

UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO
FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES
ESCUELA DE INGENIERÍA COMERCIAL



MEMORIA PARA OPTAR AL TÍTULO DE INGENIERO COMERCIAL

Compañía Sud Americana de Vapores de Chile: “Evaluación de la Reestructuración Financiera y su Impacto en los Retornos Accionarios”

Claudia Alejandra Cifuentes Morales
Profesor Guía: Sr. Edinson Cornejo Saavedra

Chillán, Marzo de 2015



UNIVERSIDAD DEL BÍO-BÍO
FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES
ESCUELA INGENIERÍA COMERCIAL

Chillán, 13 de marzo de 2015.

Informe: Memoria de Título

En relación a la evaluación de la Memoria para optar al Título de Ingeniero Comercial, denominada **COMPAÑÍA SUD AMERICANA DE VAPORES DE CHILE: "EVALUACIÓN DE LA REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA Y SU IMPACTO EN LOS RETORNOS ACCIONARIOS"**, de la alumna Claudia Alejandra Cifuentes Morales.

Teniendo en cuenta las exigencias de la Carrera de Ingeniería Comercial y en especial las referidas a la actividad de titulación, la comisión de examinación califica el presente informe con 6,7 puntos (escala de 1 a 7).

Atentamente,


Edinson Cornejo Saavedra
Profesor Guía


Luis Améstica Rivas
Profesor Informante


Omar Acuña M.
Director de Escuela

CC. - Director de Escuela Ingeniería Comercial
- Alumnos(as)
- Archivo

CONTENIDO

ABSTRACT	7
INTRODUCCIÓN	8
CAPÍTULO I: Planteamiento del Estudio	10
1. Importancia y Justificación del Estudio	10
2. Formulación de Objetivos.....	11
2.1. Objetivo General.....	11
2.2. Objetivos Específicos.....	11
3. Metodología.....	13
3.1. Diseño metodológico y tipo de investigación	13
3.2. Población y muestra.....	13
3.3. Descripción de las técnicas y procedimientos	13
3.4. Metodología del estudio de eventos.....	14
CAPÍTULO II: Antecedentes de la Empresa	16
1. Historia de la CSVA.....	17
2. Negocios de la CSVA	19
2.1. Servicio de Portacontenedores	19
2.2. Servicios de Línea	20
2.3. Servicios Especiales	20
2.4. Negocios de Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM)	21
3. Descripción de la Industria de Transporte Marítimo	22
3.1. El tráfico marítimo.....	25
3.2. Precio del petróleo.....	26
3.3. Principales competidores	26
4. Reestructuración de la CSAV: Antecedentes y Cronología de los Acontecimientos	28
4.1. Ingreso del Grupo Luksic a la propiedad de CSAV.....	28
4.2. Plan Estratégico de Reestructuración Operacional y Financiera de CSAV	29
4.3. División de la CSAV	32
4.4. Resumen y cronología de hechos esenciales	33
CAPÍTULO III: Marco Teórico	35
1. Estructura de Capital.....	35

1.1.	Valor de la empresa apalancada	36
1.2.	Costos de quiebra financiera	37
1.3.	Costos de agencia.....	38
1.4.	Integración de los efectos fiscales y los costos de la quiebra financiera	38
1.5.	Teoría de la señalización	39
1.6.	Teoría del orden jerárquico (<i>pecking order</i>)	40
1.7.	Implicaciones.....	40
1.8.	Cómo establecen las empresas su estructura de capital.....	41
2.	Estrategias de Reestructuración	42
2.1.	Corporate <i>sell-offs</i> (Liquidaciones Corporativas)	42
2.2.	Corporate <i>Spin-offs</i>	43
2.3.	Equity carve-outs	45
2.4.	<i>Tracking stock</i>	48
3.	Estudio de Eventos: Medición de Retornos Anormales	49
3.1.	Primer método: <i>Mean Adjusted Return</i>	50
3.2.	Segundo método: <i>Market Model</i>	51
3.3.	Tercer método: <i>Market Adjusted Return</i>	51
3.4.	Análisis de significancia estadística	52
CAPÍTULO IV: Análisis del Proceso de Reestructuración de CSAV y Estudio de Eventos		54
1.	Toma de Control	54
2.	Reestructuración Operacional - Financiera	55
2.1.	Resultados esperados de la estrategia de reestructuración	56
3.	Análisis Financiero de CSVA.....	57
3.1.	Análisis Financiero Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SM-SAAM)	61
4.	Resultados del Estudio de Eventos	64
4.1.	Evento N°1: Grupo Luksic compra el 10% de la Compañía Sudamericana de Vapores (CSVA) por unos US\$120 millones	64
4.2.	Evento N°2: Vapores se dividirá en dos, separando Agencia Marítima del negocio de portacontenedores.....	66
4.3.	Evento N°3: Accionistas de Vapores aprobaron aumento de capital por hasta US\$1.200 millones	68

CAPITULO V: Conclusiones	71
BIBLIOGRAFÍA	73
ANEXOS	78
Anexo N°1: Evolución de la utilidad sobre Activos Promedio en % de CSAV	78
Anexo N°2: Los 20 principales operadores de portacontenedores, al 1 de enero de 2011 (número de buques y capacidad total de transporte en servicio, en TEU)	79
Anexo N°3: Los 20 principales operadores de portacontenedores, al 1 de enero de 2012 (número de buques y capacidad total de transporte en servicio, en TEU)	80
Anexo N°4: Los Operadores de Buques Chilenos	80
Anexo N°5: Proporción de Naves Propias de CSAV (Teus propios. A Mayo de 2011)	81
Anexo N°6: Evolución de la Capacidad Transportada de CSAV (Containers)	81
Anexo N°7: Material Informativo, CSAV Comunica Hecho Esencial a la Superintendencia de Valores y Seguros (02 de Septiembre de 2011)	82

TABLAS DE ILUSTRACIONES

FIGURAS

Figura N°1: Organización de negocios de SAAM.	21
Figura N°2: Evolución de la Oferta y Demanda Mundial por Transporte Marítimo en Contenedores. Crecimiento Anual 2000-2011.....	23
Figura N°3: Evolución de la Capacidad Nominal Mundial de Naves Portacontenedores (miles de TEUs).	24
Figura N°4 : Evolución de las tarifas de flete y el costo del combustible.	25
Figura N°5: Evolución del precio del Petróleo – OPEC Reference Basket 2000-2012.....	26
Figura N°6: Evolución de Retornos Anormales (AR) y Retornos Anormales Acumulados (CAR) en los 40 días previos y los 40 días posteriores al día del primer evento $t=0$, ocurrido el 22 de marzo de 2011.	66
Figura N°7: Evolución de Retornos Anormales (AR) y Retornos Anormales Acumulados (CAR) en los 40 días previos y los 40 días posteriores al día del segundo evento ($t=0$), ocurrido el 05 de septiembre de 2011.....	68
Figura N°8: Evolución de Retornos Anormales (AR) y Retornos Anormales Acumulados (CAR) en los 40 días previos y los 40 días posteriores al día del tercer evento ($t=0$), ocurrido el 05 de octubre de 2011.	70

CUADROS

Cuadro N°1: Directorio de la Compañía.	16
Cuadro N°2: Evolución de la propiedad accionaria de CSAV (principales accionistas desde los años 2010-2012).	29
Cuadro N°3: Eventos de la Compañía Sudamericana de Vapores (Periodo: marzo de 2011 a febrero de 2012).	34
Cuadro N°4: Principales índices financieros de CSAV (Periodo 2008-2012).	58
Cuadro N°5: Principales indicadores financieros de SM-SAAM (trimestres de 2012).	62
Cuadro N°6: Evento “Ingreso del Grupo Luksic a la propiedad de CSAV”. Retornos anormales.	65
Cuadro N°7: Evento “Vapores se dividirá en dos”, Retornos anormales.	67
Cuadro N°8: Evento “Accionistas aprueban nuevo aumento de capital”. Retornos anormales.	69

ABSTRACT

El presente trabajo tiene por objetivo evaluar el impacto del plan de reestructuración operacional y financiero de la Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV) ocurrida en el periodo 2011-2012, a partir del análisis de la estrategia implementada por el Grupo Quiñenco, relacionada con la división de las operaciones de CSAV (trasporte marítimo de carga) de las operaciones de servicios marítimos a la nave y a la carga desarrollados a través de su filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas (SAAM). Evaluando posteriormente cuál fue su impacto en los retornos accionarios, estimados por un estudio de eventos.

Se analiza la situación financiera de la Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV) y de su filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM), con base en los principales indicadores financieros. Los resultados muestran una debilitada posición por parte de CSAV y, por otro lado, altas oportunidades de crecimiento para SAAM, generándose las condiciones requeridas para la implementación de una estrategia de reestructuración financiera denominada *spin-off*.

Además, se construyó una cronología de eventos para la CSAV, desde el ingreso del Grupo Luksic hasta la culminación del proceso de reestructuración financiera implementada durante los años 2011-2012. A partir de lo anterior, se seleccionaron 3 eventos claves: el primero de ellos relacionado con el ingreso del Grupo Luksic a la propiedad de CSAV; el segundo con respecto al anuncio de la división de las operaciones de CSAV en dos; y el tercero relacionado al anuncio de aprobación de aumento de capital por US\$1.200 millones. Estos hechos claves fueron analizados a través de la metodología del estudio de eventos, usando una ventana de $t=+10$ días posteriores al día del evento ($t=0$). De acuerdo al estudio realizado, se lograron observar retornos anormales (AR) significativos para cada uno de los eventos analizados. El primero de ellos con relación al ingreso del nuevo controlador a la propiedad de CSAV, muestra la favorable reacción del mercado para el día del evento ($t=0$), presentando retornos anormales positivos y significativos al 99% de confianza para los tres métodos. El segundo evento presenta retornos anormales negativos y significativos, evidenciando la negativa percepción del mercado frente al anuncio de un *spin-off* de la CSAV. Finalmente el tercer evento presenta según el *market model* y el *adjusted market return* retornos anormales negativos y significativos al 95% y 90% de confianza respectivamente.

INTRODUCCIÓN

Tras un largo periodo de sostenido crecimiento, la contracción de la economía global derivada de la crisis financiera impactó negativamente el nivel del comercio mundial en 2009, afectando fuertemente a la industria naviera que es altamente susceptible a los ciclos económicos. En el año 2010 se observó una recuperación de los volúmenes transportados y de los precios de flete. Sin embargo, a contar de 2011 la situación del transporte marítimo de contenedores se vio fuertemente impactada producto de los desequilibrios entre la oferta y la demanda, representada por una sobreoferta de la capacidad transportada y caídas en las tarifas de los fletes en la mayoría de los mercados. Además, uno de sus principales insumos, el petróleo, el cual representa aproximadamente un tercio de los costos de este negocio, presentó un incremento sostenido del precio en los últimos 12 años. Lo anterior causó un severo impacto financiero en la industria, con lo cual las compañías navieras tomaron de manera independiente una serie de medidas para revertir el escenario que enfrentaban, tales como: cierre de servicios; aumento de la flota detenida; “super slow steaming” (navegación lenta); aumento de las operaciones conjuntas; y cambio del foco estratégico de las empresas líderes de la industria, desde participación de mercado a recuperación de rentabilidad.

En este contexto, la Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV), era una de las empresas destacadas en la industria, posicionada como una de las 20 mayores compañías navieras del mundo (medidas por su capacidad), una de las navieras más importantes de Latinoamérica y empresa líder en Chile. Fue fundada en 1872 y desde esa época ha aumentado paulatinamente sus líneas de tráfico marítimo, zonas geográficas donde opera y su red comercial internacional. La CSAV se especializa principalmente en el transporte marítimo de contenedores y servicios especiales, tales como transporte marítimo de gráneles líquidos y sólidos, cargas refrigeradas y automóviles, y además participa a través de sus filiales en agenciamiento, armaduría y administración de barcos, entre otros.

En el año 2011 los márgenes de CSAV llegaron al menor nivel observado en la historia de la industria y sus efectos se hicieron sentir fuertemente en la compañía. Esto se sumó a una menor flexibilidad operacional, producto del bajo porcentaje de naves propias que

mantenía con respecto al promedio de la industria. Por todo lo anterior, CSAV obtuvo en 2011 una pérdida de US\$1.250 millones, explicada principalmente por la negativa evolución del negocio de portacontenedores, desde finales del año 2010.

En consecuencia, a partir de mayo del 2011 la CSVA realiza uno de sus planes de reestructuración más profundos, luego del ingreso de la familia Luksic a la propiedad de CSAV a través del holding Quiñenco. Sin embargo, este nuevo controlador se ve enfrentado a las graves problemáticas que presentaba la empresa, asociadas a la gestión del negocio y riesgos mayores a los esperados.

El presente estudio se concentra en lo acontecido durante el plan de reestructuración implementado por CSAV entre el año 2011 y principios del año 2012. Se analiza principalmente la estrategia de reestructuración financiera y también operacional implementada por el Grupo Quiñenco como nuevo controlador. Dada la crítica situación financiera de la Compañía, dicho plan se materializó en reestructurar las operaciones de la CSVA y realizar un importante aporte de capital con el objetivo de mejorar la posición competitiva y dar viabilidad económica a la compañía. Dentro del plan de reestructuración financiera, que es hacia donde se enfoca principalmente el estudio, se destaca el aumento de capital por US\$1.200 millones y que a su vez dio lugar a la división de la CSAV de su filial Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM).

CAPÍTULO I: Planteamiento del Estudio

1. Importancia y Justificación del Estudio

El crecimiento económico y la globalización de los mercados han sido motor del continuo desarrollo del comercio internacional. El comercio marítimo mundial, con su actividad de transporte, toman un rol importante dentro del intercambio de bienes y servicios entre países. Según la Organización Marítima Internacional (OMI), el 90% de los bienes comercializados a nivel internacional son transportados por vía marítima, siendo un medio de transporte eficiente, limpio y seguro (Teodoro Wigosdki, 2012).

Dentro de las principales compañías de transporte marítimo a nivel mundial se encuentra la Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV), empresa chilena de transporte marítimo, cuya relevancia radica en ser la compañía más grande de Latinoamérica, además, es una de las Sociedades Anónimas Abiertas más antiguas de América y de Chile, tras ser fundada en 1872.

La entidad se destaca por participar preferentemente en el transporte marítimo de carga de contenedores; asimismo en el transporte de graneles líquidos y sólidos, carga refrigerada y automóviles, con una importante presencia en las rutas entre Sudamérica y el resto del mundo, y en otros mercados relevantes. Para el año 2012, directamente o a través de sus filiales, participa en las distintas etapas del transporte marítimo, entre las cuales se encuentran las actividades de transporte, agenciamiento, armaduría y administración de barcos, entre otros. Por lo tanto, se destaca al ser una empresa global que opera más de 30 servicios de línea alrededor del mundo y por su presencia comercial en más de 200 ciudades a nivel global.

Cabe destacar que la compañía se ha caracterizado por un desempeño tal, que ha sido capaz de soportar escenarios adversos incluso en periodos de pérdida, mostrando una habilidad operativa para adaptarse a cambios que ha experimentado la industria, más recientemente, para enfrentar la fuerte contracción del sector naviero en el periodo 2008-2009, pero con un constante apoyo financiero por parte de sus controladores, lo que ha llevado a suscribir continuos aumentos de capital. Estos aumentos de capital son parte del proceso de restructuración iniciado por la empresa desde 2011, con el objetivo de

mejorar su posición competitiva y financiera, como así también prepararse para enfrentar los desafíos futuros.

Un acontecimiento importante fue el nuevo plan iniciado en 2011, que contemplaba el ingreso del holding Quiñenco, una división de inversión del grupo Luksic, en un principio como nuevo co-controlador de la compañía responsable de un 20,6% de participación, posteriormente pasa a convertirse en el mayor accionista y actual controlador, elevando su cuota a un 37,44% (La Tercera , 2012). De este modo se inició una nueva etapa de la compañía caracterizada por un importante fortalecimiento patrimonial. Conjuntamente hasta febrero de 2012 contaba con la filial Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A (SAAM), encargada de ofrecer servicios portuarios y de logística terrestre en distintos puertos de América, pero posterior a esa fecha ocurre la división de CSAV, traspasándose las acciones de SAAM a la sociedad resultante de la separación. Contemplándose aumentos de capital por US\$1.200 millones, como resultado de dicho proceso. (Clasificadora de Riesgo, Humphreys, 2012)

En este contexto, es relevante evaluar la reestructuración operacional y financiera realizada por la Compañía Sud Americana de Vapores entre los años 2011 y 2012, a través del análisis de los retornos accionarios anormales de la compañía.

