

**UNIVERSIDAD DE CHILE**



**D DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS**

**ESCUELA DE ECONOMIA Y ADMINISTRACIÓN**

**“CASOS PRÁCTICOS DE ANÁLISIS  
FINANCIERO”**

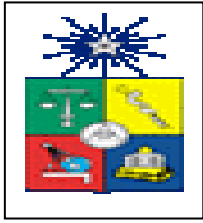
**SEMINARIO PARA OPTAR AL TITULO DE INGENIERO  
COMERCIAL, MENCIÓN ADMINISTRACION**

**Profesor guía : Sr. Fernando Bravo Herrera**

Alumno : Alejandro José Jasen Céspedes

**SANTIAGO - ENERO 2004**

**UNIVERSIDAD DE CHILE**



**FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS**

**ESCUELA DE ECONOMIA Y ADMINISTRACIÓN**

**“CASOS PRACTICOS DE ANALISIS  
FINANCIERO”**

**SEMINARIO PARA OPTAR AL TITULO DE INGENIERO  
COMERCIAL, MENCIÓN ADMINISTRACION**

Profesor guía : Sr. Fernando Bravo Herrera

Alumno : Alejandro José Jasen Céspedes

**SANTIAGO - ENERO 2004**

“La propiedad intelectual de este trabajo de investigación pertenece al profesor que dirigió este seminario”

**UNIVERSIDAD DE CHILE**



**INSTITUTO DE CIENCIAS ECONOMICAS Y ADMINISTRATIVAS**

**ESCUELA DE ECONOMIA Y ADMINISTRACIÓN**

# **“CASOS PRÁCTICOS DE ANÁLISIS FINANCIERO”**

SEMINARIO PARA OPTAR AL TITULO DE INGENIERO  
COMERCIAL, MENCIÓN ADMINISTRACION

Profesor guía : Sr. Fernando Bravo Herrera

Alumno : Alejandro José Jasen Céspedes

**SANTIAGO - ENERO 2004**





*“Este seminario de título va dedicado a todas las personas que en estos años de universidad me entregaron valor, mi familia, mis profesores, en especial a mi profesor guía que dedicó su escaso tiempo a corregir mis errores y finalmente a mis queridos compañeros. Por último quisiera agradecer a mi madre que desde el cielo me ayuda y sé que está orgullosa de mí. En fin, a todos ellos muchas gracias y nos vemos en el campo laboral”.*



# INDICE







# INTRODUCCION





## DESARROLLO DE CASOS:





“Lan Chile S.A.”









“Adquisición y conflictos de interés entre Grupo Angelini (Copec) y Carter Holt Harvey”





**COPEC**









# BIBLIOGRAFIA

## INTRODUCCION

El presente trabajo consiste en la resolución de 2 casos prácticos correspondientes a empresas nacionales, donde el alumno podrá aplicar los conceptos adquiridos en los cursos de análisis financiero y administración.

La idea de este seminario es entregar herramientas al lector para que pueda disminuir la brecha existente entre la teoría y la práctica.

Los casos que se trabajarán son bien interesantes:

El primero se refiere al perfecto manejo que se llevo a cabo en la administración y estrategia de Lan Chile, para poder ser una de las pocas compañías que obtuvo buenos resultados en el periodo 2001-2002 dada la magra situación mundial de la industria aeronáutica.

El segundo caso trata sobre los conflictos de interés entre Angelini y Carter Holt Harvey (empresa Neozelandesa) por obtener acceso al directorio de Copec, y a su vez influir en las decisiones de Celulosa Arauco.



**LAN CHILE S.A.**



































Los años 2001 y 2002 fueron turbulentos para la aviación. Después del atentado del 11 de Septiembre, el sector cayó junto con la industria del turismo. Muchas líneas aéreas recortaron sus vuelos y despidieron a miles de personas.

Con estos antecedentes, supondremos que Usted es Bob's Dog, nuevo gerente de la compañía aérea "Animal Fly" y tendrá la responsabilidad de despegar su compañía dada la magra situación mundial.

Para lograr un mayor aprovechamiento de este caso Ud. deberá hacer un análisis similar con su compañía y compararla con la competencia.

Para ayudar a esto, le sugiero responder las preguntas de la página siguiente con el fin de aterrizar conceptos y tener la posibilidad de darse cuenta de los pro y contras de su empresa frente a una situación hostil.

En el caso que Ud. encuentre otras soluciones a estos problemas, no dude en compartílos con sus compañeros de curso.





# PLAN DE TRABAJO

¿Por qué cree que LAN CHILE comenzó una fuerte ola de inversiones para renovar su flota justo en años de recesión internacional. Tome como base el anexo “Presentación a Inversionistas” de Noviembre 2000 (anexo 6)

En simples palabras, ¿Por qué la compañía continúa con utilidades, contrariamente a los resultados de la mayoría de las aerolíneas comerciales?

En su opinión, ¿Cree Ud. que el sistema financiero seguirá apoyando la gestión de Lan Chile, respecto a seguir refinanciando sus déficit de caja, como sugiere la compañía?

¿Qué efectos vislumbra para las operaciones de Lan Chile, los acuerdos sobre cielos abiertos logrados en la APEC y los bilaterales de Chile con otros países?

Comente las principales características que posee la Deuda Financiera de Lan Chile y refiérase a la información proporcionada por los índices correspondientes(anexo 5 y 7)

# PRESENTACIÓN

Desde de los ataques terroristas del 11 de Septiembre del 2001 en Estados Unidos, la industria aeronáutica se encuentra viviendo una de sus más grandes crisis, incluso llegando a cierres de empresas, cancelaciones de rutas y despidos en masas, en la cual se intensificó aún más la competencia.

En este contexto, **LAN CHILE** ha logrado destacarse, dentro y fuera de la industria de aerolíneas comerciales, siendo una de las pocas con UTILIDADES durante el año 2001-2002 (ver anexo 1), convirtiéndose en una de las empresas más admiradas de Latinoamérica según varios estudios de revistas especializadas, manteniendo incluso su *Investment Grade* de parte de las Calificadores de Riesgo.

Los positivos resultados reflejan la capacidad de la compañía para adaptar rápida y efectivamente sus operaciones y estructuras de costos frente a cambios en el mercado. Por ejemplo, en respuesta a la disminución en la demanda desde septiembre del 2001, la compañía redujo sus operaciones en un 10% y su personal en un 7,5%, devolviendo aviones arrendados y retrasando las adquisiciones de nuevos aviones. Esto último, habla de una flexibilidad que no presentan otras compañías del sector que son dueñas de la mayor parte de su flota.

## ¿QUÉ ES LAN CHILE?

Lan Chile es una empresa dedicada al transporte aéreo de pasajeros y carga, con ventas anuales por sobre los US\$ 1.400 millones, ubicándose entre los operadores más grandes de Latinoamérica.

Su “Modelo Único” de negocios ha hecho rentable todos sus vuelos, al mezclar eficientemente los negocios de transporte de pasajeros con el de carga, maximizando el espacio de su flota. Sus importantes alianzas han logrado conexiones a todo el mundo (ver anexo 2).

Actualmente su proceso de renovación de flota, llevará a ahorros en los costos de combustibles y mantenimiento. También esta realizando una reestructuración de sus filiales, a mediano plazo, quedando un holding central con filiales de carga y pasajeros.

## ANÁLISIS FODA

Como primer paso, y para conocer a Lan Chile y su entorno, desarrollaré un análisis FODA<sup>1</sup>. De esta forma nos haremos un rápido perfil de la empresa y el contexto en donde trabaja, esto nos ayudará posteriormente a realizar mejores estimaciones, supuestos y detectar los potenciales riesgos a que se puede enfrentar en el corto plazo y mediano plazo.

### FORTALEZAS

Lan Chile ocupa en el mercado nacional una posición de liderazgo en transporte de pasajeros y carga<sup>2</sup>.

	2 0 0 2			2 0 0 1		
	Lan Chile %	Lan Express %	Total %	Lan Chile %	Lan Express %	Total %

<sup>1</sup> Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas.

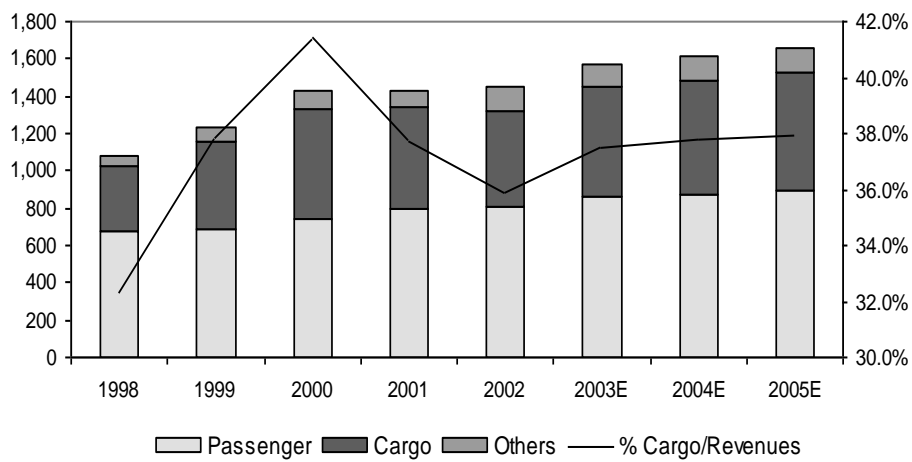
<sup>2</sup> Junta Aeronáutica Civil, acumulado enero-agosto 2002.

<b>Antofagasta</b>	8.5	81.8	<b>90.3</b>	41.3	46.6	<b>87.9</b>
<b>Arica</b>	24.1	62.0	<b>86.1</b>	35.0	47.4	<b>82.4</b>
<b>Balmaceda</b>	2.1	96.7	<b>98.8</b>	25.2	62.5	<b>87.7</b>
<b>Calama</b>	5.2	87.2	<b>92.4</b>	43.8	49.7	<b>93.5</b>
<b>Concepción</b>	16.9	83.1	<b>100.0</b>	34.9	62.1	<b>97.0</b>
<b>Copiapo</b>	42.1	57.9	<b>100.0</b>	51.9	45.1	<b>97.0</b>
<b>El Salvador</b>	99.7	0.3	<b>100.0</b>	99.0	1.0	<b>100.0</b>
<b>Iquique</b>	14.2	75.5	<b>89.7</b>	36.3	43.7	<b>80.0</b>
<b>La Serena</b>	40.2	59.8	<b>100.0</b>	38.2	59.9	<b>98.1</b>
<b>Osorno</b>	0.9	99.1	<b>100.0</b>	46.6	53.3	<b>99.9</b>
<b>Pto. Montt</b>	8.1	90.6	<b>98.7</b>	23.5	64.2	<b>87.7</b>
<b>Pta. Arenas</b>	13.8	84.5	<b>98.3</b>	23.0	65.3	<b>88.3</b>
<b>Temuco</b>	11.4	87.8	<b>99.2</b>	37.4	56.7	<b>94.1</b>
<b>Valdivia</b>	19.5	80.2	<b>99.7</b>	37.5	57.9	<b>95.4</b>

El modelo único de la compañía mezcla eficientemente los negocios de pasajeros y carga, dándole una ventaja sobre otras aerolíneas en la industria, al hacer los vuelos rentables aún en temporadas y horarios de poca demanda de pasajeros. Esta flexibilidad no se presenta en otras compañías del sector.

