de los socios así lo desee.

Sin embargo, en Nueva Zelanda, producto del proceso de apertura y la lucha por controlar la inflación obligó al país oceánico a realizar ajustes de proporciones impactando fuertemente a Carter Holt producto de la agresiva expansión que había implementado, endeudándose mas allá de lo que sus fuerzas permitían. Para enfrentar su complicada situación financiera la compañía decidió liquidar algunos de sus activos y puso en venta su participación en Los Andes ofreciéndosela, en primer lugar a su socio chileno, Anacleto Angelini, quien durante seis meses postergó una respuesta.

La oferta si logró despertar el interés de International Paper, una de las empresas más importantes del mundo en manufactura de papel con operaciones en 26 países, que adquirió en 1991, el 16% de Carter Holt, porcentaje que incrementó a 25 % en Marzo de 1994, a través de una sociedad de inversiones (Rodeau Investment Ltd.). El 75 % del capital restante pertenece a fondos de pensiones neozelandeses y otros inversionistas institucionales. Finalmente International Paper lograría poseer el 51% de Carter Holt.

Desarrollo del conflicto

El pacto de accionistas suscrito entre Carter Holt y Angelini reconocía la hegemonía en la administración por parte de Angelini, impidiendo la participación de Carter en la administración del Holding. Si bien es cierto en un comienzo el acuerdo fue aceptado por la firma neozelandesa, la cual se vio en la necesidad de vender parte de sus activos a raíz de la crisis financiera que estaban enfrentando, la posición pasiva que había adoptado Carter Holt en la Administración del pacto de accionistas cambió radicalmente cuando International Paper se hizo partícipe en Cartel Holt, y por ende paso a ser uno de los principales accionistas de Copec de forma indirecta.

Como se señaló anteriormente, Celulosa Arauco es una de las principales filiales de Copec, la cual, dicho sea de paso, es competencia directa en el mercado mundial de International Paper en el área forestal. Fue así como poco a poco se fue deteriorando la relación entre Angelini y Carter Holt, dado que ahora Carter presentaba un evidente interés en tener una mayor participación de la administración de Copec, mientras que el grupo controlador, Angelini, quería mantener la competencia lo mas alejada posible, y con acceso restringido a todo tipo de información del holding.

Carter Holt a través de su representante en Chile, Máximo Pacheco argumentaban que el pacto de accionista no era legal, dado que quienes lo suscribieron ya no pertenecían al grupo neozelandés. Además, cuando se suscribió el pacto, los intereses de Carter Holt apuntaban en ese entonces a otros rumbos, en cambio la nueva plana directiva tendría fuertes incentivos a participar de forma mas activa en la compañía nacional, aportando todo el Know How y experiencia en la industria. Además, no sería el único caso en que al interior de las reuniones del directorio se encuentre presente algún ejecutivo que tuviese alguna relación con la competencia, de ser así Cyprus no podría ser socio de Codelco en el Abra o Paulaner de Luksic en la CCU.

Por otro lado, se argumenta que sería ilógico que Carter estuviese interesado en hacer algún daño a Copec dado que ésta le proporciona prácticamente el 35 % de sus utilidades, pero creen que aportando su experiencia las ganancias podrían ser significativamente mayores.

La idea central de Cartel Holt es aprovechar sus inversiones en Chile como un componente clave en su estrategias de desarrollo de productos forestales en la cuenca del Pacifico. De hecho, Carter tiene en Chile el 20 % de sus activos por lo que sus intenciones apuntan a utilizar al país como plataforma de expansión al resto de América Latina, aprovechando el proceso de integración del Mercosur.

Por su parte el grupo Angelini argumentaba que tener algún representante de Carter Holt en las reuniones de directorio del holding y en específico de Celulosa Arauco, significaría tener un representante de la competencia sentado a la mesa, el cual tendría acceso a información estratégica clave de Copec. Pero por sobre todo compartir la información de Celulosa Arauco con Carter Holt, sería inadmisibile, dado que si el mercado viene a la baja, cómo ha ocurrido en los últimos años, la competencia se vuelve mas violenta, así datos estratégicos como inventarios toman un valor incalculable. Además el grupo posee su favor un pacto de accionistas en el que claramente se expresa que la administración de Copec queda en manos exclusivas de Angelini, impidiendo la participación de Carter Holt en el área comercial y operacional de la firma. De hecho es imposible desconocer la fuerza vinculatoria del pacto de accionistas el cual conforme a los artículos 1545 y 1687 del Código Civil constituyen una ley para las partes y, en general, un estatuto intangible para toda autoridad. (Anexo n° 9)

Campañas publicitarias

Durante el transcurso del conflicto ambas partes se vieron involucradas en fuertes campañas publicitarias desprestigiándose mutuamente una contra otra.

Por parte de CHH, hubo declaraciones hechas por John Faracci, presidente de la compañía en relación al sentimiento de frustración que ellos sienten por no poseer ningún tipo de control gerencial sobre Copec, en su incursión de Join Venture en América Latina.

Han afirmado que desde 1993 International Paper ha tratado de renegociar con el Grupo Angelini la alianza firmada con CHH, aludiendo que el grupo no quiere sentarse y trabajar con ellos como socios, por lo cual la experiencia personal de John Faracci ha sido de alguna manera frustrante.

Además ha dicho que no desea ser visto como un crítico al actual manejo de Copec, pues el punto no es decir que las cosas están mal, sino que el asunto principal es como pueden hacer para conducir dos buenas empresas y hacerlas más productivas y rentables para sus accionistas.

Por su parte el Grupo Angelini, ha informado que CHH, no ha entablado ninguna renegociación, todo lo contrario, pues en forma sorpresiva y a través de publicidad descalificatoria, CHH inició tres juicios en su contra, para desconocer el Join Venture que habían firmado, el cual le otorgaba la administración al grupo Angelini, y a CHH solo como capitalista.

Esta forma de renegociación es incalificable para el grupo Angelini, y este es un motivo para no querer sentarse a conversar, pues no esta de acuerdo con este tipo de procedimientos.

A su vez afirman que después de celebrado el Join Venture, CHH se convirtió en competencia para Copec, por lo cual no pueden aceptar que influyan en la administración de Arauco, pues son unos de sus principales competidores.

Cronología de la disputa por el control de Copec

Año 1987

- Carter Holt Harvey (CHH), se integra a Inversiones y Desarrollo Los Andes con 50% de capital. La firma en la que el grupo Angelini a través de Inversiones Socoroma posee 50%, controla Copec, la cual a su vez tiene como filial principal a Celulosa Arauco.

- Las partes suscribieron un pacto de accionistas, en la que la administración de la inversión conjunta y de sus filiales queda en manos del grupo Angelini hasta el año 2007.

Año 1990

- Modificación de los estatutos en junta de accionistas. Se establece el mecanismo de procedimiento para dirimir empates y dispersiones de votos en la toma de decisiones, recayendo la responsabilidad en un arbitro (artículo 20).

Año 1991

- Richard Carter comunica al mercado bursátil neozelandés que el grupo venderá la totalidad de las acciones que posee en Copec. Primera opción la tenía Inversiones Socoroma.
- Los hermanos Richard y Kenneth Carter, por problemas financieros, venden una participación mayoritaria de CHH a Brierley Investment y a International Paper, la empresa de celulosa y papel más grande del mundo, la que a su vez es competencia directa de Celulosa Arauco.