2. Formulación de Objetivos

2.1. Objetivo General

Evaluar la reestructuración operacional y financiera de la Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV) ocurrida en el periodo 2011-2012, a partir del análisis de la estrategia implementada por el Grupo Quiñenco y de los retornos accionarios anormales estimados por un estudio de eventos.

2.2. Objetivos Específicos

- Describir la industria de transporte marítimo y las operaciones de la CSAV, a partir de datos estadísticos e información documental, para la contextualización del objeto de estudio.
- Describir la reestructuración operacional realizada por el Grupo Quiñenco en el periodo 2011-2012, a partir de noticias de prensa, hechos esenciales e información

de las memorias, para la comprensión de la división de la sociedad en dos: Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV) y Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM).

- Describir la reestructuración financiera realizada por el Grupo Quiñenco en el periodo 2011-2012, a partir de noticias de la prensa y hechos esenciales, para la comprensión de la estrategia implementada por dicho grupo para enfrentar la crisis que afectaba a la empresa.
- Evaluación del impacto de la reestructuración financiera de la Compañía Sud Americana de Vapores, a partir de un análisis financiero de la Compañía y de un análisis de los retornos accionarios anormales estimados por medio de un estudio de eventos.

3. Metodología

A continuación se describe la metodología utilizada para la realización de este estudio.

3.1. Diseño metodológico y tipo de investigación

De acuerdo a la naturaleza del estudio, la metodóloga es referente a un enfoque mixto, es decir, se combinan elementos tanto cualitativos, en el sentido de describir la empresa y estudiar la teoría financiera relevante, y elementos cuantitativos para medir el impacto de la reestructuración financiera. Además la presente investigación es de carácter descriptivo e inferencial, donde mediante un estudio de caso se describe el proceso en que la empresa realiza la división de sus operaciones.

3.2. Población y muestra

Según el propósito de la investigación se utiliza sólo una unidad de análisis concerniente al estudio de una empresa chilena representativa de la industria del transporte marítimo, la Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV) y su filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas (SAAM).

3.3. Descripción de las técnicas y procedimientos

Como técnicas de investigación se encuentra el estudio de caso único, el cual consiste en la investigación intensiva de una entidad específica, la CSAV durante el periodo 2011-2012. Esta técnica permite la recopilación e interpretación detallada de la información disponible sobre la empresa, con la que posteriormente se responderá al problema de investigación.

Otra técnica a utilizar es la revisión de documentos oficiales, que permite la recolección de información y análisis de datos. Dentro de las fuentes se encuentran: memorias anuales de la CSVA; informes disponibles; artículos de prensa escrita; artículos de revistas; información de libros referente a las finanzas corporativas; e información bursátil de la Bolsa de Santiago de Chile, relativa a precios históricos de cierre de las acciones de la compañía.

El estudio se encuentra dividido en dos partes fundamentales. La primera parte analiza el proceso de reestructuración operación y financiera de CSAV, identificando los motivos

que impulsaron a tomar dichas medidas y cuáles eran los resultados esperados con la reestructuración. Dentro del proceso de reestructuración se analiza la implementación de una estrategia de reestructuración financiera denominada “*spin-off*”, la cual se explicará más adelante en el *Capítulo III*. De acuerdo a las características de la estrategia de reestructuración mencionada, se conlleva a la división de CSAV en dos; Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV) y Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM). Se incluirá además un análisis financiero, tanto de CSAV como de SAAM (antigua filial), con el fin de presentar la situación financiera de cada empresa al año 2011, y que justifica las condiciones necesarias para la implementación de una estrategia de “*spin-off*.”

La segunda parte del estudio incorpora la utilización de del Método del Estudio de Eventos, en el cual se analizarán tres eventos críticos que se describen más adelante, con el objetivo de identificar la existencia de retornos anormales significativos asociados a cada hecho específico.

3.4. Metodología del estudio de eventos

Los datos serán analizados específicamente a través del método del estudio de evento, el cual consiste en la estimación de los retornos anormales ocurridos antes y posterior al evento analizado Brown, S., & Warner, J. (1980).

El estudio de eventos se realizará aplicando tres modelos: El modelo *mean adjusted return* (retorno promedio ajustado), *market model* (modelo de mercado), y *market adjusted return* (retorno de mercado ajustado). El análisis contendrá la utilización de los precios accionarios de CSAV desde el año 2010 al 2011, para mostrar el desempeño bursátil de la empresa. También incluirá los precios accionarios del mercado por medio del Índice General de Precios de Acciones (IGPA) para el mismo periodo. Lo anterior tiene por finalidad comparar los rendimientos accionarios observados de CSAV con los rendimientos estimados por medio de los 3 métodos ya mencionados, y de esta forma detectar la existencia de retornos anormales positivos o negativos y significativos.

El estudio considera el análisis de tres eventos claves ocurridos en CSAV:

- Al *día del evento* corresponde al día $t=0$, siendo el primer evento el ocurrido el 22 de marzo de 2011, cuyo hecho esencial tiene relación con el ingreso del Grupo Luksic a la Propiedad de CSAV.
- El segundo evento ocurre el 05 de septiembre de 2011, el cual se relaciona con la división de CSAV en dos, separando el negocio de portacontenedores del de agenciamiento marítimo (SAAM).
- Finalmente, el tercer evento sucede el 05 de octubre de 2011, y corresponde a la aprobación por parte de los accionistas de CSAV de un aumento de capital por US\$1.200 millones. Este último evento tiene relación con fortalecer la posición financiera, operacional y comercial de la empresa en el mediano y largo plazo, pero a su vez buscaba cumplir con el requisito de capital que lograría la división de la compañía (segundo evento).

El estudio considera una *ventana limpia*, es decir un periodo que no se ve afectado por el evento en cuestión, en este caso los datos van desde -240 a -40 días antes de cada evento; se define un *período de evento* de $t=-40$ a $t=+40$ días en torno al *día del evento* ($t=0$), de acuerdo a la literatura. Se estiman los *retornos anormales* para cada día del *período de evento* (AR_t) y el *retorno anormal acumulado* (CAR).

CAPÍTULO II: Antecedentes de la Empresa

Para contextualizar el tema de estudio es importante conocer sobre la Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV), por lo cual se entregará información relevante sobre esta.

Razón Social: Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV)

Nemotécnico: Vapores

Naturaleza Jurídica: Sociedad Anónima Abierta

Rubro: Marítimas y Navieras

Domicilio legal: Valparaíso, Chile

Sitio Web: www.csav.com

Cuadro N°1: Directorio de la Compañía¹.

Presidente	Guillermo Luksic Craig
Vicepresidente	Francisco Pérez Mackenna (Ingeniero Comercial)
Directores	▪ Canio Corbo Lioi (Ingeniero Civil) ▪ Gonzalo Menéndez Duque (ingeniero Comercial) ▪ Arturo Claro Fernández (ingeniero Agrónomo) ▪ Víctor Toledo Sandoval (Ingeniero Comercial) ▪ Christoph Schiess Schmitz (ingeniero comercial) ▪ Juan Antonio Álvarez Avendaño (Abogado) ▪ José de Gregorio Rebeco (Ingeniero Civil) ▪ Hernán Buchi Buc (Ingeniero Civil) ▪ Juan Francisco Gutiérrez Irrázaval (Abogado)
Secretario del Directorio	Claudio Barroilhet Acevedo (Abogado)

Fuente: Memoria Anual de CSAV, 2012.

¹ Directorio contemplado al 20 de abril de 2012

1. Historia de la CSVA²

La Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV) fue fundada el 9 de octubre de 1872 en el puerto de Valparaíso, a partir de la fusión de Compañía Chilena de Vapores y Compañía Nacional de Vapores.

En 1873 la Compañía comenzó su experiencia internacional ofreciendo sus servicios al puerto de Callao ubicado en Perú, que posteriormente en el año 1974 se extendería a Panamá. En 1883 se creó un acuerdo con la Compañía Inglesa de Vapores, el cual permitió que el servicio ofrecido hasta Panamá fuera más estable y permanente. En ese mismo año se crearon distintos convenios con varias empresas extranjeras, lo cual permitió la creación de distintas conexiones con otros puntos alrededor del mundo.

Luego de la crisis mundial del año 1929, la Compañía Sudamericana agregó tres nuevas motonaves llamadas “Aconcagua”, “Copiapó” e “Imperial”, las que permitieron extender sus servicios hacia Europa. Sin embargo, estos servicios tuvieron que suspenderse por la Segunda Guerra Mundial (1939-1945), ya que había dificultades de transporte marítimo a través del Océano Atlántico.

Al término del conflicto generado por la guerra, la Compañía empezó a implementar cámaras frigoríficas en lo que antes eran bodegas dentro de las naves. Esto permitió comenzar en el negocio del transporte de frutas hacia Estados Unidos y Europa, con lo cual permitió ubicar a la Compañía como líder de Sud América en transporte de productos refrigerados.

En 1961 se crea Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM) para el agenciamiento aéreo y marítimo.

En el año 1984 se crean nuevos tráficos y se modifican los servicios al Norte de Europa, Lejano Oriente y Japón, Mediterráneo, América Pacífico y Sudeste Asiático.

En 1997 se logra un acuerdo con la empresa líder a nivel mundial en el transporte de productos químicos, llamada Odfjell ASA, y con ello extendieron sus actividades a nuevas áreas de negocio.

² Información extraída de Memoria Anual CSAV, 2011-2012.

Durante 1998, la Compañía obtiene la certificación ISO9002 otorgada por el Lloyd's Register Quality Assurance (LRQA). Con este sello se acredita un sistema de gestión de calidad en los servicios cumpliendo estándares internacionales de transporte marítimo nivel global, de contenedores, graneles, carga congelada y refrigerada, vehículos y carga general.

En 1999 adquiere una participación mayoritaria en las empresas: Companhia Libra de Navegacao de Brasil y Montemar Marítima S.A de Uruguay; las cuales participan en diferentes mercados de transporte de contenedores entre la costa Este de Sudamérica, Estados Unidos y Europa, lo que permitió la expansión internacional de la compañía. En el mismo año ingresa al negocio del transporte de cemento, a través de la participación en una de las mayores transportistas de cemento en el mundo.

En el año 2000 comienzan las operaciones portuarias de las empresas concesionarias: Iquique Terminal Internacional S.A (ITI), San Antonio Terminal Internacional S.A. (STI) y San Vicente Terminal Internacional (SVTI). En las dos últimas, la Compañía participa a través de SAAM en sociedad con la empresa estadounidense SSA (SSA Holding International) y en ISI participa a través de SAAM con la empresa Urbaser del Grupo Dragados de España.

En 2004 se asocia con Bocimar Internacional N.V, AMN Shipventure Inc. y Drylog Bulk Carriers LTd. para operar naves graneleras.

En 2005 extiende su red de agencias propias a tres importantes mercados; India, Brasil y México. Por lo que experimento un importante crecimiento en su capacidad operada, y la posicionó como una de las compañías de mayor desarrollo en el año. La filial SAAM presento un crecimiento por medio de la compra de la tercera empresa de remolcadores de Brasil y la adjudicación del terminal de contenedores en Port Everglades, Estados Unidos.

En el 2006 finaliza el programa de construcción de naves iniciado en 2003, recepcionando 13 barcos portacontenedores, incluyendo naves con capacidad de 6.500 TEUS. Por otro lado, vendió la participación que mantenía con Belden Shipholding Pte. Ltd.

Durante los años 2006 y 2007, la Compañía continuó su estrategia de distribución propia en países claves a través de la incorporación de agencias. De esta forma, la Compañía

se asoció a la propiedad de las agencias de Argentina, Bélgica, Corea, España, Holanda e Italia.

En 2008 comenzó a verse afectada por la gran crisis financiera. En efecto, al ser la Compañía altamente globalizada, los efectos de una significativa contracción del comercio mundial se hicieron sentir con fuerza durante el segundo semestre de 2008. La industria naviera fue una de las más afectadas por la crisis, observándose por primera vez en la historia una caída pronunciada de la demanda que en conjunto a un aumento de la oferta de naves, ocasionaron un brusco descenso de las tarifas internacionales de transporte.

En 2009 en vista del complejo escenario, la Compañía comienza planes de fortalecimiento financiero y restructuración de sus operaciones. La más profunda de ellas se genera a partir de abril de 2011, luego del ingreso a la propiedad de Quiñenco, Holding del Grupo Luksic.

Durante el año 2012, se completa el plan de restructuración financiera y operacional iniciado el segundo semestre de 2011. En febrero de 2012, se suscribió un aumento de capital por MMS\$1.200, logrando al mismo tiempo la división de la sociedad creando SM-SAAM. La restructuración de la Compañía le significó reconocer importantes pérdidas por restructuración durante los años 2011 y 2012 (Ver anexo 1).

2. Negocios de la CSVA³

2.1. Servicio de Portacontenedores

El segmento de mayor importancia para CSAV y en el cual se especializa es el transporte de carga en contenedores; siendo sus principales mercados el Este-Oeste, que comprenden los tramos de Asia-Europa, Transpacífico y Transatlántico.

En cuanto los resultados, el volumen transportado por la Compañía en los servicios de portacontenedores alcanzó a 3.127.650 Teus de arrastre, representando un aumento del 7,5% en relación al 2010. Sin embargo, como consecuencia del Plan de

³ Información extraída de Memoria Anual CSAV, 2011-2012.

Reestructuración, el volumen transportado durante el cuarto trimestre de 2011 cayó 23% con respecto al trimestre anterior, y 28% en relación igual trimestre de 2010.

2.2. Servicios de Línea

CSAV opera 24 servicios de línea (además de servicios de Feeder) en los cinco continentes, con aproximadamente 2,9 y 3,1 millones de Teus transportados en 2010 y 2011. Al 31 de diciembre de 2011, la Compañía opera con una flota compuesta por 76 naves containeras. Además la compañía opera a través de una red comercial con presencia en 117 ciudades de 28 países alrededor del mundo, originando alrededor del 80% de los ingresos totales con agencias propias.

2.3. Servicios Especiales

CSAV también ofrece servicios especiales en los cuales se encuentra: transporte marítimo de graneles líquidos y sólidos, carga refrigerada y transporte de automóviles. Destacándose el servicio de transporte de automóviles y de carga refrigerada como los más relevantes, aportando en forma conjunta un 9% de los ingresos consolidados de la Compañía.

Transporte de Graneles Líquidos: CSAV ofrece servicios de transporte de líquidos a granel en la Costa Oeste de Sudamérica. Esta operación la realiza en joint venture con Odfjell Tankers. Durante el 2011, trasporto ácido sulfúrico, soda cáustica, aceites vegetales, aceite de pescado y otros productos en el área geográfica entre Buenaventura y Cabulco.

Transporte de Graneles Sólidos: Durante el año 2011, la Compañía continuó transportando graneles sólidos entre la Costa Pacífico de Sudamérica y Asia. La carga movilizada normalmente incluye concentrados de cobre, carbón, granos y materia prima para la producción de cemento.

Transporte de Carga Refrigerada y Congelada: CSAV, a través de su filial CSAV Panamá. Se destaca en el transporte de fruta y productos refrigerados. Durante la temporada de exportación de fruta fresca, ofrece un servicio en naves refrigeradas desde Chile hacia ambas costas de Estados Unidos y Europa. Estos destinos se complementan con contenedores que transportan carga refrigerada y congelada en las naves de los servicios en línea.