Año	Pasajeros	Carga (MM)	Otros (MM)	% Ganancias	Carga /
	(MM)				

	USD)	USD)	USD)	
1998	679.7	350.1	53.6	32.30%
1999	690.6	466.5	75.3	37.90%
2000	742.1	590.3	92.8	41.40%
2001	800.3	538.6	89.4	37.70%
2002	802.5	521.6	128.3	35.90%
2003E	858.4	588.7	121.7	37.50%
2004E	877.3	609.3	125	37.80%
2005E	898.3	627.6	128.3	37.90%



Lan Chile Cargo firmó con la alemana Lufthansa Cargo, la mayor operadora de carga europea, un convenio que le permite crear sinergias y potenciar su presencia en el mercado europeo.

Existen altas barreras de entrada y salida del mercado nacional<sup>3</sup>.

La compañía esta desarrollando un agresivo plan de inversiones para renovar su flota, lo que permitirá importantes ahorros en el consumo de combustibles y mantenimiento<sup>4</sup>.

Características	Lan Chile S.A. y sus filiales			
	2001	2002	Aeronave	Uso
<b>Propia</b>	1	0	DC-8	Carguero
	10	12	Boeing 737	Pasajero/Carguero
	4	3	Boeing 767	Pasajero/Carguero
	5	5	Boeing 767	Carguero
	2	4	Airbus A320	Pasajero/Carguero
	<b>22</b>	<b>24</b>	<b>Subtotal propia</b>	
<b>Arrendada</b>	4	2	DC-8	Carguero
	2	1	Boeing 737 y 767	Carguero
	21	14	Boeing 737 y 767	Pasajero/Carguero
	8	10	Airbus A320	Pasajero/Carguero
	4	4	Airbus A340	Pasajero/Carguero
	<b>39</b>	<b>31</b>	<b>Subtotal arrendada</b>	
<b>Total flota</b>	<b>61</b>	<b>55</b>		

Flota de Lan Chile y sus filiales<sup>5</sup>

En la mayor crisis que ha sufrido la aviación comercial mundial, Lan Chile ha logrado destacarse, siendo una de las pocas líneas aéreas de la región que pasaron el 2001 con utilidades.

Numerosas alianzas le han permitido abarcar mas destinos proporcionando conexiones y accesos a las principales ciudades del mundo.

Oneworld, desde Junio 2002

<sup>3</sup> Según un artículo publicado por Estrategia, que desde 1978 a la fecha han entrado y salido a lo menos 17 aerolíneas

<sup>4</sup> Esto no le ha restado flexibilidad a la compañía, su habilidad negociadora para devolver los aviones en arriendos y posponer nuevas adquisiciones, marca la diferencia con otras aerolíneas que son dueñas de la mayoría de su flota de aviones

<sup>5</sup> Nótese que todos los aviones son cargueros.



Alaska Airlines, desde 1999

American Airlines, desde 1997

British Airlines, desde Agosto 2000

Iberia Airlines, desde Enero 2001

Quantas Airways, desde Julio 2002

También tiene otros acuerdos regionales con TAM, Aeroméxico, Mexicana y Varig.

Otra ventaja sobre la industria son los bajos costos en mano de obra<sup>6</sup>. También este último tiempo ha incrementado sus ventas a través del sitio web, reduciendo así las comisiones a las agencias de viaje.

Al ser un gran demandante de combustible esta muy expuesto a los vaivenes del precio. Por esta razón Lan Chile compra a futuro el 50% de este insumo, fijando el precio 6 meses antes.

Lan Chile es una de las pocas aerolíneas con status de *Investment Grade*, de parte de las calificadoras de riesgo internacionales<sup>7</sup>. Esto permite financiar futuras inversiones a un bajo costo y asegura un acceso sin restricciones al mercado de capitales internacional.

Lan Chile es dueña de una gran cantidad de aviones, y puede suplir la demanda de forma impecable, pero en caso de sobredemanda, debe recurrir al leasing donde encontramos 2 tipos.

---

<sup>6</sup> Esto es sustentable durante los próximos años, ya que a fines del 2001, se firmó con los 111 miembros del Sindicato de Pilotos un nuevo contrato colectivo por cuatro años, y a cinco años con 147 pilotos que previamente eran miembros del sindicato. Estos acuerdos le brindan estabilidad al ambiente laboral, reduciendo la incertidumbre de Lan Chile para sus planes estratégicos.

<sup>8</sup> Fitch calificó a Lan Chile con "BBB-", el 16 de enero de 2002.

Dry lease, es el acuerdo de alquilar un avión, que incluye el avión, mantención, seguros, pero no incluye tripulación.

Wet lease, es el acuerdo de alquilar un avión, que incluye el avión, mantención, seguros, y tripulación.

Durante el año 2002, el mercado reconoció su calidad a través de distintos estudios y ranking de prestigiosas revistas internacionales:

**Global Finance.** Lan Chile lideró a las 15 empresas latinoamericanas que figuraron en el ranking de las mejores empresas a nivel mundial.

**Latin Trade.** Lan Chile fue elegida entre las 20 empresas más admiradas de América Latina.

**Sky Trax** (estudios de mercado). Eligió a Lan Chile como la mejor aerolínea de Sudamérica.

**AméricaEconomía.** Lan Chile fue elegida como la compañía más segura entre las aerolíneas comerciales (en una encuesta entre 500 ejecutivos latinoamericanos).

## OPORTUNIDADES

Los resultados de Lan Chile son muy dependientes de los ciclos económicos, el que según un estudio del Santander Investment Chile, dice que el negocio de pasajeros normalmente crece 1.5 a 2 veces el aumento del PIB, y el negocio de la carga aproximadamente 2.5 veces.

La compañía estaría preparada para abrazar las oportunidades de crecimiento consolidando su red en Latinoamérica con el plan “Lan América” (anexo 3), con filiales en Brasil, México, Argentina, Ecuador, Paraguay y Estados Unidos, además de importantes alianzas en todo el mundo.

Para ser más específico, Lan Chile está en plan de expandirse regionalmente, diversificando así su riesgo. La idea central es que Lan Chile desea reasignar eficientemente el excedente de su flota ociosa. Creando así “Lan Perú” desde 1999, “Lan Ecuador” desde 2001 y “Lan Dominicana” 2002

## DEBILIDADES

Esta industria ha sido históricamente muy competitiva, particularmente en el tráfico internacional. Además de una fuerte dependencia a los vaivenes económicos internacionales lo que ha derivado, en el escenario económico actual, en márgenes estrechos y caídas en las utilidades.

Un punto a observar es el aumento del endeudamiento de los últimos años (debido a la renovación de su flota) y las pérdidas derivadas de la filial Lanlogistics Corp. (empresa en desarrollo).

La menor generación de fondos del 2001 ha afectado la capacidad de pago de las obligaciones financieras. Pese a esto, se debe considerar el importante volumen de activos de fácil liquidación (depósitos a plazo y valores negociables) que le permiten cubrir el descalce entre los flujos generados y sus compromisos.

Aunque la administración esta en manos de destacados empresarios (Familias Cueto y Piñera), es opacada por la informalidad de los acuerdos de los tres grupos controladores: la familia Cueto (32.3%), Piñera Group (27.2%) e Hirmas-Eblen Group (23.7%).

## AMENAZAS

Las operaciones de carga relacionada a Argentina casi han desaparecido, y el tráfico de pasajeros en ese país ha disminuido 40% en comparación al periodo 2000-2001. Se espera que para lo que queda del 2002 y el 2003 se mantendrá el bajo movimiento. Además ha aparecido un nuevo competidor, “Southern Wings” (aerolínea argentina) que inició sus operaciones con la ruta Santiago-Mendoza-Buenos Aires.

En Brasil también han aparecido nuevos competidores en el negocio de carga. Se trata de la aerolínea Atlas, que ha empezado a operar a fines del año pasado. Las intenciones de Atlas parecen ser penetrar el mercado latinoamericano de carga. Sin embargo, esta compañía tiene problemas financieros con su nueva flota, que podría limitar sus inversiones en la región.

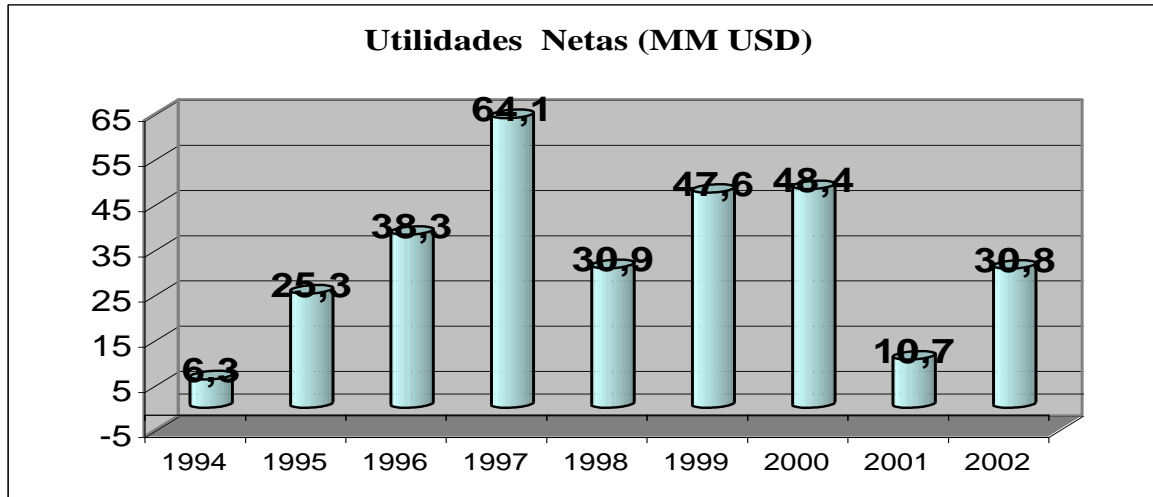
Además de esto, con la incursión de la aerolínea SKY en el mercado doméstico, la participación de mercado de Lan Chile ha venido cayendo levemente.

Los resultados de Lan Chile son muy sensibles al precio del petróleo debido a que es un insumo primordial para su negocio, a pesar de su cobertura con 6 meses de anticipación.



## ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA

### RESPECTO A LAS UTILIDADES

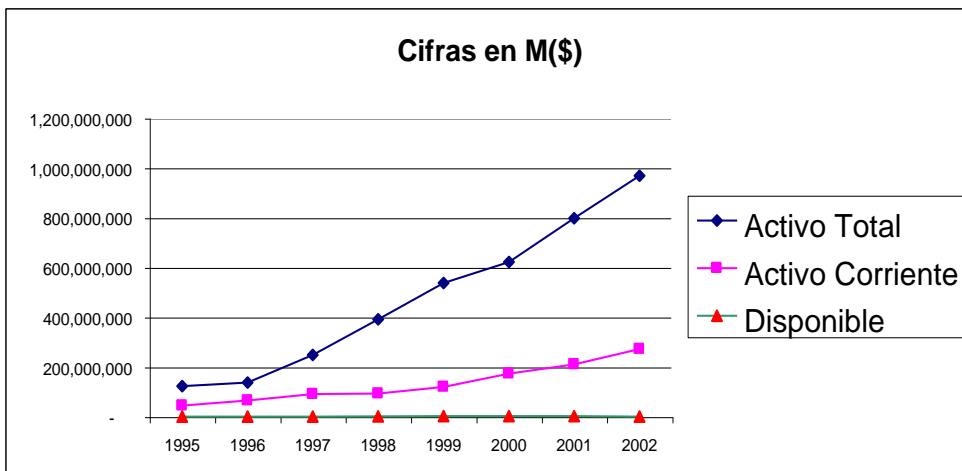
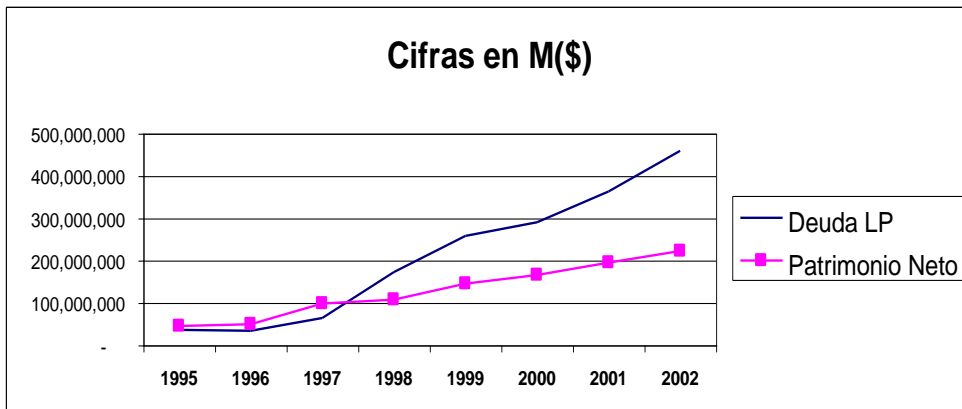


Gracias a la planeación y control de la nueva administración de 1994, las utilidades aumentaron 300% y 51% al año siguiente, hasta llegar a un máximo en 1997, pero para los siguientes años la historia cambió. Las crisis asiática, brasileña, rusa hasta los atentados terroristas afectaron negativamente las utilidades de la compañía.

### SOBRE LAS INVERSIONES

Los controladores han realizado agresivas inversiones, expandiendo y renovando la flota (a través de la adquisición o arrendamiento), como también creando y adquiriendo nuevas unidades de negocios. Esto ha logrado que los Activos Totales, y en particular

los Activos Fijos, han aumentado año tras año. La fuente de financiamiento de estas inversiones ha sido principalmente la Deuda Financiera de Largo Plazo, política aplicada desde 1996. De esta manera la deuda ha venido superando al patrimonio en los últimos años.



Sin embargo, el alto financiamiento externo de Lan Chile no es aún tan crítico, debido a su reconocida gestión y utilidades ganadas en los últimos años. Incluso para los años 2003 y 2004 se esperan ganancias netas de 59.1 y 88.6 Millones de dólares respectivamente.





## ANÁLISIS DE LAS PRINCIPALES RAZONES

Con el fin de cubrir un amplio conjunto de factores críticos para Lan Chile, se lleva a cabo un análisis de las principales razones financieras de la empresa comparando así el comportamiento de los años 2001-2002.

INDICES FINANCIEROS (CLP)		
Descripción	Diciembre-02	Diciembre-01
Util. x Accion en 12 Meses	69,4208	22.92
Util. x Accion en 12 Meses	69,4208	22.92
Valor Libro	695,9705	609.95
Margen Directo / Ventas	0,3546	0.34
Utilidad Neta / Ventas	0,0212	0.01
Utilidad Neta / Cap. y Res.	0,1073	0.04
Razon Circulante	0,9055	0.79
Razon Acida	0,7668	0.62
Pasivo Exigible / Patrimonio	4,1204	3.97
Pasivo L. Plazo / Patrimonio	2,6337	2.50
Utilidad Neta / Inversion	0	0
Acciones en Circulacion	318,909,090.00	318,909,090.00
Relacion Precio / Utilidad	12,3738	44.47

Relacion Bolsa / Libro	1,2342	1.67
Precio Cierre	859	1,019.30
TIPO DE CAMBIO	718.61	674.43

En este cuadro, se puede observar que la utilidad por acción del año 2002 es casi tres veces la del año 2001. La utilidad neta sobre ventas del 2002 es dos veces la del 2001.

Por último, la razón precio/utilidad ( $1/(r-g)$ ) del 2002 es casi tres veces menor a la del 2001, lo que podría significar que las oportunidades de crecimientos están disminuyendo.

Ahora bien, para dar una idea de cual es el comportamiento de la competencia (Varig, Avianca y Mexicana), presento en el anexo 7 una comparación de ratios para el año 2001.

## MEDIDAS DE RENTABILIDAD

Estas razones permiten analizar y evaluar las ganancias de la empresa con respecto a un nivel dado de ventas, de activos o la inversión de los dueños.

Como se muestra en el siguiente cuadro, la gestión de la administración ha logrado que los retornos sobre los activos hayan aumentado mas de 100% del periodo 2001 al 2002, llegando así a un 1.94%. Y comparando la rentabilidad sobre patrimonio (ROE), ésta aumentó casi 3 veces, demostrando así que la gestión de Lan Chile fue exitosa.

(M \$)	2002	2001
Utilidad	22.138.937	7.312.210
Ventas	1.043.733.597	963.321.305
Patrimonio	221.951.322	194.595.704
Activo	1.139.313.038	967.773.142
ROA	1,94%	0,76%
ROE	9,97%	3,76%
Rotación activo	0,916107832	0,995399917

## APALANCAMIENTO

(M \$)		
	2002	2001
Oblig. bancos e Inst.		
Finan	440.313.905	397.557.085
Ventas	1.043.733.597	963.321.305
Patrimonio	221.951.322	194.595.704
Activo total	1.139.313.038	967.773.142
Pasivo LP	584.557.616	487.065.901
Deuda Fin / Activo	38,65%	41,08%
Deuda Fin / Patrimonio	198,38%	204,30%
Pasivo LP / Activo	51,31%	50,33%
Pasivo LP / Patrimonio	263,37%	250,30%
Pasivo LP / Ventas	56,01%	50,56%

El alto apalancamiento en general en esta industria ya ha sido tratado, presentando aquí los principales números (del 2001 y 2002 en millones de pesos con tipo de cambio de 674.43 y 718.61 respectivamente) para su análisis.

### RAZONES DE LIQUIDEZ

(M \$)	2002	2001
Activo circulante	298.826.064	226.269.808
Pasivo circulante	329.989.837	284.627.208
K de trabajo	-31.163.773	-58.357.400
Liquidez	90,56%	79,50%

El tipo de cambio para los años 2001 y 2002 si se quiere analizar en dólares es de 674.43 y 718.61 respectivamente.

El capital de trabajo para el 2001 y 2002 de Lan Chile es negativo, es decir sus activos corrientes no cubren sus pasivos de corto plazo, alcanzando una liquidez corriente de 0,795 y 0,905 respectivamente . Sin embargo, esto es sustentable porque los pasajes

son pagados por adelantado, es decir, los activos circulantes tienen mayor rotación que los pasivos circulantes.

## ANÁLISIS DEL FLUJO DE CAJA OPERACIONAL

Ahora se proyectarán los Flujos de Caja Operacional para determinar si existen problemas de solvencia en los próximos años. Presentaré en primer lugar los criterios que he adoptado en base a la información histórica que se dispone y las proyecciones económicas del mercado (Anexo 4).

### COSTOS: EN EL MARGEN

Comenzamos nuestros supuestos manteniendo el margen bruto (margen de explotación/ingresos de explotación) en 33%. En coherencia con los últimos años y con los estados de resultados del 2002. (Anexo 5)

Analizando los costos más directos, es posible creer que un margen bruto de 33% es sustentable en los próximos años, ya que Lan Chile ha hecho esfuerzos en mantener su nivel de gastos y costos controlados<sup>8</sup>, como se observa en el cuadro siguiente con los principales ítems:

#### Principales ítem de costos y gastos

<b>Combustible</b>	La empresa hace tres años que comenzó a cubrirse ante cambios inesperados en el precio del combustible, por lo que ha disminuido su exposición (ante posibles conflictos en el Medio Oriente) . Además, las nuevas naves están produciendo ahorros en combustible.
<b>Comisiones de Ventas</b>	Gracias a las ventas por Internet, las comisiones a las agencias están disminuyendo a una tasa del 5%.
<b>Gasto de Mantenimiento</b>	Debido a renovación de la flota de Lan Chile, se esperan menores gastos de mantención.
<b>Servicios a Bordo</b>	Se han mantenido al mínimo.
<b>Remuneraciones</b>	Se disminuyó el personal en 7,5%, después de los atentados del 11 de septiembre, y las negociaciones con los sindicatos de pilotos logró una duración de cuatro y cinco años.

## INGRESOS: EN LA NUBE DE LO INCIERTO

Dada la situación mundial (año 2001-2002). Se puede pensar que continuarán los efectos negativos desde Argentina, con una lenta recuperación mundial. Esto es importante a la hora de realizar las proyecciones de los ingresos operacionales de Lan Chile, dada su alta dependencia a los vaivenes económicos.

### **Proyecciones de crecimiento del PIB, en %.**

	SCH*		BBVA*		Merrill Lynch*	
	Chile	Argentina	Chile	Argentina	EE.UU.	Chile
2000	4,4	-0,8	4,4	-0,8	3,8	4,4
2001	2,8	-4,4	2,8	-4,4	0,3	2,8
2002e	1,7	-11,0	2,2	-11,3	2,0	2,7
2003e	3,7	4,0	2,8	2,3	2,5	4,7

\*: al 02/11/02.

Por tal motivo, supondré que los ingresos operacionales se mantendrán estables para fines del 2002 y 2003, retomando las antiguas tasas de crecimiento para los siguientes años. Esto en base a las proyecciones de crecimiento de la economía y la correlación que existe con los resultados brutos de la compañía.

## INVERSIONES: SIN EMBARGO CONTINÚAN



La renovación de la flota continúa en los próximos años, hasta el 2005. Estas inversiones implicarán aumentos en el gasto por mayores rentas de los aviones arrendados y del gasto financiero originado por la adquisición de nuevas naves con deuda. Puede creerse que es una situación delicada para el 2003 en adelante, debido a la baja demanda de pasajeros y carga proyectada. Para contrarrestar esta situación, se espera que durante los próximos años se incremente el capital, para cubrir las necesidades y disminuir el *leverage* de la empresa.