Año 1992

- Representantes de los nuevos controladores de CHH, David Oskin y Colin Coyte, se integran al directorio de Inversiones y Desarrollo Los Andes.

Año 1993

- CHH solicita medida precautoria ante los tribunales, con el objeto de prohibir la celebración de contratos sobre las acciones conjuntas en Copec . El grupo neozelandés señala que busca equidad en sus inversiones.
- CHH interpone ante el 18° Juzgado Civil de Santiago, una demanda de nulidad en contra de Inversiones y Desarrollo Los Andes, por estimar que sus estatutos son contrarios a la Ley de Sociedades Anónimas.
- Grupo Angelini anuncia que canalizará todas sus demandas contra CHH ante el arbitro Claudio Illanes Ríos.
- La Neozelandesa interpone ante el 12° Juzgado Civil de Santiago una demanda en contra de Inversiones y Desarrollo Los Andes (IDLA), donde solicita que se declare nulo el poder conferido a los mandatarios nombrados por el directorio.

Año 1994

- CHH presenta una demanda ante el 2° Juzgado Civil de Santiago en contra de Inversiones Socoroma, solicitando la nulidad del pacto de accionistas vigente en IDLA.
- Inversiones Socoroma alega incompetencia del tribunal para ver la causa, la que corresponde, dice, al tribunal arbitral. En mayo se acoge la solicitud ;CHH apela.
- Inversiones Socoroma solicita al tribunal arbitral que excluya a CH como accionista de Inversiones y Desarrollo Los Andes.

Año 1995

- International Paper anuncia que tomo el control del 51% de Carter Holt International Limited.
- Corte de Apelaciones rechaza petición de CHH sobre nulidad de pacto. La empresa anuncia que recurrirá a la corte Suprema.
- CHH presenta ante el arbitro de pacto de accionistas, demandando a inversiones Socoroma sobre falta de validez del mandato, solicitando al arbitro su revocación.

Año 1996

- Al cumplir su período de dos años, el arbitro Claudio Illanes es reemplazado por Juan Colombo.
- Corte Suprema emite un fallo en que impide la participación de un representante de CHH en los directorios de las subsidiarias de Copec.
- Angelini solicita a CHH que se retire del Join Venture, a cambio del pago de sus acciones. CHH dice que no responderá.
- CHH se desiste ante la C. Suprema de presentar un recurso de casación en contra de fallo de la Corte de Apelaciones sobre la conveniencia de que el arbitro conozca las controversias entre los socios.

Año 1997

- Pendiente causa del 18° Juzgado Civil, referente a la nulidad de los estatutos de Inversiones y Desarrollo Los Andes.
- Fracasa intento de conciliación por parte del arbitro Juan Colombo.

- Se notificó a las partes del proceso que da inicio a la etapa probatoria que tiene un plazo legal de 20 días hábiles contados de Lunes a Viernes.
- El viernes 25 de julio la presentación de testigos de las partes.

Año 1998 (sentencia final)

- 15 de Abril, Juan Colombo informa su fallo y concluye que CHH incumplió los acuerdos pactados por los socios, lo que obliga a una indemnización, pero rechaza la demanda de exclusión presentada sobre esa base.(anexo n°4)
- Presidente de Celulosa Arauco, José Tomás Guzmán, indicó que pensaban presentar antes de fin de año la demanda indemnizatoria.
- A petición del grupo Angelini, Claudio Illanes juró nuevamente como arbitro para conocer una nueva demanda.

Posterior al fallo, el Presidente de Celulosa Arauco, José Tomás Guzmán, indicó que pensaba presentar antes de fin de año la demanda indemnizatoria. Además a petición del Grupo Angelini, Claudio Illanes juró nuevamente como árbitro para conocer una nueva demanda.

En Mayo de 1999 se realiza el primer comparendo entre los representantes del Grupo Angelini y CHH. Se establecen plazos para la presentación de la nueva demanda, en septiembre del mismo año el Grupo Angelini solicita un aplazamiento para presentar su demanda ante el arbitro Claudio Illanes, el tema de fondo de la demanda es la vulneración del convenio por parte de CHH, por competir con la filial de Copec Celulosa Arauco y Constitución. Además de esta demanda ante el arbitro, el Grupo Angelini preparó otra en forma paralela ante la Justicia Ordinaria.

El cálculo final de la indemnización que se demandaría a CHH, fluctuaba entre los US\$300 y US\$600 millones de dólares.

A horas de cumplirse el plazo para la exposición de la demanda, las partes involucradas anuncian la suspensión del juicio arbitral, optando por conversaciones directas para tratar de resolver sus dificultades. Luego CHH y Angelini llegan a un acuerdo mediante el cual este último comprará la participación de la neozelandesa en Copec, ambos tenían el control de 60,10% del Holding.

La transacción.

La necesidad por ambas partes es mutua, CHH tenía puesta sus mejores cartas en la zona de América Latina, la única junto a Nueva Zelanda donde la producción de bosques de celulosa supera con creces a otras latitudes. Por parte de Angelini, dueño de la gestión de Celulosa Arauco; Constitución entre otras, quiere convertirlas en empresas de talla mundial para lo cual requiere de un socio estratégico.

Los negociadores del acuerdo son:

Por parte del Grupo Angelini fue Alejandro Pérez hombre de confianza de Anacleto Angelini, gerente general de Celulosa Arauco y Constitución. Por parte de CHH se designó a John Faracci, vicepresidente y gerente de Finanzas de International Paper.

Para llevar a la práctica la transacción, las partes acordaron dividir la sociedad controladora de Copec, Inversiones y Desarrollo Los Andes, que es propiedad en partes iguales de Socoroma y CHH. Se divide en dos sociedades con iguales activos, pasivos y patrimonio, quedando cada sociedad titular con el 30.05% de las acciones de Copec, la nueva sociedad se llamará Inversiones y Desarrollo Los Andes Dos, esta quedará controlada por AntarChile y su filial Socoroma en su 100%, estas comprarán a Los Andes (que es propiedad de CHH), un total de 390.658.135 acciones de Copec, equivalentes al 30.05% a un precio de US\$3.15 por título.

El Grupo Angelini pagará por el 30.05% de Copec US\$ 1.233 Millones, siendo el valor bursátil de Copec al cierre del viernes 17 de diciembre aproximadamente US\$ 5.879 Millones, de acuerdo a esto el 30.05% corresponde a US\$ 1766.7 Millones.

Angelini destacó la importancia de esta transacción, ya que consolida la participación y control de uno de los conglomerados empresariales de mayor importancia en la economía chilena, pues el grupo queda como socio mayoritario de Copec con 60.01%. De esta forma puede consolidar el programa de desarrollo e inversión por más de US\$ 2000 millones que comenzó en 1985, especialmente en el sector forestal, pues acá posee la mayor superficie de plantaciones de pino radiata del

mundo y ha logrado costos apropiados de producción de celulosa de fibra larga, lo que le permite competir internacionalmente.

CHH también calificó de exitosa la transacción, a pesar de que el precio que recibirá es menor que el precio de Bolsa, ya que invirtió en Los Andes US\$183 millones en 1987, y en trece años de asociación recibió como dividendos US\$191 millones, por lo tanto, según CHH la transacción la deja en una situación sólida para tomar decisiones estratégicas.

El pago

Una vez finiquitada la transacción por el 30.05% de participación sobre la propiedad de Copec entre el grupo Angelini y Carter Holt, el desafío estaba en como el grupo financiaría la compra a la empresa neozelandesa, la que como ya se menciono bordeaba los US\$ 1233 Millones.