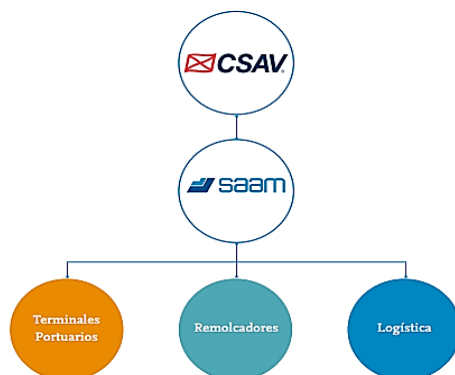
Transporte de Automóviles: Esta área de servicios opera con naves especializadas del tipo Pure Car and Truck Carrier (PCTC), las cuales permiten el embarque y descarga de los vehículos mediante el desplazamiento sobre sus ruedas a través de rampas (roll on-roll off). En el periodo 2011, la Compañía atendió las siguientes rutas:

- Japón y China con destino a Chile y Perú.
- Brasil y Argentina hacia la Costa Oeste de Sudamérica, América Central.
- Costa Oeste de México y América Central hacia la Costa Oeste de Sudamérica.
- Norte de Europa hacia la Costa Este y Oeste de Sudamérica más la Costa de América Central y México.
- Costa Este de Estados Unidos hacia el Mediterráneo.
- Desde el Mediterráneo hacia Estados Unidos, México y Costa Oeste de Sudamérica.
- China y Corea del Sur hacia el Golfo Pérsico, Sudáfrica y el Este de África.
- China y Corea del Sur hacia la Costa Este de Sudamérica y México.

2.4. Negocios de Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM)

Por su parte, Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SAAM) y sus filiales, ofrece servicios portuarios de estiba y desestiba, de remolcadores, de agenciamiento marítimo y de depósito y maestranza de contenedores, entre otros, en diversos puertos de América Latina.

Figura N°1: Organización de negocios de SAAM.



Fuente: Folleto informativo SAAM, diciembre de 2011.

Los servicios de SAAM se extienden a 56 puertos en 11 países, incluyendo la participación de la empresa en 7 concesiones portuarias en Chile y 2 en el extranjero. En este sentido SAAM, presentaba una posición competitiva más favorable debido a que era un negocio mucho más estable.

3. Descripción de la Industria de Transporte Marítimo

En los últimos 30 años, la actividad naviera mundial ha presentado un notable crecimiento, el cual ha estado impulsado por el desarrollo económico, la globalización, el desarrollo exportador de las economías asiáticas y la desregulación del comercio exterior.

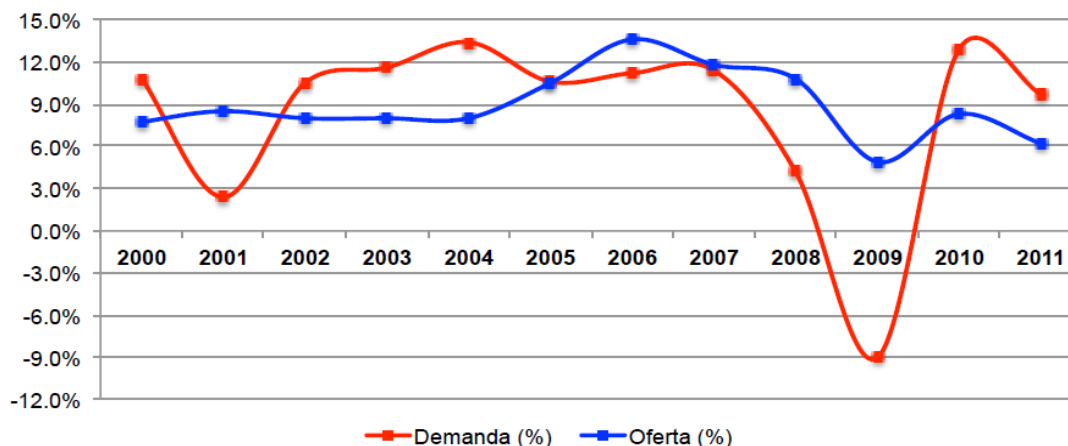
En general la industria de transporte marítimo se caracteriza por su naturaleza cíclica, capital intensivo, fuertemente competitivo y sensible a la evolución de la economía. Una alta volatilidad en las tarifas de transporte y en el arriendo de naves es producto de las diferencias entre el crecimiento de la demanda y la oferta de capacidad de carga.

Los servicios de transporte marítimo de acuerdo a la naturaleza de carga transferida, pueden ser clasificados en siete segmentos; Contenedores, Automóviles, Gráneles Sólidos, Carga Refrigerada, Cemento, Petróleo y derivados, y Productos Químicos.

La actividad de transporte de contenedores presento por décadas un alto dinamismo, con tasas de crecimiento anual promedio cercanas al 10%. Sin embargo, a causa de la profunda crisis que afectó a la economía mundial en el 2008, impactó negativamente la evolución de la demanda. Por consiguiente en el año 2009 la industria se contrajo por primera vez en su historia, anotando una caída de 8,9%. Para el 2010 se logró ver una marcada recuperación, creciendo en el orden del 12,1%. Pero esta recuperación no fue permanente, ya que a partir del año 2011 el crecimiento de la demanda comenzó a desacelerarse en forma muy significativa, marcado por una nueva disminución en las tarifas de los fletes y un alza tanto en los precios de los combustibles como en las tarifas de arriendo de naves, afectando negativamente a la industria.

Por otro lado, la oferta de portacontenedores creció gradualmente a una tasa promedio anual del 10%, con el fin de satisfacer la demanda creciente. La recepción de las naves que estaban en construcción hacia mediados de 2008 y que representaban alrededor del 60% de la flota operada, género una mayor sobreoferta de capacidad.

Figura N°2: Evolución de la Oferta y Demanda Mundial por Transporte Marítimo en Contenedores. Crecimiento Anual 2000-2011.

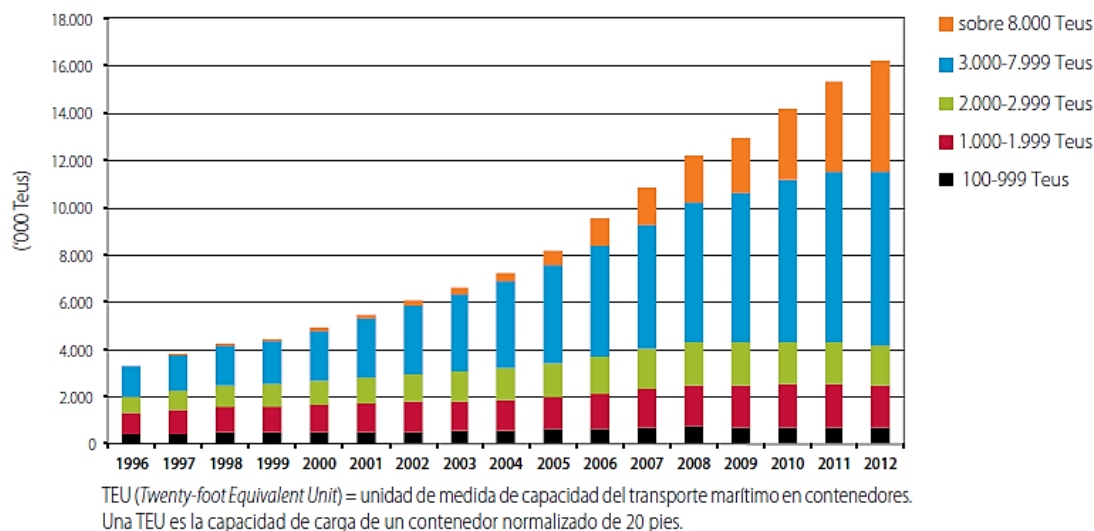


Fuente: Clarkson Research Studies.

El crecimiento del comercio marítimo internacional había crecido más rápido que la producción industrial de los países de la OECD y que el PIB mundial, lo cual se refleja en la rápida expansión del comercio en contenedores. Como muestra la figura n°2, a excepción de los años 2008 y 2009, la demanda por Transporte Marítimo de Contenedores había tenido un crecimiento positivo en los últimos 10 años, sumado a una oferta que promedia un 8,9% en el mismo decenio.

Con el fin de disminuir la sobreoferta de capacidad, es que la industria ha aplicado medidas que incluyen detener la flota en exceso y aumentar los programas de reducción de velocidad de las naves. De este modo para fines de 2012, las órdenes de construcción de naves representaban solo un 21% de la flota operada, lo que resulta en un ajuste importante respecto al crecimiento esperado de la demanda.

Figura N°3: Evolución de la Capacidad Nominal Mundial de Naves Portacontenedores
(miles de TEUs).

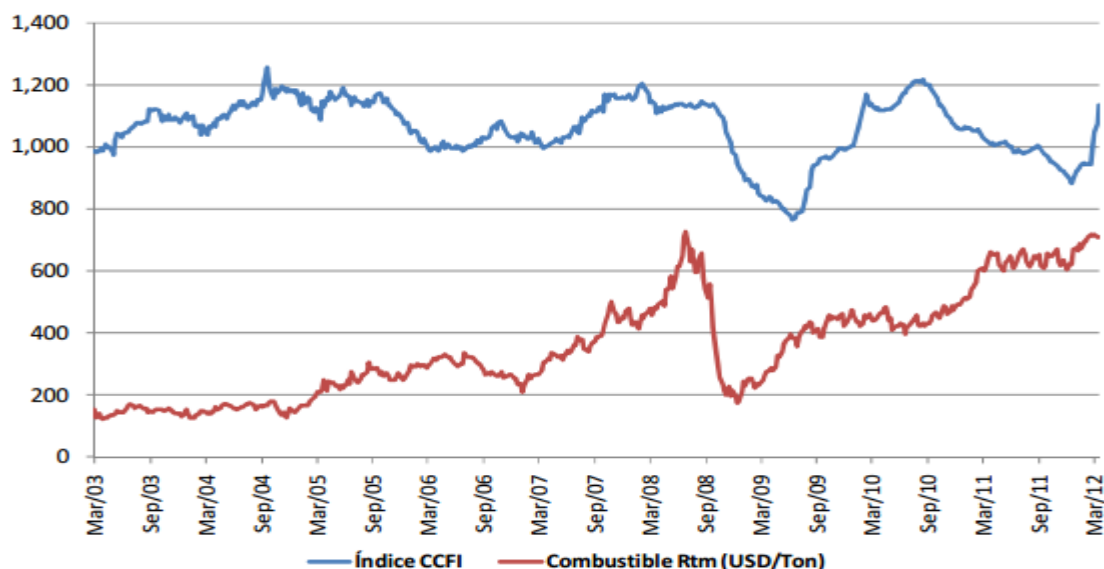


Fuente: Clarkson Research Studies, Memoria Anual CSAV 2012.

Las tarifas de fletes de 2011 y a comienzos de 2012, se situaron con frecuencia en niveles no rentables para los navieros. En dicho periodo hubo reducciones sustanciales de tarifa en los segmentos de gráneles secos y líquidos y carga contenedorizada. El exceso de oferta de buques siguió impulsando las reducciones de las tarifas de los fletes.

Los buques más pequeños ofrecen mayor flexibilidad para prestar servicios en muchos tipos de puertos, mientras que los grandes buques están obligados a navegar entre los mayores centros comerciales del mundo, los cuales han registrado una caída del negocio y un aumento del exceso de oferta de tonelaje disponible.

Figura N°4 : Evolución de las tarifas de flete y el costo del combustible.



Fuente: Análisis Razona CSAV, 2012. www.csav.cl.

3.1. El tráfico marítimo

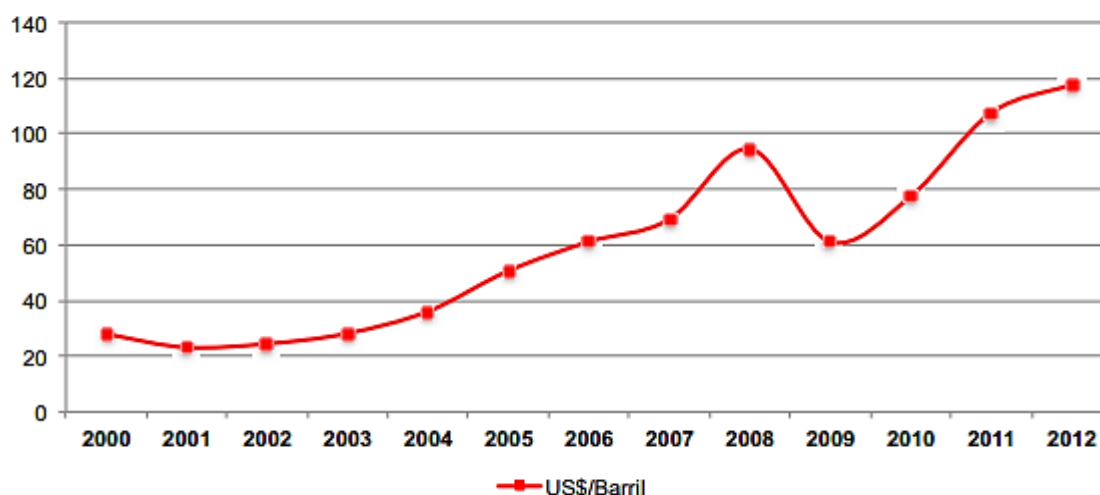
El tráfico marítimo internacional, siguió creciendo en 2011 en concordancia a los acontecimientos producidos en la economía mundial y el comercio mundial de mercancías, pero a un ritmo inferior que 2010. De acuerdo el crecimiento del tráfico de contenedores y gráneles, el comercio marítimo internacional creció un 4% en 2011, representando un volumen total de mercancías cargadas en 8.700 millones de toneladas en todo el mundo.

Además de la crisis de la deuda soberana en Europa y de las demás dificultades de las economías avanzadas, hubo otros factores que afectaron el ritmo del crecimiento mundial. Entre ellos el agravamiento de los riesgos financieros mundiales, los desastres naturales en Japón y Tailandia, que desorganizaron las cadenas regionales y mundiales de suministro e hicieron subir el precio del petróleo y su volatilidad.

3.2. Precio del petróleo

La evolución de los precios del petróleo es otro de los elementos preocupantes para la industria, ya que la persistencia de precios altos y volátiles puede suponer un efecto negativo para la demanda mundial. En 2011 el precio del petróleo subió más de 40% y su promedio se situó en US\$112 por barril. Cabe destacar que se estima que los costos del combustible absorben más del 60% de los ingresos totales del transporte de carga.

Figura N°5: Evolución del precio del Petróleo – OPEC Reference Basket⁴ 2000-2012.



Fuente: OPEC sitio web www.opec.org.

3.3. Principales competidores

El transporte marítimo de contenedores, es un sector cada vez más concentrado. La participación de mercado de las 20 principales empresas de transporte marítimo de línea continuó creciendo en 2010, y llegó casi al 70% de capacidad medida en TEU en enero de 2011. El mayor crecimiento anual fue registrado por el transportista chileno CSAV,

⁴ El OPEC Reference Basket, es el precio ponderado del precio del petróleo de todos los países productores de petróleo pertenecientes a la OPEC.

seguido por el PIL, de Singapur, y el de la empresa Zim, de Israel. Quien sigue ocupando el primer puesto es Maersk Line, de Dinamarca, a pesar de que los porta contenedores que ocupan el segundo y tercer lugar- MSC y CMA CGM- crecieron a un ritmo de tres a cuatro veces más rápido durante el año. En cuanto al número de buques, el transportista MSC, con sede en Ginebra, se situó por delante de Maersk.

Para el año 2011 las principales 20 empresas marítimas de línea han seguido siendo las mismas, por segundo año consecutivo desde 2009. Las economías asiáticas, con 14 empresas son quienes dominan la lista. Seguido por 5 de Europa, uno de América Latina, y ninguno de Oceanía ni de América del Norte⁵ (para más información ver anexo 2).

Con respecto a enero del año 2012, los mayores operadores de portacontenedores seguían siendo Maersk Line (Dinamarca), MSC (Suiza) y CMA CGM (Francia). En conjunto, estas tres compañías explotan casi el 30% de la capacidad mundial de transporte de contenedores (en TEU), lo cual muestra el proceso interrumpido de concentración comercial durante los últimos años. Con respecto a enero de 2011, el mayor crecimiento lo tuvo MOL (Japón), con un incremento en TEU del 23,6%, seguido de CSCL (China), con un aumento del 20,9%) y Hapag-Lloyd (Alemania) con un aumento del 15,8%. Finalmente la mayor pérdida de capacidad la tuvo CSAV (Chile), que vio reducirse sus operaciones en TEU un 9,1% (para mayor información ver anexo 3).