#### Flota Proyectada de Lan Chile

		2000	2001	2002	2003e	2004e	2005e
Pasajeros	Propios	4	15	18	20	22	22
	Arrendados	35	33	27	22	20	21
<b>Subtotal</b>		<b>39</b>	<b>48</b>	<b>45</b>	<b>42</b>	<b>42</b>	<b>43</b>
Carga	Propios	3	6	6	6	6	6
	Arrendados	5	6	4	1	0	0
<b>Sutotal</b>		<b>8</b>	<b>12</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>Total</b>		<b>47</b>	<b>60</b>	<b>55</b>	<b>49</b>	<b>48</b>	<b>49</b>

#### FLUJOS DE CAJA PROYECTADOS \*\*

Se puede observar, que existen graves problemas para los flujos de los años 2002 y 2003. Es importante mencionar que los resultados del 2002 están razonablemente con los resultados presentados por Lan Chile al tercer trimestre de este año y para el año 2003 no se ha considerado los aumentos de capital esperados.

Estados de Resultados y Flujos de Caja Proyectados (MM USD)

	2000	2001	2002e	2003e	2004e
Ventas	1.425,2	1.428,3	1.253,7	1.291,3	1.343,0
Costos Operativos	-1.341,8	-1.378,0	-1.207,0	-1.210,2	-1.249,0
<b>Resultado Operativo</b>	<b>83,4</b>	<b>50,3</b>	<b>46,7</b>	<b>81,2</b>	<b>94,0</b>
Utilidad Financiera	5,3	5,5	12,0	8,0	5,5
Res. Emp. Relacionadas	-2,7	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5
Otros Ingresos	13,9	15,0	15,0	15,0	15,0
Otros Gastos	-7,2	-20,5	-7,0	-15,0	-15,0
Gasto Financiero	-31,7	-35,6	-41,9	-44,0	-44,3
Am. Derecho de Llaves	-2,1	-2,4	-2,8	-3,2	-3,5
<b>Resultado No Operativo</b>	<b>-24,5</b>	<b>-38,5</b>	<b>-25,2</b>	<b>-39,7</b>	<b>-42,8</b>
Resultado Antes de Impuestos	58,9	11,8	21,5	41,5	51,2
Impuestos	-10,4	0,6	-3,4	-6,8	-8,7
Interés Minoritario	-0,1	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6
<b>Utilidad Neta</b>	<b>48,4</b>	<b>10,8</b>	<b>16,5</b>	<b>33,0</b>	<b>40,9</b>
Depreciación y	42,0	51,9	63,9	68,4	70,0
Variaciones Capital de	7,5	61,0	5,0	-2,0	-2,7
Otros ajustes no-caja	36,3	31,8	5,0	1,0	1,0
<b>Flujo de Caja Operativo</b>	<b>85,8</b>	<b>144,7</b>	<b>90,4</b>	<b>100,4</b>	<b>109,2</b>
Inversiones	-145,6	-341,3	-131,5	-95,0	-95,0
<b>Flujo de Caja Libre</b>	<b>-59,8</b>	<b>-196,6</b>	<b>-41,1</b>	<b>5,4</b>	<b>14,2</b>
<b>Amortización Deuda</b>			-61,8	-65,0	-57,0
<b>Dividendos 30%</b>			-4,9	-9,9	-12,3

(\*\*) Este flujo de caja proyectado fue hecho en Noviembre de 2002.

COMENTARIOS FINALES

Históricamente Lan Chile ha sabido mantener los resultados finales en azul, incluso en años críticos internacionalmente como 1998 y 2001. Ahora bien, con la nueva administración (de 1994) la compañía progresivamente ha renovado y ampliado su flota y ha incursionado en nuevas áreas aprovechando algunas sinergías del negocio, como lo

ha sido la carga, Internet y mantenimiento. Todo esto implican fuertes inversiones, tanto al adquirir nuevos aviones, como al adquirir y crear nuevas empresas ( ver anexo 2).

Estas fuertes inversiones se espera que sean acompañadas de fuertes ingresos, los que en estos años recesivos no se han presentado. En este sentido el gasto financiero esta jugando en contra, sin embargo Lan Chile con su status de *Investment Grade* tiene una posición privilegiada, otorgándole acceso a fuentes de financiamiento<sup>9</sup>.

A pesar del posicionamiento de Lan Chile, nos encontramos con flujos de cajas negativos para 2003 y 2004, que al igual que en años anteriores éstos deberán ser cubiertos con nuevos préstamos bancarios. Este momento llama a preguntarse: Hasta cuándo y cuánto Lan Chile puede, con un mayor endeudamiento, sostener estas inversiones y, por ende, sus flujos de caja?

Podría pensarse que con la reputación de Lan Chile, el sistema bancario respaldará sus operaciones en la medida que mantenga controlados sus gastos y existan razonables expectativas de crecimiento de la demanda. Independiente de esto, existen factores críticos externos latentes que inyectan una incertidumbre no menor al futuro de Lan Chile: como una guerra en el Medio Oriente que elevaría el precio del combustible<sup>10</sup>; la posibilidad de una más profunda recesión regional<sup>11</sup>; la llegada de nuevas aerolíneas al mercado nacional<sup>12</sup> y regional; e incluso existe el peligro latente de nuevos atentados terroristas que afecten directamente a las aerolíneas comerciales.

---

<sup>9</sup> El costo de la deuda según *Santander Investment Chile*, después de impuestos, llega a 6,2%.

<sup>10</sup> Aunque, como ya hemos mencionado, Lan Chile ha disminuido su exposición tomando las coberturas apropiadas.

<sup>11</sup> A pesar que la elección de Lula en Brasil ya ha sido aceptada en el mercado, existen siempre probabilidades de que en el corto a mediano plazo Brasil siga los pasos de Argentina. Esto implicarían fuertes efectos en el principal mercado de Lan Chile (Latinoamérica).

<sup>15</sup> Recordemos los efectos que tuvo en el mercado chileno la llegada de AeroContinente.

# Anexo 1

## Carta a los accionistas (memoria anual 2002)

Estimados accionistas:

El 2002 fue un año positivo para Lan Chile. Si bien enfrentamos un período de crisis, éste fue abordado con visión de futuro y creatividad, y gracias a ello logramos transformar problemas que parecían insalvables en oportunidades y logros. La Compañía no sólo tuvo que responder a temas que afectaron al resto de la industria, como del magro desempeño de la economía mundial y el temor generado por los atentados de Septiembre del 2001, sino que también debió hacer frente a los efectos de la crisis en Argentina, la incertidumbre en Brasil y el escaso dinamismo de la economía chilena. Sin embargo, Lan Chile salió airoso de este reto y consiguió aumentar sus utilidades, triplicando –prácticamente- las obtenidas el año anterior. La habilidad que demostró para adaptarse a un complicado escenario y así obtener buenos resultados es una clara demostración de que Lan Chile es una empresa de clase mundial.

Nuestro modelo de negocios fue clave en el 2002. La efectiva combinación carga y pasajeros nos ha permitido aprovecharla sinergia existente entre ambas áreas y obtener un mejor rendimiento de nuestros activos. La combinación de este modelo con una estructura de costos extremadamente eficiente se traduce en factores de ocupación de equilibrio menores y explica por qué Lan Chile logra operar de manera rentable aún cuando sus competidores se ven forzados a hacerlo con pérdidas o a cortar sus servicios.

La flexibilidad y agilidad para reaccionar – características reconocidas de nuestra compañía- también fueron fundamentales. Ellas nos permitieron potenciar rápidamente nuestra presencia en otros mercados para mitigar la reducción de la demanda en determinadas rutas. Gracias a la red que hemos construido - y en donde se complementan nuestras propias operaciones con múltiples acuerdos comerciales y alianzas – pudimos abrir nuevas rutas, ajustar vuelos y optimizar el uso de nuestros recursos sin afectar la calidad del itinerario que ofrecemos a nuestros usuarios. Esto, junto con un servicio de clase mundial, nos permitió continuar

satisfaciendo las necesidades y expectativas de nuestros clientes durante el 2002 y así mejorar nuestra posición competitiva.

Los elementos antes mencionados nos permitieron manejar la crisis que enfrentamos en el 2002 y obtener mejores resultados. En medio de un entorno adverso Lan Chile generó una utilidad neta de US\$30.8 millones. Más aún, la Compañía reforzó su sólida situación financiera y duplicó su posición de caja durante el año. Además, no mantenemos deudas de corto plazo y nuestros compromisos de largo plazo presentan un riesgo limitado dado que financian nuestros aviones y tienen perfiles de pago de más de 12 años. La ratificación de nuestra calificación BBB- confirma la solidez de nuestras finanzas y consolida a Lan Chile dentro del exclusivo grupo de líneas aéreas clasificadas como *Investment Grade* en el mundo.

Además de estos buenos resultados, la gestión realizada generó múltiples reconocimientos. En términos de servicio nuestros aciertos fueron valorados internacionalmente por entidades especializadas. Por ejemplo, en una encuesta efectuada por la agencia inglesa Skytrax - entre más de seis millones de pasajeros – fuimos elegidos como la mejor línea aérea de América del Sur. Otro estudio nos ubicó entre las diez mejores compañías con servicio a Alemania, un mercado al que operan la mayoría de las aerolíneas internacionales. Además, oneworld fue reconocida como la mejor alianza global, y nuestro salón VIP Neruda en Santiago fue considerado por Forbes como uno de los 10 mejores a nivel mundial.

A nivel corporativo también recibimos importantes distinciones. La revista Air Transport World nos entregó su premio al liderazgo de mercado, distinguiéndonos como una de las seis aerolíneas más destacadas del mundo en el 2002, y Global Finance nos destacó como la Mejor Aerolínea de América Latina. Pero sin duda, el más importante reconocimiento del año fue la fidelidad de nuestros clientes, tanto en carga como en pasajeros. Gracias a su preferencia Lan Chile afianzó su liderazgo en la mayoría de los mercados donde opera.

Al finalizar, quisiera agradecer a todos quienes hicieron posible que el 2002 fuera un año positivo. La creatividad y dedicación de los trabajadores de Lan Chile fueron fundamentales en la búsqueda y ejecución de soluciones. La preferencia de nuestros clientes permitió que estos ajustes fueran exitosos. Y la confianza de nuestros accionistas fue un respaldo trascendental a

nuestra gestión. Pero el desafío continúa y seguiremos comprometiendo nuestros mayores esfuerzos para obtener cada año mejores resultados y consolidar a Lan Chile como una de las aerolíneas líderes a

nivel mundial.