Una parte de esta se pago el mismo día en que se realizó la transacción (lunes 3 de enero del 2000), pago que ascendió a un monto de US\$ 183 Millones y el saldo de US\$ 1.055 Millones sería financiado en parte con deuda (US\$ 750 Millones) y en parte con aumento de capital por parte de AntarChile. En esta empresa el grupo tiene una participación mayoritaria y es a su vez su matriz de inversiones, que en definitiva será la que pase a ser propietaria de un 60,1% de Copec.

El aumento de capital requerido se estableció que debería ser de US\$ 550 Millones a lo menos (montos adicionales dependerían de la venia de la junta de accionistas), mientras el resto se financiaría a través de créditos sindicados (gestionados por JP Morgan) y créditos puente a corto plazo. A continuación se detalla la composición del financiamiento:

Tipo Financiamiento	Monto (Millones)
Inmediato (3 de enero)	US\$ 183
Aumento de Capital AntarChile	US\$ 550
Crédito sindicado*	US\$ 400
Crédito Puente**	US\$ 350

*JP Morgan actuaría como líder y vencería el 15 de Marzo del 2005

** También gestado por JP Morgan, pero en dos tramos, el primero por US\$ 200 Millones con vencimiento el 15 de diciembre del 2000 y US\$ 150 Millones con vencimiento el 15 de junio del 2001

Bien es sabido en el ambiente que el grupo Angelini tiene un espíritu muy conservador y no es muy frecuente que tome grandes deudas a largo plazo para invertir, por esta razón en este caso se intentó por todos los medios de obtener créditos a corto plazo con intención de pagarlos lo mas pronto posible.

Sin embargo, la búsqueda de financiamiento no estuvo exenta de problemas, los cuales no estuvieron en el mercado de capitales, sino que dentro del propio Holding.

Dado el alto prestigio que tiene el grupo no solo en Chile sino también en el exterior, el principal conflicto estuvo dado el aumento de capital en AntarChile. Si bien la junta de accionistas del 5 de Enero del 2000, alabó y ratificó el aumento de capital, necesario para financiar la compra del 30.05% de Copec a Carter Holt, el problema estuvo dado por el reclamo impuesto por los minoritarios respecto al precio de suscripción y el número de acciones a suscribir.

Mientras el directorio planteaba un rango de \$1.800 y \$1.890 por acción (mínimo y máximo respectivamente) para un total de 164.108.000 acciones, un grupo de minoritarios, representados por el abogado José Antonio Silva (representante de las familias Chadwick Claro, y del empresario canadiense Albert Friedberg, en total con un 12% de participación) planteó su temor respecto a la posible dilución de propiedad de los minoritarios a favor de los mayoritarios, ya que el rango de precios propuestos por el directorio era muy bajo, si se consideraba que el valor promedio de la acción de AntarChile durante el año 1999 había sido de \$1.604 y que en los últimos meses se había transado a valores superiores a \$2.000. Por esta razón el abogado propuso que se

consultara la opinión de dos bancos de inversión antes de definir el precio final de la emisión, sin embargo dicha propuesta fue desestimada en votación abierta por la junta. Alejandro Pérez (gerente general de Celulosa Arauco) sin embargo, en su calidad de minoritario de AntarChile defendía la postura del directorio argumentando que un mayor precio desincentivaría a algunos minoritarios para suscribir, promoviendo así una mayor participación del mayoritario.

A pesar de esto el representante del minoritario, planteó llegar hasta las últimas consecuencias a fin de definir un precio justo para la emisión, ya que argumentaba que el precio propuesto era injustificadamente bajo y terminaría redundando en perjuicio de los legítimos derechos de los accionistas minoritarios de AntarChile. El grupo disidente no cuestionaba los beneficios que generaría la compra del 30.05% de Copec, sino que argumentaba que la idea era que todos los accionistas debían percibir un beneficio equitativo y simétrico, lo que no se daría con un precio de suscripción tan bajo.

Además planteaba que para no generar dilución habían dos opciones, una era emitir muchísimas acciones a un precio bajo o bien emitir pocas a un precio alto, sin embargo argumentaba que valorar la acción de AntarChile no era trivial, dada su escasa presencia bursátil, lo que implicaba una valoración vía activo subyacente y que por la cuantía del mismo el precio y el valor económica de la acción debía ser mucho mas alto que \$1.800.-

A pesar de toda esta polémica, finalmente se acordó un aumento de capital para AntarChile de US\$ 560 millones.

La junta extraordinaria de accionistas convocada para el 31 de Enero del año 2000, a solicitud de los minoritarios, con el objetivo de “tratar, deliberar y adoptar” acuerdos respecto al precio de emisión se acordó un precio final de emisión de \$1.890, lo que a juicio de los minoritarios aun era bajo, ya que seguían temiendo una posible dilución de propiedad. De hecho un informe preparado por Ernst & Young, solicitado por los minoritarios representado por J. A. Silva, determinó un valor subyacente de la acción de AntarChile de \$4.841.-, mientras un informe solicitado por otro minoritario a la Universidad de Chile sostenía que el precio de la acción de AntarChile debía oscilar en un rango de \$1.770 a \$1.950 de tal forma de no generar dilución.

Cabe señalar de que si bien Angelini trato por todos los medios de llegar a un acuerdo con los minoritarios, antes de la junta extraordinaria mencionada anteriormente, estos no lo aceptaron, argumentando que era una verdadera expropiación de beneficios los que generaba una emisión a tan bajo precio.

Angelini buscaba un acuerdo, porque la acción de AntarChile, era bastante ilíquida, y si la OSA (oferta suscripción de acciones) no era suscrita por los propios accionistas de AntarChile, era muy probable que no se concretara la suscripción y que tuviera que entrar a suscribir el grupo que él encabeza.

En otro aspecto otra de las críticas ácidas que se le hizo al Grupo Angelini, tras el cierre del negocio y el acuerdo de aumento de capital, fue el hecho que en dicha junta de accionistas, estos se comprometieron a que no existirían grandes cambios en las políticas de Copec de ahí en adelante aunque ellos pasaran a tener el control absoluto. Sin embargo, poco tiempo después de obtenido el acuerdo para el aumento de capital, AntarChile como accionista controlador de Copec decidió aumentar la política de dividendos de Copec aumentando las utilidades a distribuir de un 30% a un 50% en efectivo, adicionando el interés por parte de AntarChile de gestionar la reinversión de un 75% del dividendo que percibirían los accionistas de la sociedad controladora de Copec.

Si bien estas medidas parecieron extrañas en un principio, no sorprendía en el medio ya que era bien sabido que el grupo Angelini no estaba acostumbrado a suscribir créditos para materializar operaciones de gran envergadura, luego este aumento de dividendos y retenciones le permitía a AntarChile recibir mayores utilidades distribuidas, con lo que aseguraba el pago de los créditos suscritos en el marco de la operación con Carter Holt.

Esta medida fue también recibida con ciertos resquemores por los minoritarios de la sociedad, ya que planteaban que si bien siempre era mejor recibir mayores dividendos, había que definir si esto no tendría efectos negativos por ejemplo en las políticas de inversión de Copec, luego los minoritarios argumentaban que este aumento

de dividendos, parecía mas un aumento de liquidez al mayoritario que un mayor pago de dividendos a los accionistas en su totalidad.