Por su parte, Chile es sede de tres operadores internacionales de portacontenedores, que a enero de 2011 contaban con una capacidad total de 449.913 TEU. La Compañía Sud Americana de Vapores predomina en el sector con una participación del 85% entre los portacontenedores chilenos y el décimo lugar en la posición mundial (ver anexo 2). Los otros transportistas marítimos chilenos son la Compañía Chilena de Navegación Interoceánica y Nisa Navegación (ver anexo 4).

⁵ Informe de la Secretaria de la UNCTAD, “El Transporte Marítimo Global” año 2011.

4. Reestructuración de la CSAV: Antecedentes y Cronología de los Acontecimientos

A continuación se presenta una descripción de los acontecimientos más significativos de la Compañía Sudamericana de Vapores, para identificar el momento donde comienzan los cambios estructurales importantes y los cuales repercuten finalmente en los resultados de la Compañía.

4.1. Ingreso del Grupo Luksic a la propiedad de CSAV

La Compañía CSAV hasta el año 2009 había sido controlada por la familia del fallecido empresario Ricardo Claro, a través de la Sociedad Marinsa con una participación del 47,1%, lo cual le daba una alta concentración de la propiedad y le permitía el control absoluto de la empresa.

Frente a la necesidad de inyectar nuevos capitales a la propiedad, en marzo de 2011 Quiñenco del grupo Luksic, dueños de Banco de Chile, CCU, Madeco, entre otras empresas, adquieren de Marinsa un 10% de las acciones de CSAV, a través de un hecho esencial enviado a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), donde informó que el total de las operaciones fue por unos US\$120 millones, en el cual Marinsa vendió un total de 202.925.890 acciones emitidas por Vapores a \$285 por título⁶. En consecuencia el grupo Luksic paso a convertirse en el segundo mayor accionista de la Compañía.

En cierto modo el ingreso del nuevo socio daba un respaldo y flexibilidad financiera a la Compañía, permitiendo solventar los graves problemas financieros que enfrentaba en ese momento, debido a la crisis que afectaba a las navieras a nivel mundial.

En abril del mismo año a través de una filial, Quiñenco adquiere de Marinsa un 8% adicional y entra a negociar un acuerdo de actuación conjunta, el cual se materializó en septiembre de 2011.

Para el año 2012, el control exclusivo de CSAV pasa a manos de Quiñenco, holding del grupo Luksic. De este modo el holding directamente y a través de sus filiales, Inmobiliaria

⁶ <Grupo Luksic compra 10% de CSAV por unos US\$120 millones>. La Tercera, 22 de marzo de 2011.

Norte Verde e Inversiones Rio Bravo, queda como titular del 37,44% de las acciones de la naviera, mientras el grupo Claro a través de Marinsa queda con el 12,35%⁷.

Cuadro N°2: Evolución de la propiedad accionaria de CSAV (principales accionistas desde los años 2010-2012).

Accionistas	2010	2011	2012
Grupo Claro	38,18%	20,63%	12,35%
Fondo de Pensiones	19,38%	15,77%	13,26
Banco e Instituciones Financieras	13,18%	8,45%	4,93%
Grupo Luksic		20,63%	37,44%
Otros accionistas	29,26%	34,52%	32,02%

Fuente: Elaboración propia en base a información de los 12 primeros accionista, obtenida de las Memorias Anuales de CSAV, años 2010-2012.

4.2. Plan Estratégico de Reestructuración Operacional y Financiera de CSAV

Considerando las desfavorables condiciones del mercado, durante el segundo trimestre de 2011 la Compañía decidió reorientar su estrategia comercial en los servicios navieros, teniendo como principal objetivo mejorar su posición competitiva a nivel mundial y alcanzar mayores eficiencias operacionales. En este sentido la Compañía ha implementado un profundo y completo Plan de Reestructuración de mediano y largo plazo, el cual incluye desde el rediseño de sus servicios, asociaciones, aumentos de capital, un nuevo diseño organizacional y, en definitiva, la separación de SAAM de CSAV.

Plan de Fortalecimiento Operacional

Una de las primeras medidas implementadas fue la racionalización de operaciones, cuyo objetivo era enfocarse exclusivamente en aquellos servicios que fueran rentables y en los que la empresa poseyera ventaja competitiva. De este modo, para el año 2011 se cerraron 5 servicios, reduciendo fuertemente la capacidad de transporte de la Compañía, mediante el subarriendo de naves y el término de contratos. En este sentido, la

⁷ <Grupo Luksic toma control de CSAV y termina pacto de accionistas con Claro>. Economía y negocios Online, 16 de febrero de 2012.

Compañía paso de operar a principios de 2011 una flota de 149 navíos con capacidad de transportar 567.000 TEUs, a operar durante el primer semestre de 2012 una flota de 58 navíos con capacidad de 260.000 TEUs. Lo anterior refleja una reducción de su capacidad de transporte de cerca del 50% respecto a la operada en los primeros meses de 2011. El objetivo que apunta a esta acción es reducir la exposición de CSAV a la volatilidad de la industria naviera, particularmente en aquellos tráficos y servicios en los cuales la compañía tiene menos ventajas competitivas.

Otra de las iniciativas fue el incrementar las operaciones conjuntas con otras compañías navieras en casi la totalidad de los tráficos que intervine, mediante asociaciones estratégicas con empresas líderes de la industria. En este sentido la Naviera pasa desde 30% de asociaciones conjuntas a principio de 2011 a cerca del 95% en el primer semestre de 2012. El objetivo es aumentar la eficiencia de la compañía, operando naves de mayor tamaño en cada uno de los tráficos y servicios.

En el mediano y largo plazo la compañía pretendía aumentar su flota de naves y contenedores propios, ya que presentaba insuficiencia de activos propios para el negocio, comparado con el promedio del sector con empresas propietarios de un 50% de su flota, mientras que la CSAV sólo mantenía un 9% (ver anexo 5). El aumento de la flota propia permitiría a la Compañía una mayor flexibilidad operacional frente a la volatilidad de la industria. Para esto la empresa desarrollo un plan de inversión (2010-2012), que contemplo recursos por US\$1.000 millones, destinado a la adquisición de 7 naves de 8.000 TEUs y dos de 6.600 TEUs. En julio de 2012 se completa el programa de inversión de naves, con la adquisición de las últimas dos nuevas naves y en efecto su flota propia se incrementaría de 8% a fines de 2010 y a 37% para el segundo trimestre de 2012 (ver anexo 6). El objetivo es incrementar la proporción de flota propia, a través de la reducción en el tamaño de la capacidad operada de la empresa y del apoyo al plan de inversión de naves, financiada en partes con aumentos de capital.

La compañía se encontraba enfocada en simplificar y hacer más eficiente su estructura organizacional, adaptando sistemas y políticas que le permitieran aumentar el grado de responsabilidad y descentralización de la estructura, así como la capacidad de la empresa en su proceso de toma de decisiones e integración con sus clientes. Traduciéndose finalmente en una mayor flexibilidad frente a las adversas condiciones de la industria y altos niveles de incertidumbre. El objetivo es mejorar sustancialmente la

estructura organizacional de la Compañía e implementar procesos y sistemas de información que mejoren la visibilidad.

El plan de restructuración finaliza con la separación del negocio de servicios a la carga y a las naves que eran operados por SAAM, creándose una nueva sociedad anónima denominada SM-SAAM. El fecha 15 de febrero se produce la división y nace SM-SAAM. El objetivo es desarrollar de forma independiente el negocio de SM-SAAM, en cuanto a las actividades de la naviera.

Plan de fortalecimiento financiero (para mayor información ver anexo 7)

Dentro de las medidas de restructuración financiera se destaca:

- Líneas de crédito puente: Con el Objetivo de hacer frente a las necesidades de caja más inmediatas, con lo cual CSAV ha solicitado y obtenido de Quiñenco S.A. y Marítima de Inversiones S.A. sus accionistas mayoritarios, líneas de crédito por US\$250 millones y US\$100 millones respectivamente. Los préstamos otorgados bajo líneas de crédito tendrán una tasa de interés de mercado y siendo garantizados con la prenda del 35% y el 14% de las acciones de la filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (Compañía Sudamericana de Vapores, 2011).
- Aumentos de capital por US\$1.000 millones: Dada las desfavorables condiciones de mercado con altas volatilidades y riesgo al cual estaba expuesto el negocio de contenedores, junto a la importancia de incrementar la flota de naves propias para la Compañía, se aprueba en la junta de accionistas de fecha 8 de Abril de 2011 la necesidad de aumentar el capital de CSAV en US\$1.000 millones. Este aumento de capital se concretaría en dos etapas con el fin de mejorar la situación financiera de la empresa y apoyar el programa de construcción de naves. El primer aumento de capital fue de US\$500 millones, finalizado exitosamente en Julio de 2011 recaudándose US\$498 millones, mientras que la colocación de los US\$500 millones restantes se realizó a fines de año.
- Aumentos de capital por US\$1.200 millones: En el marco del plan de fortalecimiento financiero, en la junta de accionistas del 05 de octubre de 2011 se aprobó un nuevo aumento de capital por US\$1.200 millones con el fin de fortalecer la posición financiera, operacional y comercial de la empresa en el mediano y largo plazo, y de

este modo enfrentar adecuadamente los adversos escenarios internacionales. Pero además, se buscaba poder realizar la división de CSAV, creando una nueva sociedad anónima abierta (SM-SAAM). Dicho aumento de capital finalmente fue suscrito y pagado en febrero de 2012.

Como resultado del monto recaudado, Quiñenco suscribe en las distintas etapas del proceso un total de US\$547 millones, con lo cual el grupo queda como titular del 37,44% de la empresa, y de acuerdo con lo establecido en la Ley de Mercado de Vapores, se convirtió en el controlador legal de CSAV. Por su parte, Marinsa suscribe un total de US\$100 millones por aumento de capital y con ello la familia Claro quedó con una participación de 12,35% de CSAV. En tanto, US\$424 millones fueron suscritos por otros accionistas, tanto privados como institucionales y el monto restante de US\$129 millones fue por terceros a través de un remate en la Bolsa de Santiago.

4.3. División de la CSAV

Entre las medidas de fortalecimiento de la Compañía se encuentra también la separación de las operaciones de transporte marítimo de carga del de servicios marítimos a la nave y a la carga, que eran desarrollados a través de la filial SAAM. Este sería considerado de cierto modo como el último paso en la restructuración de CSAV. Esta operación se pudo llevar a cabo cumpliendo necesariamente con el requisito establecido por la Junta de Accionista de recaudar US\$1.200 millones en aumentos de capital de CSAV, el cual se concretó con éxito el 18 de febrero 2012.

Sociedad Matriz SAAM S.A (SM SAAM), nace a raíz de la división de CSAV, acordada en la junta extraordinaria de accionistas de la Compañía, celebrada con fecha 5 de octubre de 2011 y concretada el 15 de febrero de 2012, a través de la Declaración de Materialización de División de Compañía Sud Americana de Vapores S.A. En virtud de lo anterior se le asignaron a SM SAAM las 70.737.318 acciones de las que CSAV era titular en SAAM, por tanto el único activo de SM SAAM son las acciones que le fueron asignadas en la división.

De acuerdo al procedimiento acordado por la Junta de Accionistas, recibieron acciones de SM-SAAM todos los accionistas de CSAV inscritos en el registro de la empresa el 29

de febrero de 2012. Por cada título de la naviera, se asignaron 1,1168666991 de la nueva sociedad fundada⁸.

La operación concretada en febrero permitió la creación de la sociedad anónima independiente SM SAAM, cuyo directorio está presidido por Guillermo Luksic C. Además dadas sus condiciones de sociedad anónima abierta, actualmente cotiza en la bolsa de valores.

Los títulos de SM SAAM comenzaron a transarse a partir del 1 de marzo de 2012 y su capital quedó dividido en 9.736.791.983 acciones.

La nueva Compañía SM-SAAM se caracteriza por prestar servicios integrados a navieros, exportadores e importadores, en todo el proceso de movilización de carga. Posee presencia en 11 países, 58 puertos y ha logrado mantener un crecimiento sostenido de sus utilidades, las cuales fueron en 2011 US\$60 millones, un 15% más que el año anterior. En cuanto a sus ingresos consolidados, estos fueron de US\$426 millones, un 18% más que en 2010. Para el 2012 la Compañía cuenta con 10 terminales portuarios, 125 remolcadores y una división logística, siendo el primer operador de América Latina y el cuarto a nivel mundial en el área de los remolcadores⁹.

4.4. Resumen y cronología de hechos esenciales

A continuación se presenta un cuadro con la recopilación de antecedentes más relevantes ocurridos en la CSVA y sus respectivos periodos.

⁸ <Mañana SM SAAM comienza a cotizar en bolsa tras concretar división de Vapores>. Estrategia, 29 de febrero de 2012.

⁹ < Acciones de Vapores se desplomaron más de 50% tras separación de filial de carga>. La Tercera, 01 de Marzo de 2012.

Cuadro N°3: Eventos de la Compañía Sudamericana de Vapores (Periodo: marzo de 2011 a febrero de 2012).

Fecha	Medio	Título y Descripción del Evento
22-03-2011	Diario La Tercera	Grupo Luksic Compra 10% de Sudamericana de Vapores por unos US\$120 millones Quiñenco del grupo Luksic, ingresa a la propiedad de la CSAV a través de la compra del 10% de las acciones de la compañía, hecho esencial que fue enviado a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), informando que el total de las operaciones fue por unos US\$120 millones.
09-04-2011	Memoria Anual CSAV	Ingreso de Don Guillermo Luksic Craig al Directorio como nuevo Presidente de CSAV En esa misma oportunidad el Directorio de CSAV adoptó una serie de medidas para implementar un plan de fortalecimiento financiero y reestructuración de la compañía. Dada las desalentadoras condiciones de la industria que continuaron empeorando más de lo previsto.
05-09-2011	Diario Estrategia	Vapores se Dividirá en Dos Separando Agencia Marítima del Negocio de Portacontenedores "La mega operación implica dividir en dos la empresa naviera, separando el deteriorado negocio del transporte marítimo de carga con el de servicios marítimos a las naves de carga (manejados por la filial SAAM) a fin de potenciar el crecimiento de este último.
06-09-2011	Diario Estrategia	Mercado Castiga a Vapores por Nuevas Necesidades de Capital y Acción Cae 16% "Una caída de 15,89% fue el efecto inmediato que produjo la división de negocios y el nuevo aumento de capital por US\$1.200 millones, más una línea de crédito por US\$350 millones".
05-10-2011	Diario La Tercera	Accionistas de Vapores Aprobaron Aumento de Capital por Hasta US\$1.200 millones En una junta extraordinaria de accionistas se aprobó un aumento de capital por US\$1.200 millones y la decisión de separar el negocio de servicios marítimos de la filial SAAM. El presidente de la compañía Guillermo Luksic indicó que pese al complejo panorama de la industria en 2012, Vapores debiera tener una situación estable con el nuevo capital aprobado.
06-10-2011	Diario Estrategia	Vapores Reduce su Flota a la Mitad y Capacidad de Transporte Caerá en 37% Para alcanzar los niveles esperados, Vapores decidió disminuir drásticamente el número de naves operadas. En 2011 su flota alcanzaba los 160 barcos y se esperaba que para finales del próximo ejercicio no superarían las 77 embarcaciones.
19-10-2011	Diario Estrategia	Grupo Luksic profundiza reducción de Vapores y Desvincula el 18% de su Personal "Dentro del proceso de reestructuración de la naviera que lidera por el Grupo Luksic, se anunció la reducción de la dotación global de la empresa en 700 personas, equivalentes al 18% del total de empleados, donde 75 de las desvinculaciones tienen origen en Chile".
25-11-2011	Diario Estrategia	Grupo Luksic Preocupado por Fuertes Perdidas de CSAV "El Grupo Luksic presenta pérdidas de US\$343 millones que registro en el tercer trimestre de este año CSAV, donde controla el 20% y que a septiembre acumula un déficit de US\$868 millones, frente a una utilidad de US\$179,9 millones de similar lapso del 2010".
05-01-2012	Diario Estrategia	CSAV Operara el 80% de sus Servicios en Forma Conjunta La Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV), controlada por los grupos Luksic y Claro realizara de forma conjunta más de un 80% de los servicios de portacontenedores, posterior a generar un nuevo acuerdo de cooperación con Mediterranean Shipping Company (MSC), segunda naviera de mayor tamaño en el mundo.
16-02-2012	Diario Financiero	CSAV Finalizo con Éxito Aumento de Capital por US\$1.200 millones En las distintas etapas del proceso Quiñenco suscribió US\$ 547 millones, quedando como titular del 37,44% de la empresa y convirtiéndose en su controlador legal. Por su parte, la familia aclaro quedo con una participación de 12,35% de la empresa. Finalmente con la recaudación se cumplió el requisito para dividir CSAV y crear SM-SAAM.