**Jorge Awad M**

Presidente

del

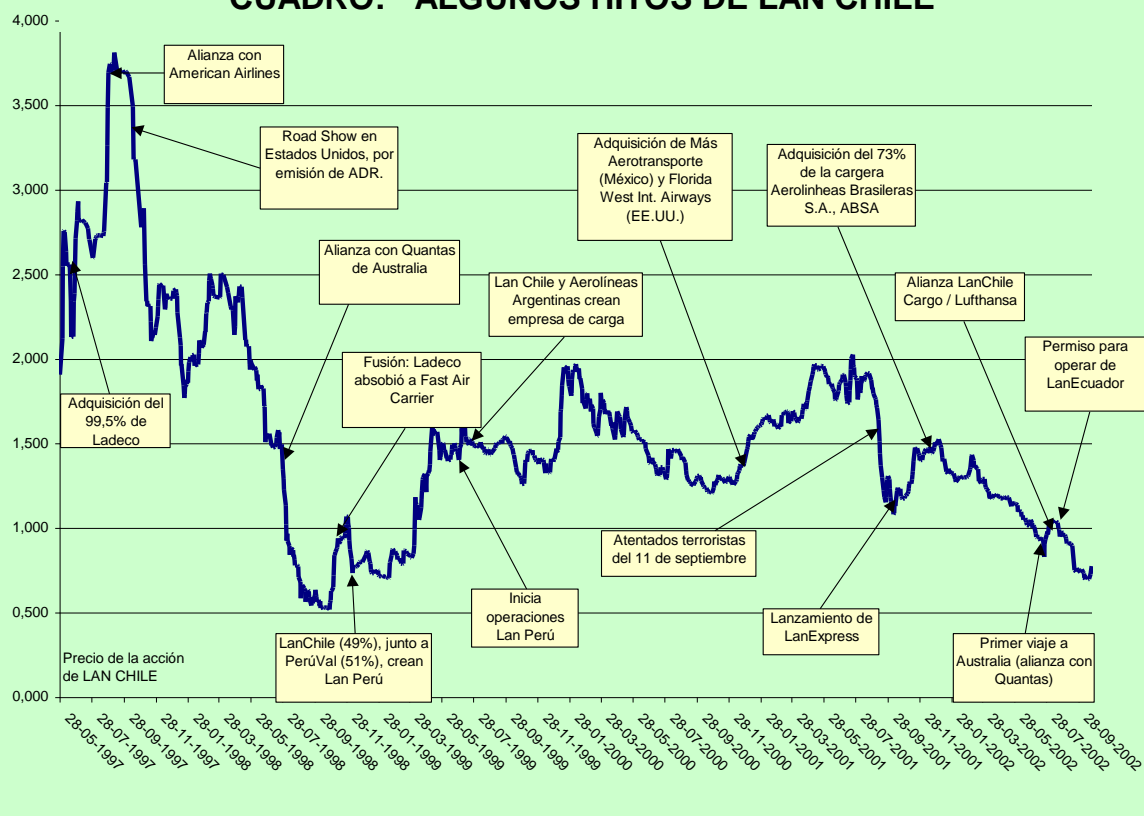
directorio

## Anexo 2



“Precio de la acción de Lan Chile 28 Mayo 1997 a 28 Septiembre 2002”

## CUADRO: ALGUNOS HITOS DE LAN CHILE





## Anexo 3

### ACUERDO DE CIELOS ABIERTOS CON APEC QUEDÓ LISTO PARA SER LEY

Un importante paso dio ayer el Senado para liberalizar el tráfico aéreo. En una votación unánime, los miembros de la Cámara Alta aprobaron la ratificación del convenio multilateral suscrito por Chile con algunos países miembros del Foro de Cooperación Económica del Asia Pacífico (APEC). Este establece una política de cielos abiertos sin limitaciones en materia aeronáutica con Estados Unidos, Nueva Zelandia, Singapur, Brunei y Perú.

Tras este segundo trámite constitucional en el parlamento, el proyecto quedó en condiciones de ser promulgado como Ley de la República y una vez que salga publicado en el Diario Oficial comenzará a regir.

El secretario general de la Junta Aeronáutica Civil (JAC), Bernardo Domínguez, valoró este acuerdo ya que simplifica la red mundial de derechos de tráfico aéreo y permite además que otros países se integren a esta iniciativa. “Este es un convenio muy bien construido, limpio... que permite muchas libertades para volar las veces que se quiera y hacia cualquier lugar”, explicó.

Tradicionalmente, los convenios de transporte aéreo son negociados en forma bilateral, pero en la actualidad existe un consenso mucho mayor en el mundo en cuanto a que el camino correcto es liberalizar la aviación y el comercio en general, por lo que la tendencia es a suscribir acuerdos multilaterales que admiten la presencia de varios países.

Este acuerdo permitirá a la línea aérea nacional Lan Chile mejorar su posición en varios países como Perú, donde ya tienen una filial en la que también participan capitales locales.

Chile, actualmente, tiene acuerdos de cielos abiertos bilaterales con Bélgica, Corea, Holanda, Suecia, Suiza, Costa Rica, República Dominicana, Paraguay, entre otros. Y,

además, ha suscrito otros convenios con ciertas restricciones con Canadá, Colombia y Australia

## Anexo 4

### Supuestos de las proyecciones

#### **1. Resultados Operacionales**

Para los años 2003 y 2004 se han considerado crecimientos del 3% y 4% respectivamente, en base a las últimas proyecciones sobre la economía realizadas por BBVA, Santander Central Hispano y Merrill Lynch, con el supuesto de que los ingresos son dependientes de los vaivenes económicos en 1,5 a 2,0 veces el PIB, según estudios del Santander Investment Chile.

Para las remuneraciones se ha considerado crecimientos del 3% y 4% para el 2003 y 2004 respectivamente.

El gasto por combustible ha sido del orden del 16% de los ingresos. Se estima que bajarán a 14%, gracias a la renovación de la flota.

Para las comisiones a las agencias, se ha tomado un 14% de los ingresos, a tasas del 3% de decrecimiento, gracias a las ventas por Internet.

En los gastos por mantenimiento, depreciación y arriendos se han tomado las proyecciones de la compañía.

Los servicios a pasajeros históricamente ascienden al 2,4% de las ventas.

	2000	2001	2002	2003e	2004e
Pasajeros	742,1	800,3	802.5		
Carga	590,3	538,6	521.6		
Otros	92,8	89,4	128.3		
<b>Total Ingresos Operativos</b>	<b>1.425,2</b>	<b>1.428,3</b>	<b>1.452.4</b>	<b>1.568.9</b>	<b>1.619.5</b>
Remuneraciones	200,3	203,0	212.9	223.9	231.2
Combustible	224,5	223,2	205.6	245.2	248.2
Comisiones Agentes	223,5	200,5	192.7	212.4	216.6
Depreciación y Am.	42,0	51,9	67.8	74.5	75.3
Servicios a Bordo	34,3	35,9	32.3	34	35.8
Arriendos	118,9	146,4	159.8	143.1	120.1
Mantenimiento	84,7	105,2	95.4	97.1	103.2
Otros Gastos	413,6	411,9	423.8	451.7	463.5
<b>Total Gastos Operativos</b>	<b>1.341,8</b>	<b>1.378,0</b>	<b>1.390.4</b>	<b>1.480.8</b>	<b>1492.9</b>
<b>Resultado Operativo</b>	<b>83,4</b>	<b>50,3</b>	<b>62.1</b>	<b>88</b>	<b>126.7</b>

Por último se ha estimado un 26% sobre los ingresos de otros gastos operacionales.

## 2. Resultados No Operativos

Para la mayoría de las partidas se ha estimado prudente dejarlas constantes en los siguientes años.

## Anexo 5

El tipo de cambio para los años 2001 y 2002 si se quiere analizar en dólares es de 674.43 y 718.61 respectivamente

ACTIVOS (M \$)	Dic-02	Dic-01
Disponible	2,390,097.00	4,655,615.00
Depósitos a Plazo	90,168,308.00	44,868,725.00
Valores Negociables (Neto)	22,003,120.00	-
Deudores por Venta (Neto)	97,727,367.00	86,106,299.00
Documentos por Cobrar (Neto)	3,092,897.00	4,194,303.00
Deudores Varios (Neto)	14,408,131.00	15,922,705.00
Doctos. y Ctas. por Cobrar Emp.Relac.	3,352,316.00	6,618,218.00
Existencias (Neto)	25,428,015.00	22,726,393.00
Impuestos por Recuperar	6,233,223.00	7,240,720.00
Gastos Pagados por Anticipado	20,363,970.00	26,617,875.00
Impuestos Diferidos	3,747,551.00	3,505,706.00
Otros Activos Circulantes	9,911,069.00	3,813,248.00
Contratos de Leasing (neto)	-	-
Activos para Leasing (neto)	-	-

TOTAL ACTIVOS CIRCULANTES	298,826,064.00	226,269,808.00
Terrenos	6,896,500.00	6,472,541.00
Construc. y Obras de Infraestructura	50,353,721.00	45,695,581.00
Maquinarias y Equipos	793,671,689.00	676,484,652.00
Otros Activos Fijos	74,677,233.00	74,464,225.00
Mayor Valor por Retasac.Tec. Activo Fijo	314,033.00	294,727.00
Depreciación Acumulada (menos)	188,307,439.00	138,579,264.00
<b>TOTAL ACTIVOS FIJOS</b>	<b>737,605,737.00</b>	<b>664,832,462.00</b>
Inversiones en Empresas Relacionadas	1,738,318.00	1,423,730.00
Inversiones en Otras Sociedades	-	-
Menor Valor de Inversiones	34,458,787.00	28,284,400.00
Mayor Valor de Inversiones (menos)	58,926.00	-
Deudores a Largo Plazo	6,782,241.00	1,728,574.00
Doctos. y Ctas. por Cobrar Emp.Relac.	201,929.00	9,918,222.00
Impuestos Diferidos a Largo Plazo	-	-
Intangibles	1,488,241.00	306,193.00
Amortización (Menos)	269,479.00	20,233.00
Otros	58,540,126.00	35,030,086.00
Contratos de Leasing Largo Plazo (neto)	-	-
<b>TOTAL OTROS ACTIVOS</b>	<b>102,881,237.00</b>	<b>76,670,972.00</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>1,139,313,038.00</b>	<b>967,773,242.00</b>



PASIVOS (M \$)		
Descripción	Dic-02	Dic-01
Oblig. Bcos. e Inst.Financ. Corto Plazo	-	-
Oblig. Bcos. e Inst.Financ. Largo Plazo	44,103,252.00	35,174,416.00
Oblig. con el Publico (pagares)	-	-
Oblig. con Publico - Porcion C/P (bonos)	-	-
Oblig. Largo Plazo C/Vcto. dentro 1 Año	10,911,374.00	20,962,748.00
Dividendos por Pagar	6,437,308.00	-
Cuentas por Pagar	113,751,651.00	96,196,502.00
Documentos por Pagar	58,207.00	4,722.00
Acreedores Varios	750,947.00	18,209.00
Doctos. y Ctas. por Pagar Emp.Relac.	168,873.00	68,118.00
Provisiones	52,702,857.00	56,941,763.00
Retenciones	11,423,743.00	11,914,546.00
Impuesto a la Renta	11,498.00	120,723.00
Ingresos Percibidos por Adelantado	81,766,321.00	62,965,804.00
Impuestos Diferidos	-	-
Otros Pasivos Circulantes	7,896,806.00	259,657.00



TOTAL PASIVOS CIRCULANTES	329,982,837.00	284,627,208.00
Oblig. Bcos. e Inst. Financieras (*)	440,313,905.00	397,557,085.00
Oblig. con el Publico Largo Plazo(Bonos)	-	-
Documentos por Pagar Largo Plazo	2,156.00	-
Acreedores Varios Largo Plazo	968,686.00	-
Doctos. y Ctas. por Pagar Emp.Relac. L/P	911,916.00	575,967.00
Provisiones Largo Plazo	44,678,140.00	52,007,606.00
Impuestos Diferidos a Largo Plazo	16,096,145.00	9,915,525.00
Otros Pasivos a Largo Plazo	81,586,668.00	27,009,720.00
TOTAL PASIVOS A LARGO PLAZO	584,557,616.00	487,065,901.00
INTERES MINORITARIO	2,821,263.00	1,484,429.00
Capital Pagado	96,511,479.00	90,578,469.00
Reserva Revalorización Capital	-	-
Sobreprecio Venta de Acciones Propias	-	-
Otras Reservas	1,882,758.00	1,767,017.00
Utilidades Retenidas	123,557,085.00	102,250,219.00
Reserva Futuros Dividendos	-	-
Utilidades Acumuladas	112,984,894.00	99,675,906.00
Perdidas Acumuladas (Menos)	-	-

Utilidad (Pérdida) del Ejercicio	22,138,937.00	7,312,210.00
Dividendos Provisorios (Menos)	6,437,308.00	-
Déficit Acum. Periodo Desarrollo (Menos)	5,129,438.00	- 4,737,897.00
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>221,951,322.00</b>	<b>194,595,704.00</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>1,139,313,038.00</b>	<b>967,773,242.00</b>

(\*) 11.5% de la deuda es mas de 1 año hasta 2; el 10.3% mas de 2 años hasta 3; el 21.5% de la deuda es mas de 3 hasta 5; el 48.3% de la deuda es mas de 5 años hasta 10; 8.3% es mas de años.