Otra manera de obtener liquidez para el grupo fue la venta del 72.8% de cholguán a Celulosa Arauco, por lo cual se obtuvo, US\$ 193 millones, lo que más que financiar la compra del 30.05% de Copec permitía obtener un colchón lo suficientemente bueno para afrontar periodos de poca liquidez en el futuro.

El 24 de Febrero del 2000 AntarChile comenzó el periodo de OPCION PREFERENTE para el aumento de capital acordado en US\$ 560 millones. En este contexto la posición del Grupo Angelini era no concurrir mas allá de la participación que ya tenían en AntarChile.

Según representantes de la empresa, el discutido precio de colocación permitiría que existiera un valor para las opciones, lo que favorecería adicionalmente a quienes no suscriban la emisión, sin embargo plantearon que los accionistas que aporten capital y suscriban las acciones, resultarían en términos relativos mas favorecidos que aquellos que no lo hagan.

Sin embargo uno de los principales problemas a los que se vio enfrentado el grupo fue que una vez comenzado el período de opción preferente, algunos minoritarios como el fondo canadiense FCMI, relacionado con Albert Friedberg, traspasó 258.369 acciones de AntarChile en una semana, a un precio 19% (\$2.137) superior al aprobado para el aumento de capital. Esto nuevamente despertó la molestia de los minoritarios quienes vieron reforzada su hipótesis de que el precio establecido para la suscripción (\$1.890) era demasiado bajo.

Quizás un punto importante es que Angelini y su grupo aportaron cerca del 39% (unos US\$ 478 millones) de recursos necesarios para comprar Copec. Se puede destacar que el aumento de capital de AntarChile que en definitiva alcanzó a US\$ 617 Millones, no fue suscrito por completo, lo que implicó que el grupo Angelini tuviera que participar en el remate de las acciones no suscritas en un solo lote adjudicándose un 62% del mismo, equivalente a US\$ 86 Millones, pasando de una participación del 63.4% a un 69.92%. Cabe notar que el hecho de Obtener US\$ 617 Millones, en vez de

los US\$ 560 Millones presupuestados para el grupo le permitió al mismo, negociar créditos de menor magnitud, alcanzando estos a US\$ 700 Millones los que se dividirían entre:

Tipo Crédito	Plazo	Monto (Millones)
Crédito sindicado (26 Bancos)	5 años	US\$ 525
2 Crédito Puente	6 meses	US\$ 175
Total Crédito		US\$ 700

Anexo 1

Teoría de Agencia y Conflictos de Interés

*Conceptos y fundamentos de la teoría de agencia.*¹

1.- Organización o Firma:

En verdad es una Red de Contratos, en que existen:

- Sistema de evaluación y medición de resultados
- Sistema de recompensas y sanciones.
- Sistema de asignación de derechos de decisión.

Dentro de la organización están los sujetos velan por sus propios intereses y objetivos a expensas de la otra parte, existe potencial divergencia, la cual se denomina problema de agencia. Y su vez los individuos y/o la firma, deben usar recursos para asegurar el cumplimiento de los contratos.

2.- La relación de agencia:

Es un contrato bajo el cual, una o más personas, denominada principal emplean a otra persona denominada agente para desarrollar un servicio que implica delegar autoridad para la toma de decisiones del agente. Los participantes son:

El principal: Es un tomador de riesgo o dueño de la empresa

El agente: es aquel que ejecuta o administra proyectos de mejora para maximizar los retornos de los principales.

¹ Francisco Fernández M. “Teoría de Agencia y/o nueva teoría de la firma: Apunte n° 13550 FACEA. U. de Chile”

Las restricciones que velan esta relación, se imponen para regular la relación principal/agente, con el fin de delimitar las divergencias de intereses provocadas por las acciones y decisiones del agente.

- 3.- Los costos de agencia son aquellos incurridos para reducir los problemas de agencia, entre los que se encuentra:

El monitoreo o control de parte del principal, sistemas de evaluación, recompensa y decisiones.

Las restricciones del agente son:

Garantizar que no tomará ciertas decisiones para los intereses del principal, o asegurar que será recompensado si adopta decisiones que favorecen al principal. Y finalmente los agentes se ven incentivados a restringir unilateralmente sus acciones, a objeto de garantizar seriedad, lo cual sería a su juicio valorado por el mercado laboral.

- 4.-La separación de propiedad y control (Fama 1980, Jensen 1983) existe por la serie de beneficios asociados a la especialización de funciones.

Porque posibilita que actúen los mercados de trabajo, los mismos que registran y valoran el desempeño que maximizan los intereses de los propietarios.

- Mercado de agentes.
- Mercado de principales profesionales.

Además soluciona los problemas de agencia en aquellas organizaciones donde los propietarios no actúan en el rol de principal.

- Sistema de monitoreo mutuo entre administradores. (agentes y principales)
- Jerarquía de decisiones.
- Directorios compuestos por “principales profesionales”.

- Los principales profesionales pueden tomar el rol de los principales en el proceso decisorio.

¿Qué es teoría de agencia?²

La especificación de los derechos de propiedad permite la generación de contratos. A su vez, estos contratos afectan la conducta y desempeño en las organizaciones, tanto sobre el desempeño de los gerentes como de otros agentes involucrados en la toma de decisiones. Así, el establecimiento de contratos permite eventualmente dirigir la conducta de los trabajadores para la obtención del objetivo del dueño a través de la implementación de los métodos planificados y la tecnología adecuada, a cambio que el trabajador reciba un pago adecuado a su aporte.

Inicialmente se estudiaba la conducta de la firma suponiendo que el trabajo contratado rendiría la productividad neta asignada. Sin embargo, el origen de la teoría de agencia pasa por la existencia de costos de vigilancia que impiden, a costo cero, observar cual es la productividad de las personas. Es posible, por ejemplo, que el gerente (o cualquier trabajador) rinda la productividad esperada por quienes lo contrataron, pero que al mismo tiempo incurra en altos costos, tales como alfombrado, muchos teléfonos, secretarías, dependencias amplias, etc., insumos que no se justifican para el buen funcionamiento de una firma y que no se manifiestan en la reducción del salario del gerente. En tal sentido, los costos de monitoreo son un primer elemento en la teoría de agencia.

Un segundo elemento que es fundamental en la teoría de agencia, es que dueños y gerentes (o empleados) tiene funciones de utilidad que no son, en un sentido a priori, concordantes³, pioneros en esta teoría, definen la relación de agencia como un contrato entre varias personas y bajo el cual el principal o dueño, emplea o contrata al agente o empleado para desarrollar algún servicio en su medio, o propiedad el cual envuelve la delegación de algunas tomas de decisiones.

² “Teoría de Agencia: Ricardo Paredes M, Escuela de Economía y Administración, MD n° 63 ,Marzo 1990”

³ Jensen y Meckling. “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, January 1976”

El principal es entonces el factor residual o quien contrata a otras personas para que con su acción, le permitan conseguir un propósito determinado. Por otra parte, el agente o los agentes son quienes afectarán el grado en el cual el propósito perseguido por el principal es logrado.

Sin embargo, como se insinuó mas arriba, la relación que nos interesa no es cualquiera entre personas que muestren interdependencia de acciones y objetivos. La relación Agente-principal requiere además que el agente no tenga los mismos incentivos a ciertos comportamientos que el principal, y que además, exista un costo positivo para este último de vigilarlo.