Fuente: Elaboración propia.

CAPÍTULO III: Marco Teórico

1. Estructura de Capital

En general una empresa puede elegir entre múltiples estructuras de capital alternativas. En este sentido puede emitir una gran cantidad de deuda o limitarse a una cantidad mínima.

Una empresa debería elegir su razón de deuda capital, de acuerdo a las exigencias financieras de la empresa. Donde el valor de la empresa (V) es definido como el resultado de esta suma de estos últimos (deuda y capital):

$$V = D + A \quad (1)$$

Siendo D , el valor de mercado de la deuda y A , el valor de mercado del capital.

En este caso si el objetivo de la administración es maximizar el valor de la empresa entonces deberá elegir la razón de deuda a capital que dé como resultado el valor total más alto posible, además esta estructura de capital será la que beneficiara a los accionistas. Sin embargo, frente a un inversionista con aversión al riesgo quizás preferiría la empresa financiada sólo con capital, mientras que uno indiferente al riesgo o con menos aversión al riesgo podría preferir el apalancamiento.

Los resultados arrojados por Modigliani-Miller, proposición I (1958), indican que el valor de la empresa apalancada es igual al valor de la empresa no apalancada.

En cuanto a la proposición II, el costo de capital se eleva con el apalancamiento debido a que el riesgo del capital aumenta con el apalancamiento. Sin embargo, estos resultados son bajo las siguientes suposiciones; no hay impuestos, no hay costos de transacción y no existen diferencias entre tasas de interés corporativas e individuales.

Para aplicar los conceptos al mundo real, se deben considerar necesariamente los impuestos corporativos, donde esta vez la situación es diferente, demostrándose que el valor de la empresa se relaciona positivamente con su deuda.

Cabe destacar que la presencia de impuestos hace que el flujo de caja de la compañía se divida entre acreedores, accionistas y gobierno.

1.1. Valor de la empresa apalancada

El flujo de efectivo anual después de impuestos de una empresa no apalancada es:

$$UAI \times (1 - T_c) \quad (2)$$

Donde UAI son las utilidades antes de intereses e impuestos. El valor de una empresa sin deuda es el valor presente de $UAI \times (1 - T_c)$:

$$V_{NA} = \frac{UAI \times (1 - T_c)}{r_0} \quad (3)$$

Donde:

- V_{NA} : Valor presente de una empresa no apalancada.
- $UAI \times (1 - T_c)$: Los flujos de efectivo de la empresa después de impuestos corporativos.
- T_c : Tasa fiscal corporativa.
- r_0 : el costo del capital para una empresa sin deuda. Ahora r_0 descuenta los flujos de efectivo después de impuestos.

El apalancamiento aumenta el valor de la empresa en un monto igual a la protección fiscal, que para una deuda perpetua es $T_c D$. De esta manera basta sólo con agregar la protección fiscal al valor de la deuda. $T_c D$ es el valor presente de la protección fiscal en el caso de flujos de efectivos perpetuos. Puesto que la protección fiscal se incrementa de acuerdo con el monto de la deuda, la empresa puede aumentar su flujo total de efectivo y, por consiguiente su valor si sustituye su capital por deuda.

Rendimiento esperado y el apalancamiento ante impuestos corporativos: proposición II de MM (ante impuestos corporativos)

Aquí el valor está relacionado positivamente con el apalancamiento. Este resultado implica que la estructura de capital que las empresas deberían elegir tendría que estar compuesto casi en su totalidad de deuda. Sin embargo en la realidad las empresas eligen niveles de deuda más moderados.

$$r_A = r_0 + (1 - T_c) \times (r_0 - r_D) \times \frac{D}{A} \quad (4)$$

1.2. Costos de quiebra financiera

Si bien la deuda proporciona ventajas fiscales a la empresa, sin embargo, también impone presiones sobre esta, debido a que los pagos de intereses y de principal son obligatorios, por tanto de no cumplirse la empresa estaría expuesta a cierto grado de quiebra financiera. Donde la quiebra última es la banca rota, en la cual la posesión de los activos de la empresa es transferida legalmente desde los accionistas a los tenedores de bonos. Estas obligaciones de deuda difieren en lo fundamental de las obligaciones de acciones. Si bien los accionistas les interesan y esperan obtener dividendos, no están autorizados legalmente a recibirlos de la manera en que los tenedores de bonos están autorizados por ley a recibir pagos de principal e intereses.

Costos directos de la quiebra financiera

Estos son conocidos también como los costos legales y administrativos de la liquidación o de la reorganización. Estos de acuerdo a sus características, tienden a acumularse con rapidez y si bien resultan muy grandes en términos absolutos, estos costos constituyen en realidad un porcentaje mínimo del valor de la empresa. White (1983), Altman (1984) y Weiss (1990) calculan que los costos directos de la quiebra financiera rondan alrededor de 3% del valor en mercado de la empresa. En un estudio sobre el mismo tema sobre 20 empresas de ferrocarriles que cayeron en bancarrota, Warner (1977) descubrió que los costos netos de la quiebra financiera eran, en promedio, igual a 1% del valor de mercado que estas empresas tuvieron siete años antes de la bancarrota, y a medida que esta se acercaba el porcentaje fue sólo un poco mayor.

Costos indirectos de la quiebra financiera

El deterioro en la capacidad para realizar negocios. La bancarrota entorpece las relaciones con clientes y proveedores por igual. En ocasiones la sola amenaza de la bancarrota basta para ahuyentar a los clientes.

Aunque estos costos existen claramente, sin embargo, es difícil medirlos. Altman (1984) estima que los costos tanto directos como indirectos de la quiebra financiera a menudo superan 20% del valor de la empresa. Kaplan y Andrade (1998) estiman que los costos totales de la quiebra financiera se ubican entre 10% y 20% del valor de la empresa.

Por lo tanto, los costos indirectos corresponden a la reducción en el valor de la empresa causados por cambios más o menos predecibles en la política de inversión, y que ocurren cuando la compañía está en dificultades financieras.

1.3. Costos de agencia

Cuando una empresa asume una deuda, se generan conflictos de intereses entre accionistas y tenedores de bonos. Por esta razón los accionistas se ven tentados a seguir estrategias egoístas. Estos conflictos de intereses, los cuales se magnifican cuando se incurre en la quiebra financiera, imponen costos de agencia a la empresa. Esas estrategias son onerosas porque reducen el valor de mercado de la empresa en su conjunto.

Algunos ejemplos de estrategias egoístas; *Incentivos para asumir grandes riesgos*, la empresa que se encuentra al punto de la bancarrota a menudo asume riesgos elevados porque actúan como si el dinero ponen en juego no fuera suyo. *Incentivos para subinvertir*, a menudo los accionistas de las empresas que enfrentan una grave probabilidad de caer en bancarrota consideran que las nuevas inversiones ayudan a los tenedores de bonos a expensas de los propios accionistas. Otra estrategia es consiste en pagar dividendos extras u otro tipo de distribuciones en épocas de apuros financieros, lo cual deja a la empresa con menos que repartir entre los tenedores de bonos.

Debido a que los costos de quiebra y costos de agencia son sustanciales y que los accionistas son quienes en última instancia, los absorben, las empresas cuentan con un incentivo para reducir los costos. A continuación se destacan tres técnicas para reducir los costos:

- Cláusulas de protección.
- Recompra de deuda antes de la bancarrota.
- Consolidación de la deuda.

En razón de que los costos de la quiebra financiera pueden reducirse, pero no eliminarse, las empresas nunca se financiarán únicamente con deuda.

1.4. Integración de los efectos fiscales y los costos de la quiebra financiera

En la medida que una empresa añade más y más deuda, el valor presente de los costos se eleva a una tasa creciente, hasta llegar al punto en que sólo un peso adicional de incremento en el valor presente de los costos iguala el incremento en el valor presente de la protección fiscal. Éste sería el nivel de endeudamiento que maximiza el valor de la empresa, en otras palabras sería el monto óptimo de endeudamiento, esto es, las ventajas fiscales marginales de la deuda igualan los costos marginales de quiebra de la

deuda. Donde más allá de ese punto, los costos de banca rota se incrementan con mayor rapidez que la protección fiscal, lo que implica una reducción en el valor de la empresa a causa del mayor apalancamiento. Por otro lado, el costo promedio ponderado del capital desciende a medida que se añade deuda a la estructura de capital.

Por lo tanto, las decisiones en torno a la estructura de capital de una empresa involucran un intercambio entre las ventajas fiscales del endeudamiento y los costos de la quiebra financiera. De hecho, a este pensamiento se le conoce como *teoría del intercambio* o del *intercambio estático de la estructura de capital*. Donde para cada empresa existe un monto óptimo de endeudamiento, el cual debe ser el objetivo de deuda que persiga la empresa. Pero en la realidad de las finanzas, a este óptimo se le conoce como *capacidad de endeudamiento de la empresa*.

1.5. Teoría de la señalización

Esta teoría sostiene que las empresas rentables tienen más probabilidad de incrementar su apalancamiento porque los pagos extras de intereses compensan parte de las utilidades antes de impuestos. Los accionistas inteligentes supondrán que cuando el nivel de deuda es alto, el valor de la empresa también será más alto. En este sentido, los inversionistas consideran la deuda como señal del valor de la empresa.

Por ejemplo, considerando la evidencia que ofrecen las ofertas de intercambio. A menudo las empresas cambian sus niveles de endeudamiento a través de ofertas de intercambio, las cuales pueden ser de dos tipos. El primero permite a los accionistas cambiar por deuda parte de sus acciones, con lo cual se incrementa el apalancamiento. Las ofertas del segundo tipo permiten a los tenedores de bonos parte de su deuda por acciones, lo cual reduce el apalancamiento. En este sentido el comportamiento que tiene el precio de las acciones de estas empresas, es por un lado, que el precio de las acciones aumenta de manera sustancial en la fecha que se anuncia una oferta de intercambio que aumenta el apalancamiento. Por el contrario, el precio de las acciones sufre una caída sustancial ante el anuncio de una oferta que reduce el apalancamiento.

El mercado interpreta el aumento de la deuda como una mejora de la empresa, lo que provoca un aumento del precio de sus acciones. Y, por el contrario, una reducción de la deuda es interpretada de manera opuesta, lo que lleva a que los precios de sus acciones caigan. (Ross, 2005)

1.6. Teoría del orden jerárquico (*pecking order*)

La versión pura de la teoría supone que la conveniencia es el único aspecto que el administrador toma en consideración. Pero en la realidad un administrador debe considerar también los impuestos, los costos de quiebra financiera y los costos de agencia. Por tanto, una empresa sólo debe emitir deuda hasta cierto punto. Si la quiebra financiera se convierte en una posibilidad real más allá de ese punto, en su lugar la empresa tendría que emitir instrumentos de capital.

La teoría indica que los administradores se inclinan más por el financiamiento interno que por el externo. Cuando es necesario el financiamiento externo, los administradores tienden a elegir los valores más seguros, como es la deuda directa. Para evitar tener que reducir el capital externo, las empresas generan una holgura financiera. (Ross, 2005)

1.7. Implicaciones

Existen varias implicaciones de la teoría del orden jerárquico que contradicen la teoría del intercambio. (Ross, 2005)

- *No hay un nivel de apalancamiento ideal.* En su lugar cada empresa elige su razón de apalancamiento con base en sus necesidades financieras. Las empresas financian sus proyectos en primer lugar con las utilidades retenidas, lo cual debería reducir el porcentaje de deuda en la estructura de capital, porque los proyectos beneficiosos que son financiados internamente aumentan tanto el valor en libros como el valor de mercado del capital. Las necesidades adicionales de efectivo se satisfacen con deuda, lo que, en consecuencia, eleva el nivel de deuda. Por lo tanto, el nivel de apalancamiento es determinado por la eventualidad de que haya proyectos disponibles.
- *Las empresas rentables usan menos deuda.* Las empresas rentables generan efectivo de manera interna, lo cual implica una menor necesidad de financiamiento externo. Como las empresas que buscan capital externo recurren en primer lugar a la deuda, las empresas rentables dependen menos del endeudamiento. Dos ensayos recientes muestran que, en el mundo real, las empresas más rentables son las menos apalancadas, lo cual es consistente con la teoría del orden jerárquico.
- *A las empresas les gusta la holgura financiera.* Esta teoría se basa en las dificultades para obtener financiamiento a bajo costo. Si los administradores intentan emitir más acciones, el público inversionista desconfiado piensa que es porque

están sobrevaluadas, lo que provoca una caída en el precio de las acciones. Puesto que con los bonos esta circunstancia se presenta en menor medida, los administradores prestan mayor atención al financiamiento mediante bonos. Sin embargo, las empresas sólo pueden emitir cierta cantidad de deuda antes de toparse con los costos potenciales de la quiebra financiera.

En cuanto al crecimiento y la razón de deuda a capital, se puede decir que Berens y Cuny (1995) son quienes sostienen que el crecimiento implica un financiamiento de capital significativo, aun en un mundo donde los costos de bancarrota son bajos. Por lo tanto, un elevado financiamiento por capital puede ser explicado por el crecimiento y la inflación en el mundo real.

1.8. Cómo establecen las empresas su estructura de capital

Las razones de deuda a capital varían de una industria a otra, por tanto se presenta tres factores que determinan la razón de deuda a capital objetivo:

- *Impuestos:* Para propósitos fiscales las empresas sólo pueden reducir sus intereses hasta el nivel de sus utilidades antes de impuestos. Así, las empresas muy rentables tienen más probabilidades de tener razones objetivo más altas que las empresas menos rentables.
- *Tipos de activos:* La quiebra financiera es costosa, no importa que se realicen o no los procedimientos formales de la bancarrota. Los costos de la quiebra financiera dependen del tipo de activo que posea la empresa. Por ejemplo, si una empresa posee fuertes inversiones en tierras, edificios, y otros activos tangibles, sus costos de quiebra financiera serán menores que los de una empresa que haya hecho grandes inversiones en investigación y desarrollo. Por lo general, estos últimos elementos tienen un valor de reventa menor que la tierra, por lo que la mayor parte de su valor se desaparece con la quiebra financiera. Por lo tanto, las empresas que tienen fuertes inversiones en la forma de activos intangibles tienen más probabilidades de contar con razones objetivas de deuda a capital más elevados que las empresas cuyas inversiones más importantes sean en la investigación y desarrollo.
- *Incertidumbre del ingreso operativo:* Las empresas con un ingreso operativo incierto tienen muchas probabilidades de sufrir una quiebra financiera, incluso aunque no

tengan deuda. Por ello estas empresas deben financiarse principalmente con capital.

2. Estrategias de Reestructuración

Las formas de desinversión corporativas pueden llevarse a cabo en una variedad de maneras, entre las cuales se encuentra:

2.1. Corporate *sell-offs* (Liquidaciones Corporativas)

Un *sell-off* es una transacción entre dos empresas independientes. El desinversor puede beneficiarse producto del flujo de caja, lo que podría tener un uso más rentable en otros negocios dentro del grupo o usarlo para mitigar las dificultades financieras. Un *sell-off* puede también agregar valor al desinversor eliminando sinergias negativas o por la liberación de recursos. También pueden agudizar el enfoque estratégico de las restantes empresas y potenciar las fortalezas competitivas del desinversor.