ESTADO DE RESULTADOS (M \$)		
Descripción	Dic-02	Dic-01
Ingresos de Explotación	1,043,733,597.00	963,321,305.00
Costos de Explotación (Menos)	673,558,902.00	635,831,813.00
Margen de Explotación	370,174,695.00	327,489,492.00
Gastos Administración y Ventas (Menos)	325,575,603.00	293,597,850.00
<b>RESULTADO DE EXPLOTACION</b>	<b>44,599,092.00</b>	<b>33,891,642.00</b>
Ingresos Financieros	2,699,818.00	3,693,199.00
Utilidad Inversión Emp. Relacionadas	89,826.00	132,189.00
Otros Ingresos Fuera de Explotación	19,899,748.00	10,144,157.00
Perdida Inversión Emp. Relac. (Menos)	344,933.00	462,662.00
Amortiz. Menor Valor Inversiones (Menos)	2,263,622.00	1,630,106.00
Gastos Financieros (Menos)	29,289,106.00	23,917,443.00
Otros Egresos Fuera Explotación (Menos)	4,530,117.00	11,263,043.00
Corrección Monetaria	99,887.00	- 39,792.00
Diferencias de Cambio	- 3,476,635.00	- 2,533,847.00
<b>RESULTADO FUERA DE</b>	<b>- 17,115,134.00</b>	<b>- 25,877,347.00</b>

EXPLOTACION		
RESULTADO ANTES IMP. RENTA E ITEMES EXT.	27,483,958.00	8,014,295.00
IMPUESTO A LA RENTA	- 5,034,582.00	372,287.00
ITEMES EXTRAORDINARIOS	-	-
UTILIDAD (PERDIDA) ANTES INTERES MINORIT	22,449,376.00	8,386,582.00
INTERES MINORITARIO	- 311,876.00	- 1,074,372.00
UTILIDAD (PERDIDA) LIQUIDA	22,137,500.00	7,312,210.00
Amortización Mayor Valor Inversiones	1,437.00	-
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	22,138,937.00	7,312,210.00

ESTADO DE FLUJO EFECTIVO (M \$)		
Descripción	Dic-02	Dic-01
Recaudación de deudores por ventas	1,088,677,622.00	979,214,336.00
Ingresos financieros percibidos	965,093.00	1,786,575.00
Dividendos y otros repartos percibidos	113,540.00	23,606.00
Otros ingresos percibidos	21,518,058.00	4,917,971.00
Pago a proveedores y personal (menos)	961,764,628.00	841,965,729.00
Intereses pagados (menos)	28,286,645.00	21,764,650.00
Impuesto a la renta pagado (menos)	781,129.00	80,932.00
Otros gastos pagados (menos)	8,811,596.00	3,886,087.00
IVA y otros similares pagados (menos)	11,869,282.00	13,332,207.00
<b>FLUJO NETO POR ACTIVIDADES DE OPERACION</b>	<b>99,761,033.00</b>	<b>104,912,883.00</b>
Colocación de acciones de pago	-	-
Obtención de prestamos	117,529,384.00	165,556,612.00
Obligaciones con el publico	-	-
Prestamos documentados de emp. relac.	-	-
Obtención otros prestamos emp. relac.	-	451,197.00
Otras fuentes de financiamiento	38,102,139.00	-

Pago de dividendos (menos)	1,044,859.00	9,805,592.00
Repartos de capital (menos)	-	-
Pago de prestamos (menos)	86,697,422.00	21,747,789.00
Pago obligaciones con el publico (menos)	-	-
Pago prestamos documentados de emp relac	-	-
Pago otros prestamos emp. relac. (menos)	-	-
Pago gastos emisión y colocación de accs	-	-
Pago gastos emis y coloc oblig c/publico	-	-
Otros desembolsos por financiamiento	21,421,764.00	6,642,498.00
<b>FLUJO NETO POR ACTIV. DE FINANCIAMIENTO</b>	<b>46,467,478.00</b>	<b>127,811,931.00</b>
Ventas de activo fijo	58,812,480.00	4,868,062.00
Ventas de inversiones permanentes	-	-
Ventas de otras inversiones	-	4,076,278.00
Recaudación prest documentados a e.relac	-	-
Recaudación otros prestamos a emp. relac	-	1,281,424.00
Otros ingresos de inversión	883,890.00	865,973.00
Incorporación de activos fijos (menos)	138,423,688.00	230,164,663.00
Pago de intereses capitalizados (menos)	2,703,411.00	885,531.00
Inversiones permanentes (menos)	2,974,327.00	2,989,765.00
Invers. en instrum. financieros (menos)	5,749.00	-

Prestamos doctados. a emp. relac (menos)	-	-
Otros prestamos a emp. relac. (menos)	-	8,246,301.00
Otros desembolsos de inversión (menos)	708,549.00	22,256.00
FLUJO NETO POR ACTIVIDADES DE INVERSION	- 85,119,355.00	-231,216,779.00
FLUJO NETO TOTAL DEL PERIODO	61,109,156.00	1,508,034.00
EFFECTO INFLAC. S/ EFFECTIVO Y EFFECTIVO EQ	- 194,024.00	- 14,164.00
VARIACION NETA DE EFFECTIVO Y EFFECTIVO EQUIV	60,915,132.00	1,493,871.00
SALDO INICIAL DE EFFECTIVO Y EFFECTIVO EQ.	53,646,392.00	48,854,628.00
SALDO FINAL DE EFFECTIVO Y EFFECTIVO EQUIV	114,561,525.00	50,348,499.00
Utilidad (Perdida) del ejercicio	22,138,937.00	7,312,210.00
Resultado en venta de activos	- 547,581.00	- 4,408,098.00
(Utilidad) Perdida vtas de activos fijos	- 547,581.00	- 363,519.00
Utilidad ventas de inversiones (menos)	-	4,044,579.00
Perdida en ventas de inversiones	-	-
(Utilidad) Perdida en vtas otros activos	-	-
Cargos(abono) resultado no represent FE	60,197,241.00	40,309,554.00
Depreciación del ejercicio	46,058,590.00	33,062,089.00
Amortización de intangibles	247,920.00	9,443.00

Castigos y provisiones	8,456,602.00	5,727,965.00
Util. devengada inv. emp. relac. (menos)	89,826.00	132,189.00
Perdida devengada inv. emp. relac.	344,933.00	462,662.00
Amortización menor valor inversiones	2,263,622.00	1,630,106.00
Amortización mayor valor invers. (menos)	1,437.00	-
Corrección monetaria neta	- 99,887.00	39,792.00
Diferencias de cambio neta	3,476,635.00	2,533,847.00
Otros abonos a resultado no flujo efect.	1,362,485.00	3,219,072.00
Otros cargos resultado no flujo efectivo	902,574.00	194,911.00
Variación activos afectan FE (aum) dism	- 35,316,807.00	13,469,790.00
Variación deudores por ventas	- 10,811,487.00	24,345,708.00
Variación de existencias	- 1,310,745.00	- 5,366,469.00
Variación de otros activos	- 23,194,575.00	- 5,509,449.00
Variación pasivos afectan FE aum(dism)	52,977,366.00	47,155,055.00
Variac. ctas pagar relacion resul explot	46,744,143.00	42,672,768.00
Variacion intereses por pagar	1,156,243.00	2,098,164.00
Variac. impuesto renta por pagar (neto)	4,806,782.00	1,978,789.00
Var. otras ctas/pag relac resul no oper	125,757.00	199,633.00
Var. IVA y otros similare p/pagar (neto)	144,441.00	205,702.00
Utilidad (Perdida) del interes monoritar	311,877.00	1,074,372.00
<b>FLUJO NETO POR ACTIV. DE LA</b>	<b>99,761,033.00</b>	<b>104,912,883.00</b>



OPERACION		
-----------	--	--

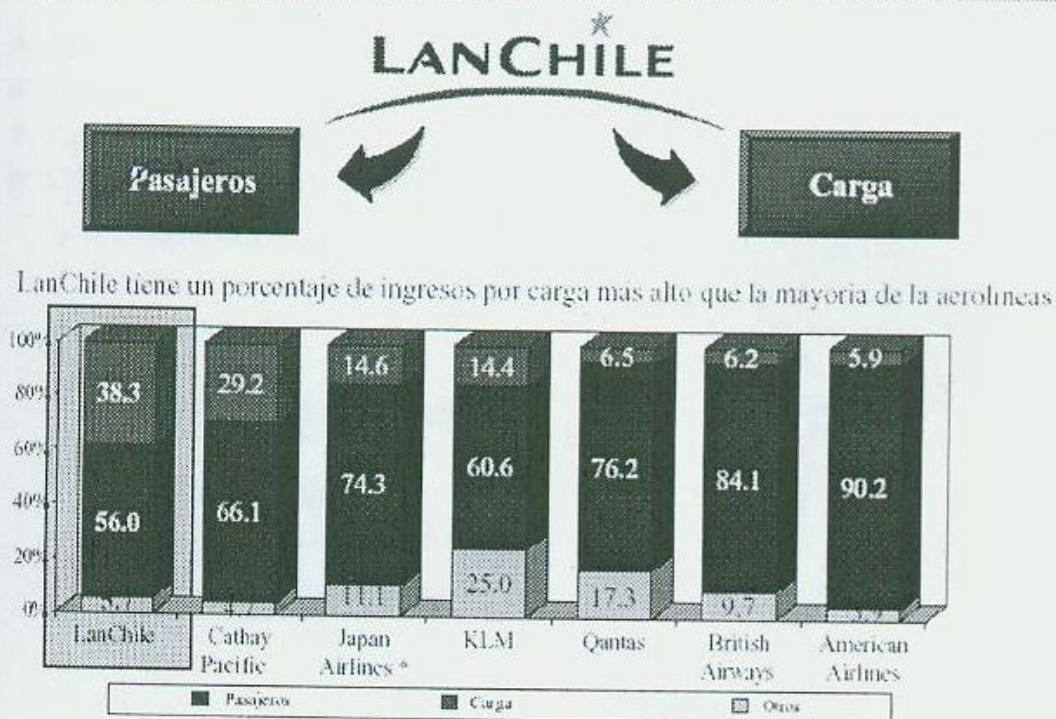
## Anexo 6



### En Resumen...

- Excluyendo la compañía estatal de cobre Codelco, LanChile es la mayor exportadora chilena en términos de ventas en el extranjero.
- LanChile es la 7a mayor compañía chilena con US\$ 1,3 billones en ingresos.
- LanChile es una aerolínea internacional líder en pasajeros y carga con:
  - Servicio de pasajeros a 26 ciudades internacionales en 16 países
  - Servicio de carga a 41 ciudades internacionales en 18 países
- LanChile transporta:
  - 1 de cada 2 pasajeros internacionales desde y hacia Chile
  - 3 de cada 4 pasajeros nacionales
  - 7 de cada 10 toneladas de carga aérea entre Latinoamérica y Estados Unidos.