Son muchos los casos en que puede ejemplificarse este tipo de relación, siendo aquella entre dueños de firma y gerentes una de las posibles. En el caso del abogado (agente), que defiende a una persona de cierta acusación (principal), el problema mencionado es evidente. El abogado tiene incentivos a ganar el juicio. Sin embargo, para el abogado el mayor esfuerzo dedicado a una causa en particular representa un costo de menor dedicación a otras. Para el defendido, la dedicación del abogado representa solo beneficios y por lo tanto querrá que este se dedique un mayor número de horas de las que efectivamente, con la imposibilidad de vigilar al abogado, este último entregara a la causa. Una línea de investigación directa que surge del análisis anterior es determinar como el principal puede limitar las divergencias de intereses mediante el establecimiento de incentivos hacia el agente.

La primera aproximación en la literatura sugiere que la limitación de la conducta entrópica por parte del agente, lleva a incurrir en costos de monitoreo al principal. Es una situación en la que se le “pagará” al agente por adquirir una conducta adecuada, en términos que permita obtener los máximos beneficios para el principal. Ello, sin embargo implica en incurrir en mayores costos, los que eventualmente pueden no compensar el incremento de ingresos debido a la rectificación de la conducta del agente. Es en este sentido que se habla que la firma, operando bajo una relación de agencia, puede no comportarse como la maximizadora de beneficios, sino como la maximizadora de la función objetivo de quienes la administran (Agentes).

En resumen la situación de agencia se puede caracterizar por la presencia de dos tipos de fenómenos: Divergencia de objetivos entre las partes, y costos asociados a la vigilancia del desempeño de los agentes en la organización.

*Definición detallada del problema de agencia:*⁴

En la línea económica más matemática de la literatura de agencia, en forma teórica se ha definido el problema de agencia de la siguiente manera. Holmstrom (1979)⁵, menciona que “ha sido reconocido, hace mucho, que un problema de *aprovechamiento* puede aparecer cuando los individuos se involucran para compartir riesgos en condiciones tales que sus acciones privadas afectan a la distribución de probabilidad del resultado. Esta situación es común en los seguros, los contratos laborales y en la delegación de responsabilidad para la toma de decisiones, por dar unos pocos ejemplos. En estas instancias, el óptimo de Pareto en la participación en el riesgo es generalmente excluido, porque no inducirá a incentivos adecuados para tomar las acciones correctas. En su lugar, se puede lograr solo una solución secundaria, que intercambia algo de los beneficios del compartir riesgos por provisiones de incentivos”.

Es decir, al tratar de minimizar las acciones incorrectas en las que incurren las personas naturalmente se producen costos, los que deberían ser asumidos por los agentes y principales que participan en la asociación, con el fin de que esta perdure en el tiempo.

Según Holmstrom 1979, la fuente del problema de incentivos es una asimetría de información entre individuos, que resulta porque las acciones individuales no pueden ser observadas, y por lo tanto, tampoco contratadas ni controladas. En el fondo se reconoce como un hecho base, que sin monitoreo o control las personas han de realizar acciones que no son correctas para el objetivo del principal, fundamentalmente por la

⁴ Juan Pablo Muñoz, “Conceptos e implicancias para las organizaciones de la teoría de agencia” Documento de trabajo Serie Docencia N° 23 Enero 1990.

⁵ Bengt Holstrom “Moral Hazard and observability”: The bell journal of economics Vol 10 N° 1, 1979. P 74-91

característica maximizadora de los individuos y por el tipo de situación en la que se encuentran.

En resumen, en la literatura de agencia se está de acuerdo con la existencia del problema de agencia y con sus causas.

Anexo 2

Compañía de Petróleos de Chile (Copec)

Fundada en 1934, durante 40 años se dedicó exclusivamente al negocio de combustibles, iniciando una etapa de diversificación en 1976 al adjudicarse tres empresas del ámbito forestal.

Propiedad: 60,11% Inversiones y Desarrollo Los Andes, 5,61% AFPs, 34,28% otros.

Descripción de las Operaciones: La operación de Copec está dada por la suma de los negocios llevados a cabo por sus diferentes filiales. La casa matriz, con el negocio de distribución de combustibles, aporta un 30% a las utilidades totales. A pesar de ser la que presenta los mayores volúmenes de venta, sus altos costos de operación no permiten obtener un buen margen. El negocio forestal, representado por Arauco, aporta a las utilidades un 47% siendo su principal producto la celulosa, la cual se caracteriza por tener uno de los costos más bajos a nivel mundial. En cuanto al negocio pesquero, COPENOR debiera traer mejores resultados al Holding, pero por el momento el aporte de este negocio ha sido negativo, mostrando pérdidas debido a bajas capturas y bajos precios. En la minería, Copec participa a través de su filial Minera Can-Can en la explotación de yacimientos auríferos.

Sus principales filiales son:

- Abastecedora de Combustibles S.A. es la empresa líder en la distribución de gas licuado de nuestro país.
- ABC Comercial Ltda. Se dedica a la venta de todo tipo de artefactos para el hogar.
- Celulosa Arauco y Constitución S.A., en conjunto con sus filiales, constituyen el mayor complejo forestal del país, con casi un tercio de las plantaciones de este rubro e importantes participaciones en la exportación de celulosa, madera aserrada y tableros estructurales. En Argentina, Arauco también es un actor dominante, ya que posee grandes plantaciones y la mayor planta productora de celulosa de ese país.
- La Pesquera Iquique-Guanaye S.A. es una de las principales empresas pesqueras del país, con una fuerte presencia en la VIII región.
- La Sociedad Austral de Electricidad S.A., en conjunto con sus filiales, distribuye electricidad entre la VIII y la XI regiones