Para el comprador, la actividad cedida podrá ofrecer un mejor ajuste que para el vendedor. El negocio adquirido estratégicamente está relacionado con alguno de sus negocios existentes y el comprador puede disponer de una mayor cuota y poder de mercado. Esto significa que el negocio es más valioso para el comprador que para el vendedor. Este valor añadido puede dirigirse hacia el comprador en su totalidad, o se comparte entre el comprador y el vendedor. El reparto del valor añadido depende de la capacidad de negociación relativa de las dos partes, y esto a su vez depende de las condiciones financieras del vendedor, la oferta de desinversiones, el tamaño relativo de las dos empresas y la urgencia de la necesidad de liquidez del desinversor.

Si el desinversor se encuentra en mal estado financiero, la desinversión puede ser involuntaria y con ello debilitaría su poder de negociación. Sin embargo, los procesos de venta podrían ser usados para recuperar solidez financiera.

Impacto de otros factores en la generación de valor para los accionistas

- *Tamaño relativo de la desinversión.*
- *Condiciones financieras del vendedor.*
- *Estructura de la administración de incentivos del vendedor y como se utilizan los procesos de venta.*

Las empresas que relativamente desinvierten gran parte de su portafolio generan mayor valor. Esto sugiere que la desinversión representa una restructuración sustancial en lugar de una marginal o simbólica que es considerado más favorable por los inversionistas. Una mala situación financiera del vendedor puede sugerir una venta segura sin que el vendedor se haya dado cuenta del verdadero valor del negocio desinvertido. Hearth y Zaima¹⁰ (1948) informan que los vendedores con alta clasificación de acciones comunes en Standard & Poor's generan 4% de rentabilidad anormal, mientras que aquéllos con baja experiencia de clasificación sólo el 3,2%. Pero dado la pequeña muestra de cada grupo informado, las diferencias pueden no ser significativas.

La gestión de incentivos afecta a la calidad de las decisiones tomadas por empresas y si son en interés de los accionistas. ¿Esto se aplica a las decisiones de desinversión? Los vendedores con planes de rendimiento a largo plazo para sus altos directivos, generan 1,5% de mayores retornos anormales durante tres días que aquellos sin ese tipo de planes (0,9% en comparación con 0,6%) y la diferencia es estadísticamente significativa¹¹.

El desinversor puede usar las ganancias en un número de maneras para reinvertir en otros proyectos, pagar mayores dividendos, recompra de acciones o pagar deuda. Si bien algunos de estos usos pueden incrementar el valor para el accionista, otras adquisiciones no relacionadas pueden destruir valor. Este último es más probable si el problema de agencia es serio para el vendedor. Sin embargo, se ha encontrado que los vendedores que pagan las ganancias como dividendos experimentan mayor valor en las ganancias, sobre todo si su desempeño financiero previo a la desinversión había sido mucho más débil. Por lo tanto, la reinversión de las empresas que tienen un historial pobre parece inspirar mucho escepticismo y una valoración negativa. Esto es consistente con el resultado anterior que gestiona la alineación de incentivos, conduce a valorar el aumento de decisiones de desinversión.

2.2. Corporate Spin-offs

Una empresa *spin-off*, es una empresa que se constituye como una filial, la cual puede ser una pequeña parte de la compañía matriz. La compañía recientemente fundada ahora tiene una existencia independiente y es valorada de manera separada en el mercado de valores. Las acciones de la empresa *spin-off* son distribuidas a los

¹⁰ D. Hearth and J. K. Zaima, "Voluntary corporate divestiture and value", *Financial Management*, Sprig, 1948, 10-16.

¹¹ N. Tehranian, N. Travlos and J. F. Waagelein, "The effect of long-term performance plan on corporate sell-off induced abnormal returns", *Journal of Finance*, 42, 1987, 933-942.

accionistas de la compañía matriz, por lo que éstos poseen acciones en dos empresas en vez de una. Ésta es la reversión de una fusión o adquisición. Por esta razón, en el Reino Unido el término “división” se utiliza con preferencia al de *spin-off* utilizado en los EE.UU. La distribución de las acciones en un *spin-off* es algo similar a la distribución de un dividendo especial en efectivo, ya que los accionistas que reciben pueden ser capaces de vender la nueva emisión de acciones y cobrar. Sin embargo, a diferencia de un dividendo en efectivo que está sujeto al pago de impuestos (para los accionistas que lo reciben), el *spin-off* puede ser estructurado como una distribución libre de impuestos, siempre que se cumplan ciertas condiciones.

Características distintivas de un *spin-off*

A diferencia de otras formas de desinversión, los accionistas de la compañía matriz participan en la transacción directamente. Por ejemplo, en un *sell-off* los accionistas no reciben automáticamente las ganancias de la venta, aunque en la evidencia empírica sobre *sell-off* a las empresas les puede resultar beneficioso hacerlo. Una segunda característica distintiva de los *spin-off* es que la matriz no plantea ninguna transacción de efectivo. En tercer lugar, la escala de un *spin-off* es generalmente más grande que un *sell-off* o un *equity carve-outs*. Como un *sell-off*, pero a diferencia del *equity carve-outs*, un *spin-off* es una clara ruptura con la actividad cedida. Se crea una empresa independiente, un *pure-pay*.

Un *spin-off* implica la asignación de activos y pasivos entre la compañía matriz y los negocios *spin-off*. En general la asignación de los activos sigue la naturaleza de los negocios separados, pero la compañía matriz puede tener mucho más discreción para asignar los pasivos. La estructura de capital resultante debería ser coherente con el perfil de riesgo de sus negocios y su trayectoria de crecimiento. Las empresas de alto riesgo y elevado crecimiento no pueden soportar tanta deuda como los negocios más maduros. Por tanto, la asignación de la deuda podría resultar en el aumento del grado de riesgo de determinados valores corporativos y disminuyendo la de otros valores: por ejemplo, si un grupo formado por negocios de alta volatilidad y negocios de baja volatilidad, se está separando y la mayor parte de la deuda se asigna al negocio con alta volatilidad de flujo de caja. Esto aumenta el riesgo de impago de la deuda, reduce su valor y conduce a las agencias de calificación de marca por esa deuda. Los accionistas se han beneficiado de esta transacción mediante la reducción de la protección de los acreedores que habían disfrutado antes de la separación.

Otras fuentes generadoras de valor de *spin-off*

Una de las motivaciones para un *spin-off* es que puede facilitar una posterior fusión de cualquiera de las subsidiarias de la compañía matriz. Entre los estudios mencionados, Cusatis¹²(1993) *et al.* Encontró que alrededor del 14% de la muestra de compañías matrices o subsidiarias fueron asumidos en los 36 meses siguientes al *spin-off*. Estimaron que las ganancias relacionadas con adquisición eran aproximadamente 4%-9% adicionales de las ganancias puras de *spin-off*. McConnell (2001) *et al.* informó una ganancia del 1% o 2% por compañías matrices y 11%-15% por subsidiarias. Por otro lado, Desai y Jain (1999) informaron de que sus resultados no se vieron afectados por la actividad de adquisición que implica las empresas *spin-off*.

Uno de los beneficios de *spin-off* es el aumento del análisis después de un *spin-off*. Es debido a la separación de la compañía matriz y las subsidiarias y la reducción de las asimetrías de la información entre las empresas y el mercado de valores. Krishnaswami y Subramaniam (1999) probaron que este último se produjo en una muestra de 188 *spin-off* durante 1979-1993 y encontraron tanto la reducción de asimetrías de información y que esta reducción representó algunas de las ganancias posteriores al *spin-off*. Del mismo modo, Gilson (1998) *et al.* encontraron que los análisis individuales y de consenso de ingresos se volvieron significativamente más precisos a las siguientes ofertas de *spin-offs*, *equity carve outs* y *tracking stock*.

2.3. Equity carve-outs

Un *equity carve-out* constituye la venta de un voto de control minoritario o mayoritario de una filial por su matriz a los inversores externos. La empresa matriz utiliza un *equity carve-out* para probar las aguas y cuando el primer *carve-out* es bien recibido la conducta es posterior a las etapas de desinversión. Esta flexibilidad también puede ser una ventaja sobre un *spin-off*. *Equity carve-outs* es similar a un *spin-off* de muchas maneras y a menudo son motivadas por la necesidad de:

- Incrementar la concentración de la empresa.
- Mejorar la autonomía de los negocios que la integran.
- Mejorar la administración de la estructura de incentivos por resultados de la gestión relacionada directamente al valor de los accionistas.

¹² P. Cusatis, J Miles and J Woolridge, "Restructuring through spin-off: The stock market evidence", *Journal of Financial Economics*, 33, 1993, 293-311.

- Mejorar la visibilidad de los componentes de negocios que han sido despojados.
- Minimizar el descuento de agrupación a través de esta mayor visibilidad y una mayor información.
- Sin embargo, un *carve-out* se diferencia de otras formas:
- No es una desinversión completa, sino una parcial. No crea un *pure-play*.
- La compañía matriz constituye una subsidiaria en un mercado de valores y puede vender una participación minoritaria a un inversionista externo.
- La compañía matriz y la subsidiaria pueden seguir aprovechando sinergias mutuas y una separación completa no es estratégicamente productivo.
- La subsidiaria recibe dinero de la venta (primaria *carve-out*) y la compañía matriz puede descargar algunos de sus fondos propios en la subsidiaria para recaudar efectivo (secundaria *carve-out*).
- El aumento de dinero en efectivo puede ser un motivo importante para la disociación especialmente si la compañía matriz ha estado funcionando mal y se encuentra en dificultades financieras.
- La compañía matriz puede beneficiarse de la subsidiaria incluyendo consolidar las cuentas si todavía tiene la contribución de beneficios o se suma a la solidez del balance, así un *carve-out* es preferible a un *spin-off*.
- *Equity carve-out*, a diferencia de un *spin-off*, no puede conferir algún beneficio al gobierno corporativo, un nuevo e independiente consejo de administración, ya que la filial puede seguir siendo controlada eficazmente por la compañía matriz.

Si la filial se encuentra en una industria de alto crecimiento y supera a sus competidores, en la emisión de acciones es probable que sea muy valorado y la compañía matriz tiene un incentivo por para optar por un *carve-out*. Si la filial lleva a cabo bajo sus competidores o es una industria madura, es probable que sea poco valorado y la compañía matriz pueda preferir un *spin-off* por sus accionistas.

Características de la creación de valor de un *carve-outs*

- Gerentes, analistas y periodistas tratan un *carve-outs* como desinversiones.
- La reacción del mercado es más positiva cuando las empresas no relacionadas son *carve-out*.

- Muchos *carve-outs* son seguidos por completo *spin-off* o adquisiciones de terceros y el mercado parece anticipar con cierto entusiasmo el seguimiento de desinversiones.
- Uso de los ingresos para pagar la deuda o satisfacer otras contingencias financieras, evoca una reacción de mercado positiva.
- La reacción del mercado es más positiva cuando el *carve-out* es interpretado como la creación de un *pure-play*.

Desafíos posteriores a la desinversión en *spin-off* y *carve-outs*

Distribución inadecuada de los activos y pasivos entre la compañía matriz y las subsidiarias puede exponer ya sea a un riesgo inaceptable. También hay otras fuentes de riesgo posteriores a la desinversión. Mientras que un *spin-off* representa una separación completa de la propiedad de la compañía matriz de sus subsidiarias, un *equity carve-out* es una separación parcial, las dos empresas aún pueden mantener algunos vínculos de carácter comercial, de dirección o estratégica. Estos enlaces necesitan de una cuidadosa estructuración y manejo, de modo que la autonomía recientemente anunciada de la subsidiaria es más que una ilusión y la relación entre la compañía matriz y la subsidiaria no se vuelva peligroso y antagónico. Los riesgos de esta naturaleza deben ser manejados con cuidado. Esto puede implicar un *trade-off* entre la continuidad de los vínculos y la necesidad de separación de la filial en áreas operativas y estratégicas.

Las siguientes áreas pueden ser motivo de preocupación:

- ¿Serán las dos empresas competidoras, como la licitación o proyectos de los mismos clientes?
- ¿Tendrán relación usuario proveedor, cuál será el precio de transferencia para tal intercambio?
- ¿Van a compartir servicios y cuál es la disposición de compartir costos? ¿Es justo para ambos o es impuesto por la compañía matriz?
- ¿la subsidiaria tiene autonomía de gestión o la compañía matriz todavía controla detrás de una junta independiente?
- ¿Cuánto apoyo necesita la subsidiaria de la compañía matriz antes de que se levante y se ponga en marcha su propio programa?

Uno de los beneficios de la diversificación es la distribución del riesgo y la consiguiente reducción en el costo de capital. Un *spin-off* o un mayor *carve-out* eliminan estas fuentes de valor. Así, el costo de capital de la compañía matriz y subsidiaria se podría incrementar si la cesión es de negocios no relacionados. Además la reducción del tamaño de la empresa puede reducir la capitalización bursátil de la compañía matriz si se reduce la liquidez de las acciones de la empresa en el mercado de valores. En algunos casos puede dar lugar a que la compañía matriz pierda su lugar codiciado en el índice bursátil, lo que provoca pérdidas de interés de los analistas y gestores de fondos.

2.4. Tracking stock

En una restructuración tracking stock, la compañía matriz forma una filial separada de los negocios que considera podrían beneficiarse de un perfil independiente y de una mayor transparencia. En lugar de moverse fuera de esta filial en el mercado de valores, la compañía matriz emite una nueva clase de acciones propias para realizar un seguimiento del rendimiento de la nueva subsidiaria creada y obtiene este *tracking stock* que coteje en un mercado de valores. Por esta razón también es llamado *targeted stock*. Parte de las nuevas acciones creadas se emiten a los inversionistas. No se crea ningún *pure-pay* y no hay un cambio de control y los propietarios no son dueños de acciones directamente en la filial en cuestión.

Tracking stock representa la menor separación de la filial de la compañía matriz en contraste con un *spin-off* y *equity carve-out*. Esto no conduce a una separación de la estructura del gobierno corporativo pero puede permitir incentivos a la gestión de la filial basada en el mercado de valores, por tanto, en relación directamente con la compensación de gestión a los cambios de valor para el accionista. Puede aumentar la transparencia de la filial desde la compañía matriz, ya que es probable que produzca una contabilidad separada de ella. Esto, entonces puede reducir el descuento de conglomerado, pero en menor medida que en el caso de los otros dos tipos de restructuración.

Emitir el *tracking stock* puede aumentar el rango de inversión disponible para los inversionistas, que ahora pueden invertir en las acciones de *tracking stock*. No hay separación de la deuda entre la compañía matriz y la filial de *tracking stock*. Así es probable que la calificación de la deuda no pueda verse afectada. Mientras que el análisis financiero siguiente puede aumentar, es probable que sea marginal y no en la misma escala que lo sea un *equity carve-out* o *spin-off*.

En la realidad los *tracking stock* no han sido tan populares como otras formas de desinversión, ya que en esencia apenas representan desinversión. Muchas empresas de alta tecnologías los han utilizado, sobre todo en los sectores de telecomunicaciones y negocios de internet. Es probable también que muchos de los casos de *tracking stock* fueran de bajo rendimiento o altamente especulativos con un considerable elemento de opción real para ellos. Sin embargo, muchos de estos negocios eran para generar beneficios sostenidos y su valor residía en su éxito en la creación de un nuevo producto/mercado.

3. Estudio de Eventos: Medición de Retornos Anormales

El método del estudio de evento se sustenta en el efecto que tiene un cierto suceso en el precio de una acción o de un activo financiero. El origen de este evento puede ser de tipo económico, político, financiero o cualquier otro acontecimiento, el cual pueda afectar el valor de una(s) acción(es) en el mercado. De esta manera, se pretende testear si el evento o acontecimiento es el causante de retornos anormales, siendo estos positivos o negativos para un cierto número de acciones, ya que *a priori* no se puede decir, con rigurosidad estadística, si el evento posee o no relación con el retorno anormal que presenta el activo en cuestión.