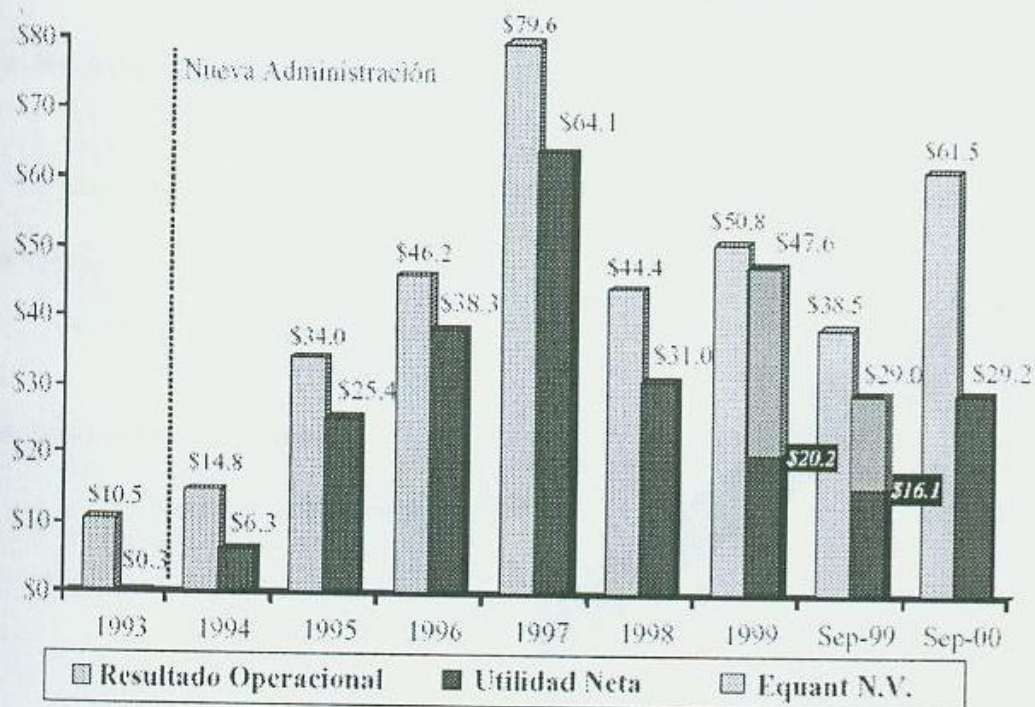
## Mix de Negocios Pasajero / Carga



## Impacto del Cambio de Propiedad

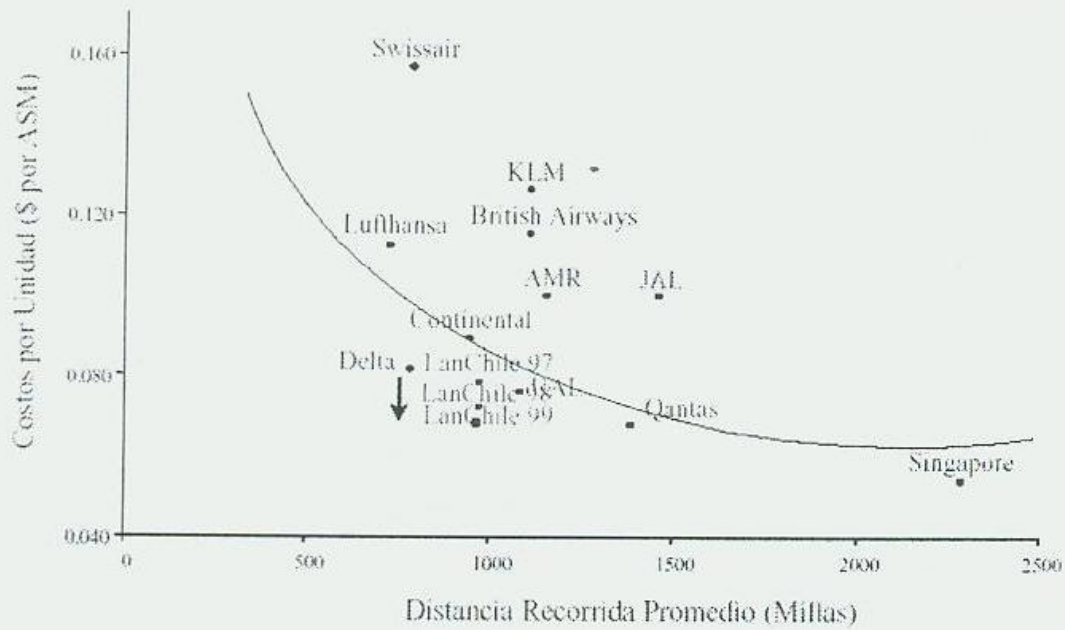


## Utilidad Operacional y Neta (US\$ millones)



LANCHILE

## Efectividad en los Costos



Fuente: Estudio Interno

LANCHILE

## Mejorando la Situación el 2001

- **Recuperación Económica:**

- ▶ Durante el 2000 la recuperación económica fue más lenta de lo esperado.
- ▶ Proyección de crecimiento del PIB de 5-6 % para el año 2001.
- ▶ Fortalecimiento de la demanda interna.

- **Crecimiento en la Capacidad**

- ▶ Crecimiento de 15% en ASKs internacionales - sin incluir el proyecto Ecuador.
- ▶ Crecimiento de 8% en ASKs nacionales (A320s por B737s)

- **Reducción de los Costos de Distribución**

- ▶ Reducción de la tasa de comisión estándar en Chile (9 a 6%)
- ▶ Mejoras en el servicio on-line (nuevo sitio web)

## Pasajeros: Utilización y Consolidación de Red de Alianzas

- oneworld
- Alianzas bilaterales estratégicas y tácticas
  - Implementación efectiva desde una perspectiva de ingresos
  - Compra conjunta
  - Inmunidad antimonopólica con AA

*Alaska Airlines*



BRITISH AIRWAYS 



**TAM**



LANCHILE

## Pasajeros: Expansión Regional

- Perú (Éxito operacional vs. conflictos)
- Ecuador- apuesta a ganador
- Argentina- esperar la oportunidad
- Otros (Uruguay, Bolivia, etc.): factores claves:
  - ▶ Mercados pequeños, con carencia de servicio adecuado
  - ▶ Potencial para ser operador de bandera
  - ▶ Apoyo del Gobierno

**Ecuador: (LanChile / Ecuatoriana)**  
Servicio Internacional (Code-share / Wet-lease 767)

**Perú: (LanPerú)**  
Servicio Doméstico (2 737-200)  
Servicio Internacional (Wet-lease 767)

**Otros: (Bolivia, Uruguay, etc.)**  
Mercados pequeños, con carencia de servicio adecuado  
Potencial para ser operador de bandera  
Apoyo del Gobierno



## Carga: Desarrollos Claves en Infraestructura

### *MIAMI*

- Una de las dos mayores instalaciones de carga en el Aeropuerto Internacional de Miami.
- Incremento del espacio de 100%, con sólo un aumento de 40% en costos de arrendamiento.
- Uno de los últimos espacios disponibles para desarrollar en el Aeropuerto Internacional de Miami.



LANCHILE

## Eficiencia Operacional: E-Commerce

---

- **Business to Consumer:** el 20 de octubre fue el lanzamiento del nuevo sitio web
  - † Más fácil de navegar en él
  - † Mejoras en las opciones de compra online para los pasajeros
  - † Mayor rango de información turística relativa a destinos Latinoamericanos
- **Business to Business**
  - † Compra conjunta
    - Reducción de costos
    - Aumento de eficiencia
- **Business to Employee**
  - † Intranet avanzado
    - Mejoras en las comunicaciones
    - Aumento de eficiencia

[www.lanchile.com](http://www.lanchile.com)

LANCHILE

## Conclusiones

---

- Sólida Administración
- Estrategia Clara
- Sólida Situación Financiera

LANCHILE  
*Crecimiento*

LANCHILE

Anexo 7

**Ratios comparativos con otras compañías Latinoamericanas.**

AÑO 2001	Lan chile	Varig	Avianca	Mexicana
<b>DATOS POR ACCION</b>				
Utilidad p/ Accion \$	22,26	-0,10	-290,85	-0,00
Valor Libro p/ Accion \$	592,42	-0,08	26,41	0,00
Ventas p/ Accion \$	2.932,70	1,77	1.365,21	0,01
<b>IND DE ESTRUC DE CAPITAL</b>				
Deuda Financiera Total \$	420.127.700.000,00	221.639.000,00	204.589.100.000,00	45.846.000,00
Deuda Fin Tt / Act Tt %	44,70	38,50	0,00	34,70
Deuda Fin Tt / Pat Nt %	222,40	-476,40	809,00	795,80
Deu Fin CP / Deu Fin Tt%	8,10	24,80	22,70	0,00
Pasivo Tt / Activo Tt %	79,90	108,10	97,70	95,60
Pasivo Tot / Patr Neto %	397,30	-1.338,60	4.222,60	2.190,30



Activo Fijo / Pat Neto %	341,60	-249,40	203,50	1.669,90
<b>INDICES DE LIQUIDEZ</b>				
Liquidez Corriente	0,80	0,80	0,50	0,40
Liquidez Acida	0,70	0,70	0,40	0,10
Capital de Trabajo \$	-56.657.670.000,00	-77.913.000,00	199.651.900.000,00	44.645.000,00
<b>INDICAD DE RENTABILIDAD</b>				
Util antes Imp+ResFin \$	27.416.060.000,00	-64.541.000,00	197.061.800.000,00	17.002.000,00
Rotacion del Actv	1,00	1,70	1,20	0,60
Rotacion del PatNt	5,00	-20,80	51,70	14,20
Margen Bruto %	34,00	22,10	7,00	5,70
Margen Operativa %	3,50	-8,90	-25,50	-9,40
Margen Neto %	0,80	-5,70	-21,30	-24,00
Rentabilidad del Actvo %	0,80	-9,70	-25,50	-14,90
Rentab Pat Net %	3,80	-119,70	-1.101,40	-340,30

Rentab Pat Net (U/P-U) %	3,90	-606,90	-91,70	-77,30
Apalancamiento Operat	9,70	-2,50	-0,30	-0,60

Sólo se pueden comparar los ratios, ya que las cantidades están expresadas en la moneda de cada país.