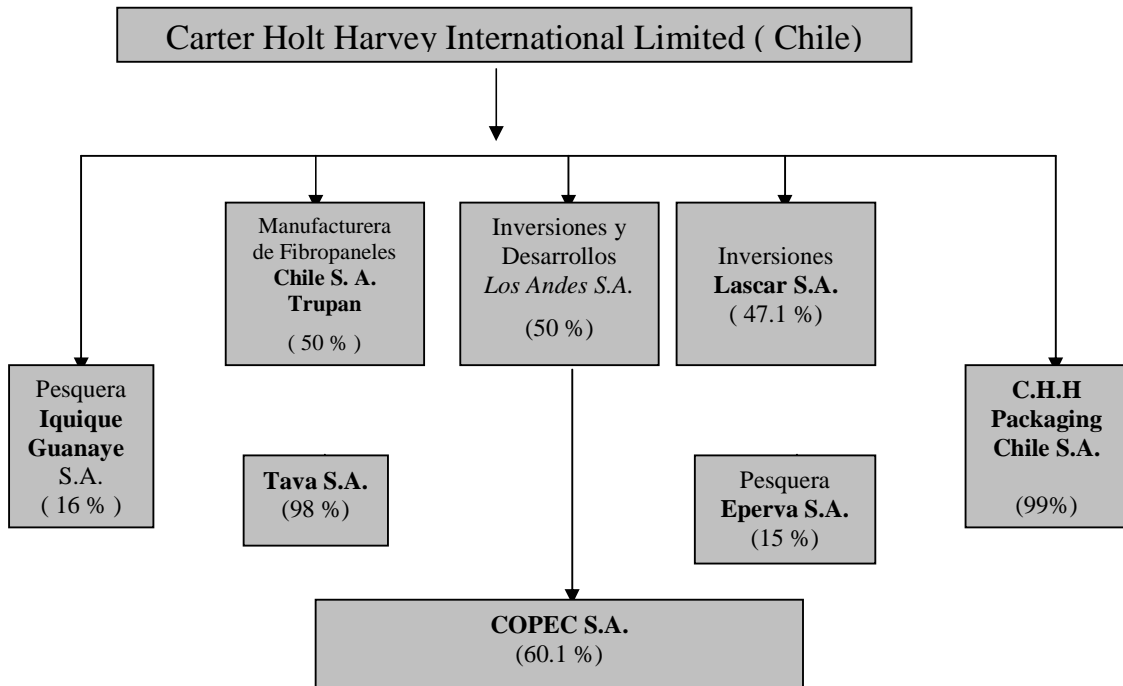
Anexo 3

Carter Holt Harvey

Corresponde a la segunda mayor empresa de Nueva Zelanda, además, es el poseedor de las más extensas plantaciones forestales del país, principalmente de pino radiata. Juntos, Chile y Nueva Zelanda dan cuenta de prácticamente del 70 % de los bosques de pino radiata en el mundo con un 35% y 40% respectivamente de los 3.69 millones de hectáreas planteadas. Es el mayor elaborador de madera aserrada de Nueva Zelanda con una producción anual de 700 .000 metros cúbicos. Tiene nueve aserraderos y seis plantas para la prefabricación de la madera. Además es el principal fabricante de MDF, madera terciada y revestimientos del país. Los productos de esta área que incluyen desde rollizos hasta MDF representan el 36 % de la compañía, un tercio de las cuales va al mercado externo.

En la fabricación de Pulpa y Celulosa es número uno en el país y sus cinco plantas le permiten producir 650 mil toneladas al año, actividad que le genera un tercio de sus ingresos. Otra línea que también ha desarrollado y que le proporciona un 17 % de sus ventas totales es la fabricación de cartones plegables y diversos tipos de embalaje como cajas corrugadas, bolsas multipared y cajas sólidas de fibra.

Negocios en los cuales participa Carter Holt Harvey en Chile.



Anexo 4

Principales decisiones

1.- Plena validez de los contratos:

Son legalmente válidos y obligatorios los contratos y acuerdos suscritos por CHH y Socoroma, donde convinieron una asociación empresarial o joint venture para desarrollar Copec y sus subsidiarias tales como Celulosa Arauco y Celarauco, a través de Inversiones y Desarrollo Los Andes propietaria del 60.1% de Copec, correspondiendo a Socoroma el control de la Administración.

2.- Los juicios iniciados por CHH contra Socoroma constituyen un uso indebido y abusivo de las vías procesales, debiendo pagar todos los perjuicios ocasionados:

Se concluyó que los pleitos comenzados por CHH tenían como propósito final lograr la alteración del sistema de propiedad y administración del conglomerado empresarial Los Andes, para provocar el cambio del sistema convenido por CHH en la propiedad del grupo y conseguir su intervención en la administración de Copec, sus filiales y coligadas. Se resolvió que los procesos indebidos han causado perjuicios a Socoroma que deben ser indemnizados por CHH. Estos pleitos se hicieron más fuertes cuando International Paper compró CHH.

3.- Campaña de prensa iniciada por CHH y pago de perjuicios:

CHH mantuvo una sostenida campaña de prensa tendiente a mentalizar a los lectores la bondad de sus pretensiones.

4.- CHH entorpeció la marcha normal del Joint Venture y fue condenada a pagar perjuicios:

CHH infringió los acuerdos de los socios, tras el propósito de introducir a sus representantes en el directorio de Copec y filiales, estos hechos llevan a concluir que CHH entorpeció la marcha normal del joint venture, lo que se confirma en su gestión de negocios sociales. Esto se hizo público en declaraciones expresas de su controlador

International Paper, en el sentido que desea un control directo de sus inversiones en Chile.

Lo se fundamenta en los acuerdos firmados por CHH e inversiones Socoroma en 1987, donde Socoroma quedaba a cargo de la administración, este acuerdo duraba hasta el 2007.

5.-CHH infringió gravemente el Joint Venture, por haber incurrido en competencia desleal y debe pagar los perjuicios:

CHH Nueva Zelanda después de celebrado el joint venture, lo infringió al realizar actos contra el consorcio consistentes en haber implementado y aumentado sus plantaciones forestales en niveles que superan el 800% (de 40000 hectáreas a 325000). Esta empresa al principio de la negociación solo era un productor forestal con incidencia en Nueva Zelanda, y hoy compite estrechamente con Celulosa Arauco en los mercados de exportación del pino radiata, es decir, que un socio directo, esta compitiendo directamente con una empresa del grupo.

6.- Obligaciones y derechos a que queda sujeta CHH mientras permanezca como socia de Los Andes:

Debe cumplir y respetar los acuerdos del joint venture, que le da el carácter de socio capitalista.

No puede realizar competencia desleal con Celulosa Arauco, tampoco realizar inversiones en el sector forestal en Chile y América Latina, en rubros como la celulosa y madera...

CHH tiene derecho a que Socoroma le rinda cuenta en el Directorio Los Andes.

Anexo 5

Estados Financieros Consolidados Copec

Total Activos (M \$)		
Descripción	Diciembre - 1999	Diciembre - 1998
Disponible	6.716.851	11.251.855
Depósitos a Plazo	38.132.914	14.863.741
Valores Negociables (Neto)	132.029.776	87.466.976
Deudores por Venta (Neto)	151.185.169	130.454.633
Documentos por Cobrar (Neto)	37.894.172	47.480.648
Deudores Varios (Neto)	20.229.553	15.758.649
Doctos. y Ctas. Por Cobrar Emp.Relac.	2.660.549	4.690.630
Existencias (Neto)	216.226.038	185.453.093
Impuestos por Recuperar	12.126.162	11.800.219
Gastos Pagados por Anticipado	9.401.545	11.032.403
Impuestos Diferidos	775.446	
Otros Activos Circulantes	29.083.788	54.024.194
Contratos de leasing		
Activos para leasing		
TOTAL ACTIVOS CIRCULANTES	656.461.963	574.277.043
Terrenos	226.683.033	212.316.037
Construc. y Obras de Infraestructura	1.101.270.428	1.036.032.378
Maquinarias y Equipos	881.512.932	871.108.357
Otros Activos Fijos	1.244.410.388	1.075.631.049
Mayor Valor por Retasac.Tec. Activo Fijo	45.679.538	46.115.013
Depreciación (Menos)	-1.043.283.687	-964.675.261
TOTAL ACTIVOS FIJOS	2.456.272.632	2.276.527.574
Inversiones en Empresas Relacionadas	266.402.885	243.068.001
Inversiones en Otras Sociedades	147.720	78.698
Menor Valor de Inversiones	38.349.462	30.854.189
Mayor Valor de Inversiones (menos)	-54.603.731	-65.506.072
Deudores a Largo Plazo	29.360.260	27.756.792
Doctos. y Ctas. Por Cobrar Emp.Relac.	10.434.234	2.993.720
Intangibles	712.041	1.067.604
Amortización (Menos)	-239.046	-299.675
Otros	40.283.085	38.371.005
Contratos de leasing		
TOTAL OTROS ACTIVOS	330.846.910	278.384.263
PERDIDA - DERECHO DOLAR PREFERENCIAL		
TOTAL ACTIVOS	3.443.581.505	3.129.188.879