El cálculo de estos retornos anormales o residuos, como también son llamados (Brow & Warner, 1890), se comienza con seleccionar el día del acontecimiento e indicarlo como el día “ $t=0$ ”, luego se define el periodo del evento que, siguiendo la lógica de otros estudios, comprende una ventana de 81 días, es decir, desde el día “ $t=-40$ ” antes del evento y hasta el día $t=+40$ posterior a dicho evento. En teoría, esta ventana debiese contener la suficiente cantidad de información para describir lo que ocurre con el retorno del activo, en vista del evento analizado.

El siguiente paso es predecir el retorno que presentaría la acción en el periodo del evento, como si ese evento no existiese. Otra manera de plantearlo sería intentando calcular el retorno “normal” que presentaría la acción o el activo dentro de la ventana de evento. El retorno “normal” estimado se denota como $\hat{R}_{it}$, para una acción “ i ” en el periodo “ t ”. De esta forma el retorno anormal o residuo queda representado de la siguiente manera:

$$r_{it} = R_{it} - \hat{R}_{it} \quad (5)$$

El retorno anormal muestra la diferencia que existe entre el retorno normal que presentaría una acción dado el evento que se está estudiando y el retorno que debiese presentar la acción de acuerdo a lo predicho por el modelo.

Como este método puede considerar un número “N” de acciones o títulos, se promedian los retornos anormales o residuos de cada acción en el periodo “t” de análisis, y de este modo se obtiene el retorno anormal promedio o residuo promedio (Average Residual o AR) para el periodo “t”.

$$AR_t = \frac{\sum_{i=1}^n r_{it}}{N} \quad (6)$$

Finalmente se procede a determinar el efecto acumulado de los retornos anormales (AR) en el periodo de evento. De esta manera se obtiene el Cumulative Average Residual (CAR). El CAR representa el efecto total promedio que ocurre en el periodo del evento.

$$CAR = \sum_{t=-40}^{40} AR_t \quad (7)$$

Existen tres métodos para llevar a cabo los cálculos necesarios para encontrar el $\hat{R}_{it}$ y así determinar los retornos anormales que se encuentran en la ventana del evento. Lo frecuente es utilizar los tres métodos para generar resultados estadísticamente más relevantes.

3.1. Primer método: *Mean Adjusted Return*

El primer paso es estimar el retorno promedio (diario) de un activo en el periodo que no se ve afectado por el evento en cuestión. Este periodo ahora es determinado como “limpio”. Lo importante es que no puede haber información que “contamine” este periodo, es por esto que la ventana limpia debe comprender el periodo anterior, posterior (o ambos) al de la ventana de 81 días (que constituye el periodo del evento). En definitiva se calcula el retorno promedio que debiese presentar la empresa en ausencia del evento, y

este resultado se utiliza en el periodo del evento. De esta forma el promedio se presenta así:

$$\hat{R}_{it} = \frac{\sum_{t=41}^{241} R_{it}}{T} \quad (8)$$

Donde T es el número de días que dura el periodo limpio. Como ejemplo, si la formula muestra que el periodo “limpio” a utilizar (después del evento) es desde el día +41 hasta el día +241, por lo tanto en este caso T= 200.

3.2. Segundo método: *Market Model*

Utiliza el modelo de mercado o el modelo APT de un solo factor (Fama, 1976) el cual se puede presentar a continuación:

$$R_{it} = \alpha + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (9)$$

$$E(\tilde{\varepsilon}_{it}) = 0; \text{ cov}(\tilde{\varepsilon}_{mt}, \tilde{\varepsilon}_{it}) = 0; \text{ y } \text{ cov}(\tilde{\varepsilon}_{it}, \tilde{\varepsilon}_{jt}) = 0 \quad \forall i \neq j \quad (10)$$

En este método se regresa el retorno que presenta un activo R_{it} frente a un factor que sea representativo del retorno del mercado R_{mt} en el periodo limpio. Así se obtienen los parámetros $\tilde{\alpha}$ y $\tilde{\beta}$ estimados, donde estos coeficientes son utilizados para estimar el retorno accionario en el periodo del evento $\hat{R}_{it}$, usando en este caso el retorno de mercado de los días comprendidos en el periodo del evento mencionado. Así el retorno estimado para la ventana del evento $\hat{R}_{it}$ queda determinado por:

$$\hat{R}_{it} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (11)$$

3.3. Tercer método: *Market Adjusted Return*

Este método es básicamente el mismo que el anterior, cuya diferencia esta que se asume que el retorno estimado para el activo en cuestión debiese ser igual al retorno del

mercado. Expuesto de otra forma, el modelo asume que $\hat{\alpha} = 0$ y $\hat{\beta} = 1$. La fórmula queda expresada de la siguiente forma:

$$\hat{R}_{it} = R_{mt} \quad (12)$$

3.4. Análisis de significancia estadística

En relación a los tres modelos que se debe utilizar, además se debe comprobar que los resultados de los modelos sean significativos. Ya que a *priori* no es posible concluir nada. Para determinar si los residuos son significativos, se calcula el valor de t que produce cada residuo, el cual se compara con el valor t crítico para un cierto nivel de significancia estadística. Ya que, para más de 30 datos la distribución de t de Student converge hacia una distribución normal, entonces para que el residuo sea significativo, el estadístico t calculado debe ser mayor que 1,64 (si el nivel de significancia es del 10%); 1,96 (si el nivel de significancia es del 5%); o mayor que 2,58 (si el nivel de significancia es igual al 1%). Así el test a contrastar viene dado por la hipótesis nula (H_0), definida como:

H_0 : No existe evidencia de retornos anormales en el periodo t

Entonces, el valor de t calculado con T-1 grados de libertad para los residuos viene dado por la siguiente fórmula:

$$\frac{AR_t}{\hat{S}(AR)} \quad (13)$$

Donde $\hat{S}(AR)$ representa la desviación estándar obtenida a partir de los datos de la ventana limpia de información en relación al evento. Asimismo, también se debe estimar la significancia estadística del CAR, que bien dado por:

$$\frac{CAR}{\hat{S}(CAR)} = \frac{\sum_{t=-40}^{+40} AR_t}{\sum_{t=-40}^{+40} \hat{S}(AR)} = \frac{\sum_{t=-40}^{+40} AR_t}{\sqrt{81} \hat{S}(AR)} \quad (14)$$

Por último, se debe considerar que se asume que los retornos de las distintas acciones se distribuyen idéntica e independientemente. De lo contrario habría errores en las estimaciones presentadas. Además, se asume que pueden existir ciertos sesgos a la hora de realizar estimaciones: por ejemplo, no se consideran cambios en la varianza (intrínseca) de los distintos activos analizados; por otra parte, en el Modelo de Mercado no se toman en cuenta los efectos que existen a través del tiempo ni tampoco se dice nada de que los errores se distribuyan de manera normal (Brown y Warner, 1980). Sin embargo, dada la simplicidad para interpretar los resultados, estos métodos para el Estudio de Eventos ayudan a brindar conclusiones concordantes entre la teoría y la práctica, frente a lo que ocurre con los precios de los activos ante ciertos eventos.

CAPÍTULO IV: Análisis del Proceso de Reestructuración de CSAV y Estudio de Eventos

1. Toma de Control

Como se puede observar, el proceso de reestructuración más profunda que vivió la Compañía Sudamericana de Vapores, se inició luego del cambio de grupo controlador pasando desde el Grupo Claro al Grupo Luksic al mando de la administración. El ingreso del Grupo Luksic a la propiedad de CSAV se iniciaba en marzo de 2011, cuando Quiñenco (del Grupo Luksic) adquirió del entonces controlador Marínsa (del grupo Claro) un 10% de las acciones de la Compañía, al poco tiempo su participación fue incrementando, donde en abril del mismo año adquiere un 8% adicional y luego en julio suscribe un acuerdo de actuación conjunta con el Grupo Claro adquiriendo un 2,6% adicional para igualar la participación en 20,6%. Finalmente en febrero de 2012, pasa a ser titular del 37,44% de las acciones de la naviera convirtiéndose así en el nuevo controlador legal de CSAV.

Dentro de las razones que motivaron el ingreso del Grupo Luksic, se encuentra que CSAV es una empresa global con alto potencial de crecimiento y vieron la oportunidad de mejorar la administración del negocio, asimismo había un activo relevante que era la filial SAAM, negocio de servicio y operaciones portuarias con concesiones de largo plazo y que además presentaba una situación contraria al volátil rubro naviero, con ingresos estables en el tiempo. Como resultado, dada las oportunidades que veía el nuevo controlador, es que el Grupo Luksic se arriesgó a implementar una completa reestructuración del negocio, cambiando drásticamente su enfoque estratégico.

El diagnóstico de CSAV era el de una empresa incierta en un contexto económico complejo, marcada por alzas en el precio petróleo y retroceso en las tarifas de los fletes, con crecimientos desmedidos. Como resultado la compañía presentaba pérdidas considerables, del orden de US\$1.250 millones al cierre del resultado 2011.

La naviera se encontraba en graves dificultades financieras, por tanto, su deterioro requería de medidas urgentes. De este modo el equipo de CSAV diseñó un plan de reestructuración cuyas directrices estaban orientadas en cuatro pilares fundamentales y focalizados en dos áreas principales; Operacional y Comercial y Fortalecimiento Financiero. Por lo tanto, fue una reestructuración profunda que contemplaba casi todas las áreas de la Compañía, siendo todas ellas cuestionadas y reorganizadas de tal forma de

mantener en el futuro sólo aquellos servicios que presentaban ventajas competitivas para mejorar la viabilidad del negocio, dada la compleja situación de la industria.

En primer lugar, tuvieron que reducir el tamaño de la Compañía, con el objetivo de disminuir su exposición y ajustarse a su real capacidad financiera y de mercado, como también concentrarse en aquellos negocios que aportaban mayor valor. Se eliminaron rutas que no eran rentables para la Compañía, como Asia-África, Asia-Europa, Europa-Estados Unidos y Asia-Estados Unidos. Esto debido a que los barcos de CSAV eran más adecuados para los tráficos regionales donde se concentraba la mayor cantidad de clientes y se poseía una mayor ventaja competitiva, además que la región representaba el 60% del negocio.

Optaron por asociarse con empresas líderes del sector, con el fin operar en forma conjunta y así lograr diversificar el riesgo, reducir costos, generar economías de escala y sinergias, lo cual se traduciría en mayor eficiencia para la compañía.

Cambiaron la dotación de naves arrendadas para aumentar la flota propia. La industria se encontraba en dificultades y los barcos estaban más baratos, por tanto era la oportunidad de compra. Por otro lado, el precio del arriendo de naves subía drásticamente, lo cual afectaba directamente a la posición de la Compañía debido a que la mayor cantidad de naves que poseía eran arrendadas. Una mayor cantidad de activos propios permitiría a la Compañía mejorar su posición operacional frente a la volatilidad de la industria.

Como parte de la reorganización se eliminaron tres niveles jerárquicos, a fin de descentralizar la toma de decisiones y aumentar el grado de responsabilidad. Traduciéndose finalmente en una mayor flexibilidad frente a las adversas condiciones del mercado y altos niveles de incertidumbre.

2. Restructuración Operacional - Financiera

Su objetivo fue proveer de capital necesario para completar el plan de reestructuración, entregando un cierto respaldo financiero. En este sentido el Grupo definió un itinerario donde se necesitarían recursos para hacer frente a las pérdidas y también poder comprar barcos. De este modo se hicieron dos aumentos de capital por un monto total de US\$ 1.700 millones. Con la última inyección de recursos concretada en febrero de 2012 por un monto de US\$1.200 millones, se cumple con el requisito

establecido por la Junta de Accionistas para llevar a cabo la separación de la filial SAAM del negocio de CSAV.

Esta operación que implicaba la división del negocio de transporte marítimo (de CSAV) del negocio de servicios marítimos a las naves y a la carga (de SAAM), es una de las estrategias de reestructuración definida como *spin-off*, en el cual la Compañía constituida como una filial (SAAM) pasa a operar de forma independiente y es valorada de manera separada en el mercado de valores. Las acciones de la empresa fundada o constituyente pasan a distribuirse a los accionistas de la Compañía Matriz (CSAV), de este modo recibieron acciones de SM-SAAM todos los accionistas de CSAV inscritos en el registro de la empresa el 29 de febrero de 2012 y por cada título de la naviera se asignaron 1,1168666991 de la nueva sociedad fundada. Así, a partir del 1 de marzo ambas empresas se transaban de manera independiente en la bolsa de comercio.

Existe una asignación de activos y pasivos entre CSAV y SM-SAAM, donde ambas empresas se quedaron con sus activos respectivos, pero en cuanto a la distribución de pasivos se consideró que la subsidiaria (SAAM) que era un negocio que había presentado resultados positivos no debía “contagiarse” de los desalentadores resultados de la naviera, por tanto la Compañía Matriz es quien se hizo cargo de los pasivos. Lo anterior hace referencia a la teoría de estructura de capital, que indica que la deuda debe quedar en la empresa con menos oportunidades de crecimiento y liberar de la carga financiera a la empresa con mayor potencial de crecimiento. Siguiendo con las características del *Sin-off*, además SAAM pasa a tener su propio capital y una organización autónoma, lo cual la llevaría a convertirse en una nueva sociedad anónima abierta e independiente.

A diferencia de otras formas de desinversión, los accionistas de la compañía matriz participan en la transacción directamente y pueden recibir automáticamente las ganancias de la venta de acciones. Al operar de forma independiente, se reducen las asimetrías de información entre las empresas y el mercado de valores.

2.1. Resultados esperados de la estrategia de reestructuración

La separación de CSAV de SAAM, a través de un *spin-off* había sido pensada con el objetivo de permitir a esta última (SAAM), el desarrollo de sus operaciones de forma independiente y sin limitaciones por los resultados y volatilidad del negocio naviero, ya que SAAM poseía expectativas más positivas que la naviera, además como filial de CSAV tenía restricciones para acceder a capital.

De este modo, se buscaba fortalecer el enorme potencial de crecimiento de SAAM como empresa independiente, en tanto la separación le permitiría a futuro acceder a mejores condiciones crediticias, así como generar planes de expansión a su propio ritmo. Por otro lado, tras la división se vería disminuido el riesgo financiero para los accionistas. Así mismo, se esperaba que SAAM siguiera mostrando un buen desempeño aumentando sus ventas y utilidades, al atribuirse un valor significativo a su negocio.

Si bien el negocio de portacontenedores en cambio, perdería una fuente de ingresos bastante regular (SAAM), la cual agregaba estabilidad al volátil negocio naviero. Sin embargo, la situación de CSAV debiese mejorar dada la implementación del plan de fortalecimiento financiero que le permitiría enfrentarse con mayor tranquilidad al futuro de la industria naviera, mejorando su posición para enfrentar al siguiente año que todavía se presentaba volátil. Como resultado de sus medidas, la Compañía pretendía reducir sus pérdidas operacionales durante el último trimestre de 2011, mejorar su eficiencia operacional y mejorar su estructura organizacional y comercial.

3. Análisis Financiero de CSAV

Con el fin de dar a conocer la situación de CSAV, se realizará un análisis de los principales indicadores financieros durante el periodo 2008-2012.

Cuadro N°4: Principales índices financieros de CSAV (Periodo 2008-2012).