## BIBLIOGRAFIA

Lan Chile S.A., Memorias Anuales 2002

Santander-Investment “Lan Chile: Earnings tekeoff ina turbulent sky”, 8 de agosto de 2002.

FITCH, informe sobre Lan Chile: [www.fitch.com](http://www.fitch.com)

AméricaEconomía “Aerolíneas: volando bajo”, Edición anual (25 de julio de 2002), p.44.

Estrategia “Mercado aéreo nacional de 370 mil a más de tres millones de pasajeros transportados anualmente”, 21 de octubre de 2002

Información Periodística, Económica-Financiera y Bursátil de Lan Chile y su competencia proporcionada por Economática.

Santander-Investment “Lan Chile: still on Upswing, setting 2004 target, change in rating”, 30/9/2002.

UBS Investment Research: Lan Chile: 24 Julio 2003

Bolsa electronica de santiago: Datos Diciembre 2002, Diciembre 2001

United States Securities and Exchange Commission, Washington, D.C. 20549.

Form 20-F. 31 December 2002



**ADQUISICION Y CONFLICTOS DE  
INTERES ENTRE GRUPO ANGELINI  
(COPEC) Y CARTER HOLT  
HARVEY**

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 levató 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 ultimas 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

De acuerdo a lo leído responda el siguiente cuestionario:

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 más de ocho años se desarrolló una pugna legal sin precedentes en nuestro país, en la cual se vio involucrado el holding Copec (anexo nº2) 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 nº3). 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 concretó 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 Carter 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 Carter 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 inadmisibles, 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 plaza 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 nº4)
- 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:

<b>Tipo Financiamiento</b>	<b>Monto (Millones)</b>
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 existiría 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.<sup>13</sup>

### 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

---

<sup>13</sup> Francisco Fernández M. "Teoría de Agencia y/o nueva teoría de la firma: Apunte n°13550 FACEA. U. de Chile"

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

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?<sup>14</sup>

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, secretarias, dependencias amplias, etc., insumos que no se justifican para el buen funcionamiento de una firma y que no se manifiestan en la reducción del

---

<sup>14</sup> “Teoría de Agencia: Ricardo Paredes M, Escuela de Economía y Administración, MD n° 63 ,Marzo 1990”

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, concordantes<sup>15</sup> , 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.

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 ultimo 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

---

<sup>15</sup> Jensen y Meckling. "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, January 1976"

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:<sup>16</sup>

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

---

<sup>16</sup> Juan Pablo Muñoz, “Conceptos e implicancias para las organizaciones de la teoría de agencia” Documento de trabajo Serie Docencia N° 23 Enero 1990.

(1979)<sup>17</sup>, 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 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.

---

<sup>17</sup> Bengt Holmstrom “Moral Hazard and observability”: The bell journal of economics Vol 10 N° 1, 1979. P 74-91



## 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

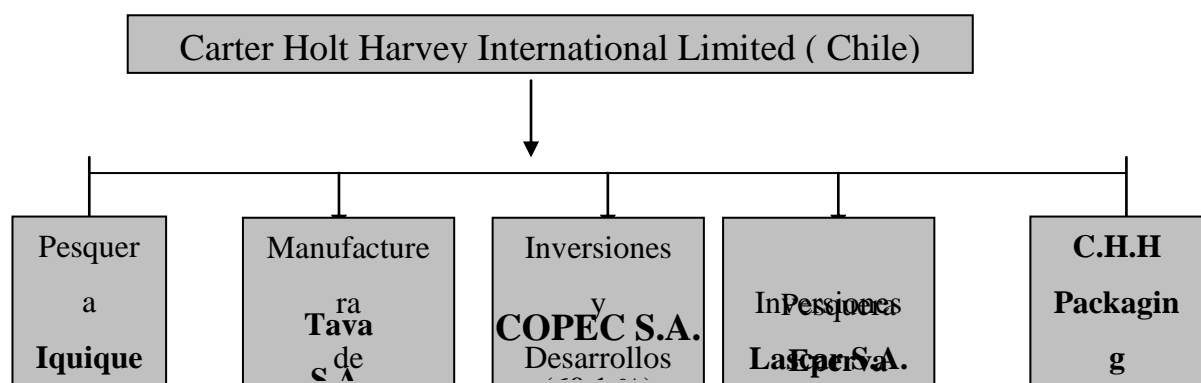
## Anexo 3

### Carter Holt Harvey

Corresponde a la segunda mayor empresa de Nueva Zelandia, además, es el poseedor de las más extensas plantaciones forestales del país, principalmente de pino radiata. Juntos, Chile y Nueva Zelandia 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 Zelandia 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		
<b>TOTAL ACTIVOS CIRCULANTES</b>	<b>656,461,963</b>	<b>574,277,043</b>
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
Depreciacion (Menos)	-1,043,283,687	-964,675,261
<b>TOTAL ACTIVOS FIJOS</b>	<b>2,456,272,632</b>	<b>2,276,527,574</b>
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
Amortizacion (Menos)	-239,046	-299,675
Otros	40,283,085	38,371,005
Contratos de leasing		
<b>TOTAL OTROS ACTIVOS</b>	<b>330,846,910</b>	<b>278,384,263</b>
<b>PERDIDA – DERECHO DOLAR PREFERENCIAL</b>		
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>3,443,581,505</b>	<b>3,129,188,879</b>

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 Ano	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
<b>TOTAL PASIVOS CIRCULANTES</b>	<b>248,006,693</b>	<b>305,256,814</b>

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
<b>TOTAL PASIVOS A LARGO PLAZO</b>	<b>874,071,108</b>	<b>698,813,914</b>
<b>INTERES MINORITARIO</b>	<b>41,625,650</b>	<b>46,612,785</b>
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 (Pérdida) del Ejercicio	148,885,025	72,144,697
Dividendos Provisorios (Menos)	-13,063,531	-5,380,437
Devolución de Capital		
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2,279,878,054</b>	<b>2,078,505,366</b>

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
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>229,845,901</b>	<b>104,029,214</b>
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
<b>RESULTADO NO OPERACIONAL</b>	<b>-80,554,684</b>	<b>-52,465,856</b>
<b>RESULTADO ANTES IMPUESTO A LA RENTA</b>	<b>149,291,217</b>	<b>51,563,358</b>
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
<b>UTILIDAD (PERDIDA) LIQUIDA</b>	127,150,326	51,198,039
Amortizacion Mayor Valor Inversiones	21,734,699	20,946,658
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	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



## Anexo 7

# Evolución del precio bursátil de AntarChile



ANTAR CI CLP **↑ 5500 +50 C** 5500/5520 Equity GPA  
DELAY Vol 11,936 Op 5475 C Hi 5500 C Lo 5475 C ValTrd 54602848

**GRÁFICO PRECIO MEDIO** para **ANTAR CI**

1/ 7/00 - 1/16/04 Período  Semanal  CLP  
TipoMercado  Operación









## Anexo 8

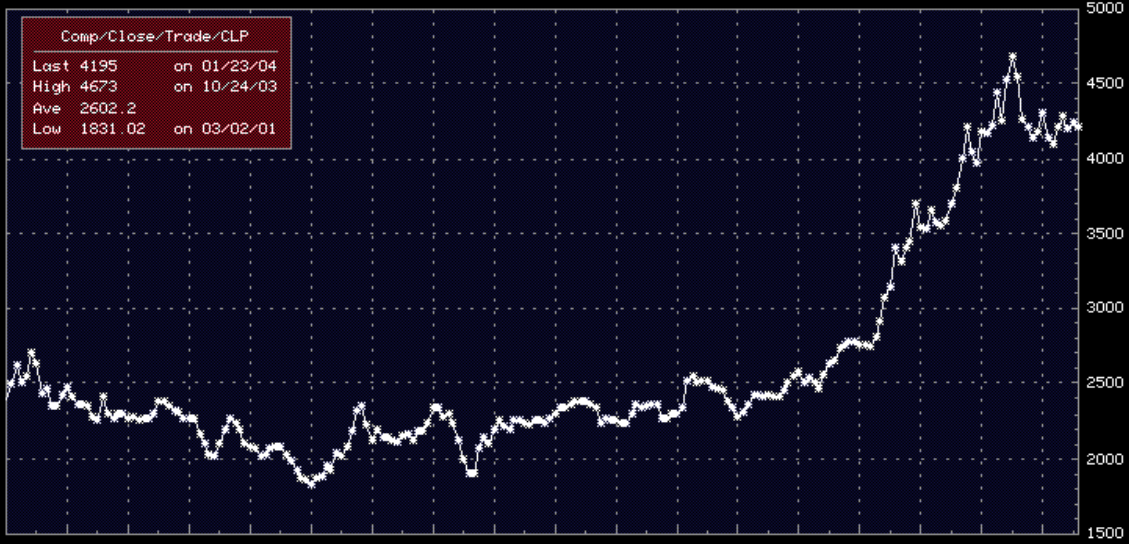
Evolución del precio bursátil de Copec.



COPEC CI CLP ↑ 4219.9 -20.1 C 4215/4219.9 Equity GPA  
 DELAY Vol 61,470 Op 4190 C Hi 4221 C Lo 4190 C ValTrd 145.232m

**GRÁFICO PRECIO MEDIO** para **COPEC CI**

1/ 7/00 - 1/23/04 Período  Semanal  CLP  
 TipoMercado  Operación



31MAR00 23JUN 15SEP 8DEC 2MAR01 25MAY 17AUG 9NOV 1FEB02 26APR 19JUL 11OCT 3JAN03 28MAR 20JUN 12SEP 5DEC  
 Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 920410  
 Hong Kong 852 2977 6000 Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2004 Bloomberg L.P.  
 6947-352-0 23-Jan-04 13:47:53

## 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

<b>PRODUCTION OF MARKET PULP</b>							
<b>(1)(CELULOSA)</b>							
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
<b>Norscan total</b>	<b>5,340</b>	<b>5,479</b>	<b>5,246</b>	<b>5,587</b>	<b>1,732</b>	<b>1,818</b>	<b>1,861</b>
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
<b>Major non-Norscan total</b>	<b>2,503</b>	<b>2,668</b>	<b>2,682</b>	<b>2,768</b>	<b>903</b>	<b>938</b>	<b>866</b>
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
<b>TOTAL PRODUCTION</b>	<b>9,283</b>	<b>9,667</b>	<b>9,368</b>	<b>9,845</b>	<b>3,125</b>	<b>3,266</b>	<b>3,247</b>
Seasonally adjusted total	9,330	9,630	9,540	9,660	3,240	3,280	3,340
<b>Producers' operating rates</b>							
<b>(3)</b>							
<b>Norscan (%)</b>	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
<b>Major non-Norscan (%)</b>	<b>96</b>	<b>95</b>	<b>94</b>	<b>96</b>	<b>96</b>	<b>97</b>	<b>92</b>
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

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