Total Pasivos COPEC (M \$)		
Descripción	Diciembre - 1999	Diciembre - 1998
Oblig. Bcos. e Inst.Financ. Corto Plazo	38.525.074	88.762.147
Oblig. Bcos. e Inst.Financ. Largo Plazo	30.581.384	13.791.094
Oblig. con el Publico (Efectos Comercio)		
Oblig. con el Publico (Bonos)	9.172.501	8.750.840
Oblig. Largo Plazo C/Vcto. dentro 1 Año	1.137.465	1.001.041
Dividendos por Pagar	732.326	848.445
Cuentas por Pagar	118.561.756	85.012.225
Documentos por Pagar	1.213.130	12.780.722
Acreedores Varios	13.249.392	29.000.416
Doctos. y Ctas. Por Pagar Emp.Relac.	2.674.528	1.977.067
Provisiones	19.923.862	20.207.942
Retenciones	6.114.702	4.816.621
Impuesto a la Renta	2.971.202	
Ingresos Percibidos por Adelantado	1.571.371	757.051
Impuestos Diferidos		1.083.837
Otros Pasivos Circulantes	1.578.000	36.467.364
TOTAL PASIVOS CIRCULANTES	248.006.693	305.256.814
Oblig. Bcos. e Inst.Financieras	367.620.076	230.121.721
Oblig. con el Publico (Bonos)	385.610.584	357.688.685
Documentos por Pagar	783	986.164
Acreedores Varios	28.607.414	17.569.398
Doctos. y Ctas. por Pagar Emp.Relac.	920.157	1.568.603
Provisiones	9.850.775	9.442.849
Otros Pasivos a Largo Plazo	81.461.319	81.436.494
TOTAL PASIVOS A LARGO PLAZO	874.071.108	698.813.914
INTERES MINORITARIO	41.625.650	46.612.785
Capital Pagado	246.920.868	246.821.129
Reserva Revalorización Capital		
Sobreprecio Venta de Acciones Propias	13.801.789	13.796.214
Res.Mayor Valor por Retas.Tec. Act. Fijo		
Otras Reservas	873.080.654	790.768.274
Déficit Acum. Periodo Desarrollo (Menos)	-965.870	-1.118.115
Utilidades Retenidas	1.147.040.613	1.028.237.864
Reserva Futuros Dividendos	7.927.838	7.784.308
Utilidades Acumuladas	1.003.291.281	953.689.297
Perdidas Acumuladas (Menos)	0	
Utilidad (Perdida) del Ejercicio	148.885.025	72.144.697
Dividendos Provisorios (Menos)	-13.063.531	-5.380.437
Devolución de Capital		
TOTAL PATRIMONIO	2.279.878.054	2.078.505.366
TOTAL PASIVOS	3.443.581.505	3.129.188.879

Estado de Resultados COPEC (M \$)		
Descripción	Diciembre - 1999	Diciembre - 1998
Ingresos de Explotación	1.681.840.740	1.403.176.553
Costos de Explotación (Menos)	-1.280.992.062	-1.140.551.894
Margen de Explotación	400.848.678	262.624.659
Gastos Administración y Ventas (Menos)	-171.002.777	-158.595.444
RESULTADO OPERACIONAL	229.845.901	104.029.214
Ingresos Financieros	13.515.646	10.638.625
Utilidad Inversión Emp.Relacionadas	5.555.423	14.063.484
Otros Ingresos Fuera de Explotación	27.375.004	29.646.479
Perdida Inversión Emp. Relac. (Menos)	-48.956	-3.928.480
Amortiz. Menor Valor Inversiones (Menos)	-2.902.189	-2.613.817
Gastos Financieros (Menos)	-67.866.103	-64.234.292
Otros Egresos Fuera Explotación (Menos)	-15.740.877	-19.075.231
Corrección Monetaria	-40.442.632	-16.962.624
RESULTADO NO OPERACIONAL	-80.554.684	-52.465.856
RESULTADO ANTES IMPUESTO A LA RENTA	149.291.217	51.563.358
Impuesto a la Renta (Menos)	-19.159.959	-5.280.598
Utilidad (Perdida) Consolidada	130.131.258	46.282.761
Interés Minoritario (menos)	-2.980.932	4.915.278
UTILIDAD (PERDIDA) LIQUIDA	127.150.326	51.198.039
Amortización Mayor Valor Inversiones	21.734.699	20.946.658
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	148.885.025	72.144.697

Anexo 6

Estructura de Propiedad de Copec S.A.

Estructura de Propiedad		
Nombre	RUT	% Participación Accionistas
INVERSIONES Y DESARROLLO LOS ANDES DOS S	96899510-3	30.05
INVERSIONES Y DESARROLLO LOS ANDES SA	96512880-8	30.05
FORESTAL Y PESQUERA CALLAQUI SA	96513480-8	2.29
AFP PROVIDA SA FONDO DE PENSIONES	98000400-7	1.83
VIECAL SA	81280300-K	1.69
FORESTAL Y PESQUERA COPAHUE LTDA	79770520-9	1.44
AFP HABITAT SA FONDO DE PENSIONES	98000100-8	1.39
MINERA VALPARAISO SA	90412000-6	1.38
CORPORACION METROPOLITANA DE INVERSIONES	96502590-1	1.30
AFP CUPRUM SA FONDO DE PENSIONES	98001000-7	1.03
SELECT CAPRICORN HOLDINGS CHILE LIMITADA	78019160-0	1.00
AFP SANTA MARIA SA FONDO DE PENSIONES	98000000-1	0.89

Copec S.A.: Principales Empresas

Sector combustible:

- 99.79 % Abastible
- 39.83 % Metrogas
- 40.80 % Sonacol

Sector forestal:

- 99.98 % Celulosa Arauco
 1. 99.98 % Forestal Arauco
 2. 99.98 % Industrias Forestales (argentina)
 3. 99.98 % Aserraderos Arauco
 4. 99.98 % Paneles Arauco

Sector Pesquero:

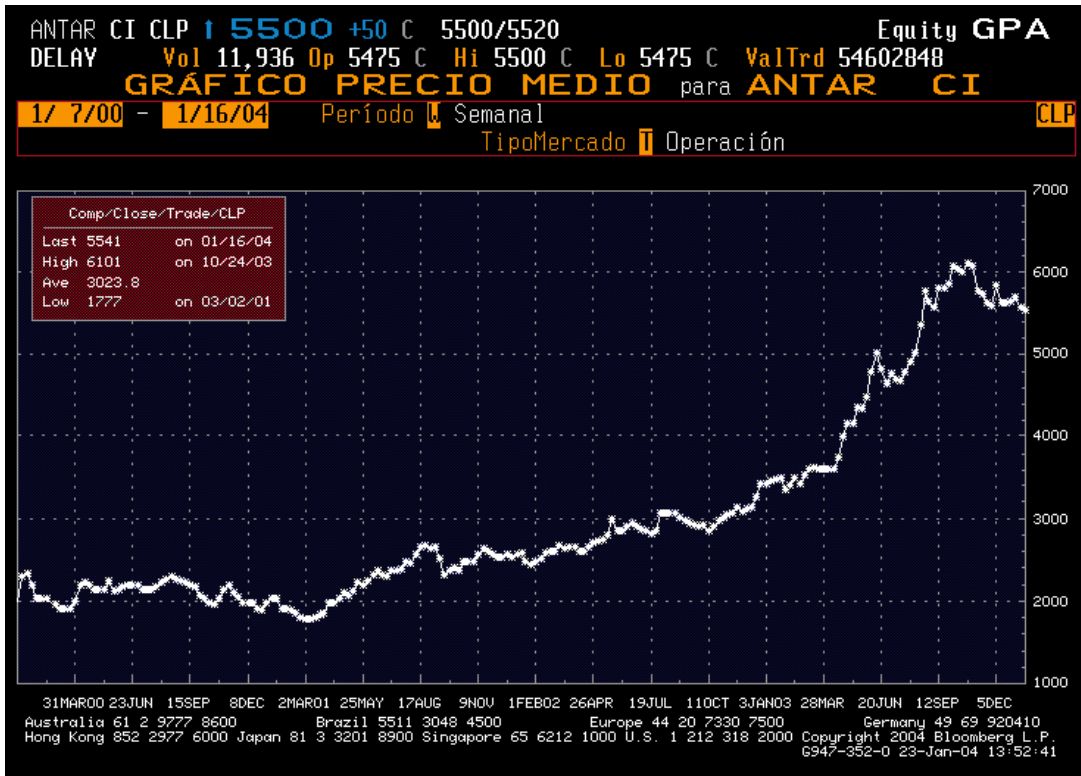
- 81.93 % Igemar
 1. 61.45 % SPK
 2. 25.10 % Corpesca

Otras inversiones:

- 99.34 % ABC Comercial
- 25.00 % Eléctrica Guacolda
- 51.00 % Minera Can-Can

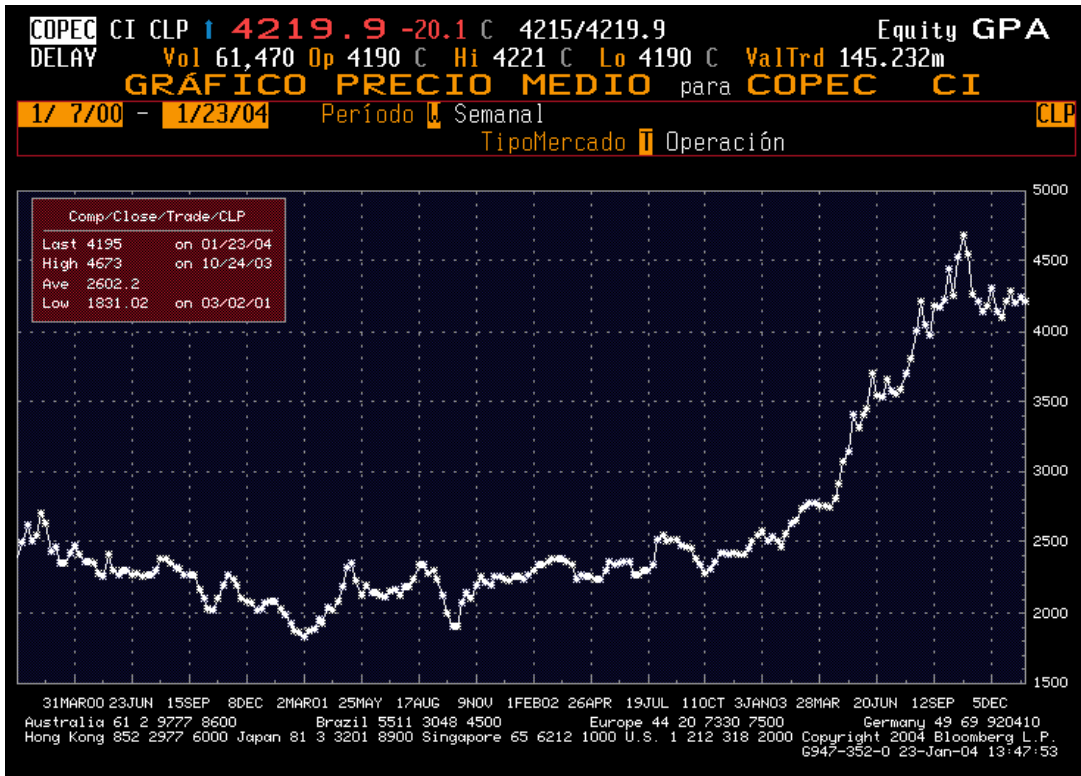
Anexo 7

Evolución del precio bursátil de AntarChile



Anexo 8

Evolución del precio bursátil de Copec.



Anexo 9

Artículos del Código Civil

Art. 1545. Todo contrato legalmente celebrado es una ley para los contratantes, y no puede ser invalidado sino por su consentimiento mutuo o por causas legales.

Art. 1687. La nulidad pronunciada en sentencia que tiene la fuerza de cosa juzgada, da a las partes derecho para ser restituidas al mismo estado en que se hallarían si no hubiese existido el acto o contrato nulo; sin perjuicio de lo prevenido sobre el objeto o causa ilícita.

En las restituciones mutuas que hayan de hacerse los contratantes en virtud de este pronunciamiento, será cada cual responsable de la pérdida de las especies o de su deterioro, de los intereses y frutos, y del abono de las mejoras necesarias, útiles o voluptuarias, tomándose en consideración los casos fortuitos y la posesión de buena o mala fe de las partes; todo ello según las reglas generales y sin perjuicio de lo dispuesto en el siguiente artículo.

Anexo 10

Producción mundial de Celulosa

PRODUCTION OF MARKET PULP (1)(CELULOSA)							
thousand tonnes	2002	2003					
	Q4	Q1	Q2	Q3	Sept	Oct	Nov
Canada	2,091	2,154	1,973	2,161	983	713	711
United States	1,769	1,741	1,785	1,873	603	596	620
Sweden	917	911	925	885	250	291	308
Finland	563	673	563	668	196	218	222
Norscan total	5,340	5,479	5,246	5,587	1,732	1,818	1,861
Seasonally adjusted total	5,360	5,460	5,340	5,480	1,800	1,830	1,920
West Europe (2)	891	950	916	989	312	303	314
Brazil/Chile/Argentina	1,612	1,718	1,766	1,179	591	635	552
Major non-Norscan total	2,503	2,668	2,682	2,768	903	938	866
Seasonally adjusted total	2,510	2,660	2,730	2,720	940	940	890
Other producers (e)	1,440	1,520	1,440	1,490	490	510	520
TOTAL PRODUCTION	9,283	9,667	9,368	9,845	3,125	3,266	3,247
Seasonally adjusted total	9,330	9,630	9,540	9,660	3,240	3,280	3,340
Producers' operating rates (3)							
Norscan (%)	91	94	89	94	89	91	96
Canada	93	96	87	94	91	92	95
United States	87	88	90	93	92	88	94
Sweden	95	96	97	91	79	89	98
Finland	85	100	83	98	88	95	100
Major non-Norscan (%)	96	95	94	96	96	97	92
West Europe	86	91	87	93	90	84	90
Brazil/Chile/Argentina	103	97	99	98	100	104	93
Notes: 1. Bleached chemical paper grade market pulp only.							
2. Portugal, Spain, France, Belgium, Austria, Norway.							
3. Production as a % of practical maximum capacity (PMC).							
e= estimated by Hawkins Wright. ... = not available or not meaningful.							

Bibliografía

- a) Bolsa de Comercio de Santiago
- b) *Memoria Anual 2002, Empresas Copec*
- c) Pulp Watch. Vol 10 n°7 , December 2003/ January 2004
- d) Material Docente
- e) Información de prensa
- f) Información obtenida en terminal Bloomberg.