Ratios	2008	2009	2010	2011	2012
Liquidez					
Razón Corriente	1,40	0,90	1,50	0,60	0,90
Leverage					
Deuda L-P/Patrimonio	0,72	0,80	0,63	1,70	1,00
Deuda Total/Patrimonio	1,24	2,28	1,32	4,26	1,87
Márgenes					
Margen Bruto	4,10%	-10,90%	8,70%	-14,10%	1,30%
Margen Operacional	-2,70%	-19,80%	4,10%	-20,40%	-5,60%
Margen de Utilidad Neta	-0,60%	-22,00%	3,30%	-24,10%	-9,00%
Rentabilidad					
ROE	-3,90%	-80,00%	17,70%	-134,00%	-40,60%
ROA	-1,60%	-43,15%	5,60%	-39,00%	-12,50%
Crecimiento					
Ingresos por Ventas	17,75	-38%	72,20%	-1,20%	-33,39%
Earning-per-Share	-	943%	-113%	-688%	-92%
Valoración del Mercado					
Price-to-Sales	0,10	0,20	0,40	0,10	0,20
Price-to-Book	0,60	1,90	1,80	0,60	0,20
Earning-per-Share	-\$ 32,82	-\$ 342,40	\$ 44,61	-\$ 262,23	-\$ 20,59
Precio de la Acción	\$ 303,73	\$ 340,66	\$ 519,80	\$ 97,41	\$ 40,74
N° Acciones ('000)	769.518	1.498.184	2.029.258	2.850.852	8.717.953

Fuente: Elaboración propia con datos de las memorias anuales de CSAV (2008-2012) y base de datos Económica.

Índices de Liquidez

Este índice presenta una disminución en el año 2011 (0,6) en comparación con el año 2010 (1,5). Lo anterior muestra un deterioro de la liquidez de la Compañía. Sin embargo, durante el periodo 2011-2012 el escenario se vuelve más favorable y hay un repunte del indicador, desde 0,60 a 0,90, debido principalmente a un aumento del activo corriente (MM US\$201,2) y a una disminución del pasivo corriente (MM US\$797,8).

Leverage

En cuanto al nivel de endeudamiento a largo plazo con respecto al patrimonio, en el período 2008-2010 la empresa presenta un índice menor a 1. Sin embargo en el año 2011, este índice se eleva a 170%. Entre los años 2011 y 2012, el endeudamiento disminuye levemente a 1.

En relación al endeudamiento total, se puede observar que con excepción del año 2010, este índice presenta valores sobre 1, lo cual indicaría que la empresa presentaba más deuda que patrimonio. Cabe destacar que entre los años 2010 y 2011 hubo un incremento del indicador del endeudamiento la deuda total en un 223% (desde 1,32 a 4,26), lo cual mostraría a la empresa en situación de riesgo financiero. Con respecto al período 2011-2012, el indicador de endeudamiento disminuye en 56%, principalmente por el aumento de capital de US\$1.200 millones.

Márgenes

El Margen Bruto de la empresa presenta una alta variabilidad y es negativo en los años 2009 y 2011, lo cual se puede atribuir a la disminución de los ingresos por ventas y a los altos costos de ventas. En relación al período 2011-2012, se observa un margen bruto positivo de 1,30%.

En cuanto al margen operacional, éste es negativo durante todo el período, excepto en el año 2010. Esto evidencia las pérdidas operacionales registradas por la empresa.

En cuanto al margen de utilidad neta, se observa resultados negativos durante el período, excepto en el año 2010, siendo el año más crítico el 2011 con un margen neto de -24,1%. Esta disminución es consecuencia principalmente de la importante caída en las tarifas de fletes.

Rentabilidad

En cuanto al retorno sobre el patrimonio (ROE), se observan resultados negativos durante el período 2008-2012, con excepción del año 2010 donde el ROE fue de 17,7% anual. Por otro lado, el año más crítico fue el 2011, con un ROE de -134%. En el año 2012, el ROE fue menos negativo (40,6%), debido a la disminución de las pérdidas con respecto al año anterior.

El rendimiento sobre los activos (ROA) fue negativo en todo el período, con excepción del año 2010, que presenta un beneficio generado por el activo total del 5,6%. Entre los años

2008 y 2009 ocurre la mayor disminución del ROA (-43,15%). Entre los años 2011 y 2012 el índice se hace menos negativo debido a la disminución de las pérdidas y a la disminución de los activos.

Crecimiento

La evolución de los ingresos por venta se encuentra representado por una alta variabilidad, registrando disminuciones significativas en los años 2009, 2011 y 2012 con cifras de -38%, -1,20% y -33,39%, respectivamente. Esto debido a la disminución de las ventas del negocio de portacontenedores. Por otra parte, los ingresos por acción presentan una evolución negativa a partir del año 2009.

Valoración del Mercado

El ratio “Price to Sales” muestra la relación entre la cotización de las acciones ordinarias de una compañía y sus ventas. Entre el 2008 y 2010 la cantidad de veces que el precio representa las ventas por acción se incrementó en un 100%. Sin embargo, el 2011 presenta una disminución del 75% del índice, para luego mejorar nuevamente en 2012.

El ratio “Price to Book” muestra la relación entre el precio de mercado de una acción y su valor contable. Se observa que esta relación se incrementa entre 2008 y 2009, desde 0,6 a 0,9. No obstante, el ratio es inferior a 1, señalando que el valor de mercado del patrimonio de CSAV es inferior a su valor contable. En los siguientes años, éste disminuye hasta llegar a 0,2 en 2012. Esto mostraría una caída en las expectativas de generación de beneficios futuros de CSAV, por que los inversionistas estarían dispuestos a pagar cada vez menos por adquirir una acción de la compañía en relación a su valor contable.

Con respecto a la utilidad por acción, se observa que la empresa ha obtenido pérdidas por acción, con excepción del año 2010 donde tuvo una ganancia de \$44,61 por acción. Las pérdidas más altas fueron en el año 2009 (-\$342,4). En 2012 se aprecia una disminución de la pérdida, sin embargo la utilidad por acción sigue siendo negativa.

En cuanto a la evolución del precio de la acción de CSAV, se observa que, si bien presenta incrementos entre los años 2008 y 2010, éste cae considerablemente en los años siguientes, pasando de \$519,80 al cierre de 2010 a \$40,74 por acción al cierre de 2012.

En el año 2011 la CSAV presento: Baja liquidez (0,60); elevado endeudamiento (4,26); margen operacional y neto negativo (-20,40% y -24,10%); tasas de retorno sobre el

patrimonio y sobre los activos negativos (-134% y -39%); caída en las ventas (-1,2%) y en la utilidad por acción (-688%); y bajas oportunidades de crecimiento (ratio Price to Sale de 0,1 y ratio Price to Book de 0,6); todo lo cual se traduce en la caída en el precio de la acción, desde \$519,80 (al cierre de 2010) a \$40,74 (al cierre de 2012).

Dichos resultados se encuentran directamente relacionados con el complejo panorama que presentaba la industria, destacándose los aumentos en el precio del combustible (lo que elevaba los costos de operación), la disminución en las tarifas de los fletes y disminución de la demanda (lo que reducía los ingresos por ventas).

Las condiciones mencionadas y la debilitada posición financiera de la empresa generaron las condiciones para implementar una estrategia de reestructuración, específicamente la ejecución de un *spin-off*.

3.1. Análisis Financiero Sudamericana, Agencias Aéreas y Marítimas S.A. (SM-SAAM)

Por su parte, se dará a conocer los principales indicadores financieros de SM-SAAM durante los trimestres del año 2012, con el fin de presentar su situación financiera como siendo sociedad anónima independiente.

Índices de Liquidez

Este índice presenta una constante disminución en los trimestres, pasando desde un índice de 2 para marzo de 2012 a un índice de 1,44 a diciembre de 2012. Sin embargo, el nivel de liquidez que ha mantenido la empresa (superior a 1) ha sido positivo, por lo tanto muestra una solvencia financiera sólida.

Leverage

El nivel de endeudamiento de largo plazo con respecto al patrimonio se ha mantenido más bien constante en el año, presenta una leve variación entre el primer y segundo trimestre de 0,30 a 0,34, para luego en el tercer y cuarto semestre mantenerse en 0,33. En general éste índice muestra el bajo nivel de endeudamiento a largo plazo que posee la empresa.

En cuanto al endeudamiento total, se puede observar que este se incrementa levemente en cada semestre del 2012 (0,45 en marzo, 0,51 en junio y 0,52 en septiembre y diciembre).

No obstante, el nivel de endeudamiento que mantiene la empresa es aceptable, ya que posee un equilibrio entre deuda y patrimonio.

Cuadro N°5: Principales indicadores financieros de SM-SAAM (trimestres de 2012).

Ratios	03-2012	06-12	09-12	12-2012
Liquidez				
Razón Corriente	2,00	1,70	1,50	1,44
Leverage				
Deuda L-P/Patrimonio	0,30	0,34	0,33	0,33
Deuda Total/Patrimonio	0,45	0,51	0,52	0,52
Márgenes				
Margen Bruto	25,38%	25,10%	24,98%	24,80%
Margen Operacional	14,80%	14,57%	12,82%	13,20%
Margen de Utilidad Neta	14,81%	14,44%	12,39%	13,90%
Rentabilidad				
ROE	2,50%	4,82%	6,04%	9,07%
ROA	1,69%	3,15%	3,93%	5,87%
Crecimiento				
Ingresos por Venta	-	99,44%	50,43%	35,08%
Earning-per-Share	-	101,44%	18,45%	55,28%
Valoración del Mercado				
Price-to-Sales	-	-	-	2,60
Price-to-Book	-	1,70	1,50	1,80
Earning-per-Share	\$ 0,79	\$ 1,59	\$ 1,88	\$ 2,93
Precio de la Acción	\$ 58,70	\$ 50,13	\$ 47,79	\$ 53,28
N° Acciones ('000)	9.736.791	9.736.791	9.736.791	9.736.791

Fuente: Elaboración propia con datos de las memorias anuales de CSAV (años 2008-2012) y de la base de datos Económica.

Márgenes

El margen bruto si bien ha presentado una leve disminución durante el año (desde 25,38% en marzo a 24,80% en diciembre. Sin embargo, el nivel de margen bruto es positivo, demostrando un desempeño tal que le permite generar beneficios sobre las ventas de alrededor del 25%.

En cuanto al margen operacional, éste presenta una disminución para el tercer trimestre de 2012 (de 14,57% a 12,82%). Pero en el cuarto trimestre el índice se recupera llegando a 13,20%.

Con respecto al margen de utilidad neta, éste igualmente es positivo y presenta una disminución para el cuarto trimestre de 2012 (de 14,44% a 12,39%), para luego incrementar en 13,9% en el cuarto trimestre.

Rentabilidad

En cuanto al retorno sobre el patrimonio (ROE), se observa un notorio crecimiento durante el año 2012, presentando un incremento para el ROE del 2,5% en el primer trimestre a 9,07% en el cuarto trimestre.

Con respecto al rendimiento sobre los activos (ROA), se observa índices positivos y también con un notorio incremento durante el año 2012, (desde 1,69% en el primer trimestre a 5,87% en el cuarto trimestre). Esta situación puede ser explicada por los márgenes de utilidad positivos que presentó la empresa.

Crecimiento

Los ingresos por venta presentan una menor evolución durante el año 2012 (pasando de un 99,44% para el primer trimestre a un 35,08% para el cuarto trimestre). Sin embargo, a pesar de que los ingresos por venta han crecido en menor proporción durante los trimestres, éstos se han mantenido positivos.

Por otra parte, los ingresos por acción presentaron una evolución del 101,44% entre el primer y segundo trimestre del 2012, sin embargo en el tercer trimestre la evolución disminuyó a 18,45% para luego volver a repuntar en el cuarto trimestre con un crecimiento del 55,28%.

Valoración de Mercado

El ratio “Price to Sales” muestra que en el cuarto trimestre de 2012 la cantidad de veces que el precio representó las ventas por acción fue de 2,6 veces, lo cual es positivo.

En relación al ratio “Price to Book”, se observa que esta relación disminuye entre el segundo y tercer trimestre (1,70 a 1,50). Sin embargo, en el cuarto trimestre el índice se incrementa por sobre el segundo trimestre (1,80). Lo anterior indica que el valor del patrimonio de SM-SAAM es superior a su valor contable, al presentar un índice por sobre 1. Por lo tanto, la empresa mostraría un incremento de las expectativas de ganancias futuras y los inversionistas estarían dispuestos a pagar cada vez más por adquirir una acción de la compañía.

Con respecto a la utilidad por acción, se observa que la empresa ha obtenido incrementos de las ganancias por acción durante el año 2012. Éste incremento en promedio es del 58% aproximado entre marzo y diciembre del 2012.

En cuanto a la evolución del precio de la acción, éste presentó su mayor baja durante el tercer trimestre de 2012 (\$47,79). Sin embargo, para el cuarto trimestre del mismo año el precio de la acción se incrementa a \$53,28.

Durante el cuarto trimestre de 2012 SM-SAAM presentó: Alta liquidez (1,44); bajo endeudamiento (0,52); margen operacional y neto positivo (13,20% y 13,90%); tasas de retorno sobre el patrimonio y sobre los activos positivos (9,07% y 5,87%); incremento en las ventas (35,08%) y en la utilidad por acción (55,28%); elevadas oportunidades de crecimiento (Price to Sale de 2,60 y Price to Book de 1,80), lo cual se traduciría en un estable precio de la acción de \$53,28.

Los anteriores indicadores muestran a SM-SAAM, como una empresa estable financieramente, que posee solvencia, una equilibrada estructura de endeudamiento y una buena rentabilidad. Por lo tanto, esta empresa, a diferencia de CSAV, se encontraba en una buena posición y con importantes oportunidades de crecimiento que debían ser potenciadas.

4. Resultados del Estudio de Eventos

4.1. Evento N°1: Grupo Luksic compra el 10% de la Compañía Sudamericana de Vapores (CSVA) por unos US\$120 millones

Este hecho señala que Quiñenco, del grupo Luksic, ingresa a la propiedad de la CSAV a través de la compra del 10% de las acciones de la compañía, hecho esencial que fue enviado a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).

Cuadro N°6: Evento “Ingreso del Grupo Luksic a la propiedad de CSAV”. Retornos anormales.

El día del evento ($t=0$) corresponde al 22 de marzo de 2011. Se muestra el retorno anormal (AR) para una ventana de (0; +10) días a partir del evento. No obstante, el análisis se realizó para una ventana más amplia de (-40; +40). El CAR muestra el retorno anormal acumulado desde $t=0$ hasta $t=+10$. Las cifras en paréntesis muestran el *test-t*. (*): Estadísticamente significativo al 90%; (**): Estadísticamente significativo al 95%; (***): Estadísticamente significativo al 99%.

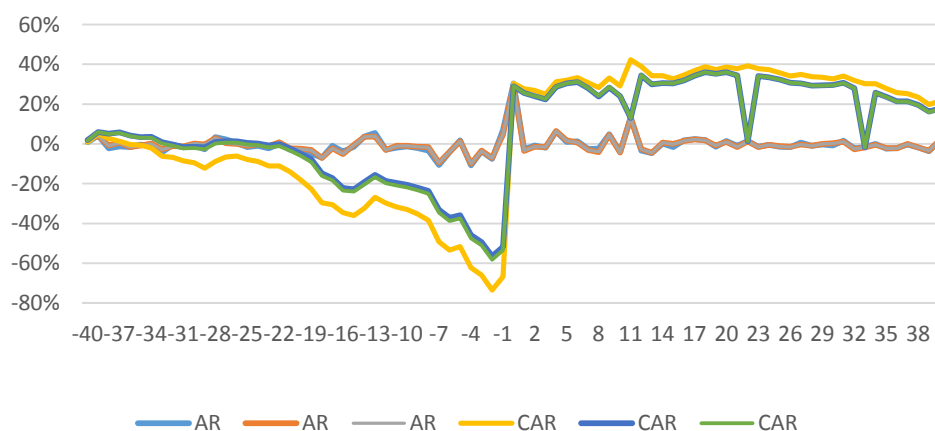
Método	Mean Adjusted Return		Market Model		Adjusted Market Return	
Día t	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
0	30,38% (20,36)***	30,38% (3,18)***	28,98% (21,67)***	28,98% (3,38)***	29,07% (21,72)***	29,07% (3,39)***
+1	-2,77% (-1,86)*	27,61% (2,86)***	-3,48% (-2,60)***	25,50% (2,94)***	-3,44% (-2,57)**	25,63% (2,96)***
+2	-0,83% (-0,56)	26,78% (2,74)***	-1,54% (-1,15)	23,96% (2,73)***	-1,50% (-1,12)	24,13% (2,75)***
+3	-1,93% (-1,29)	24,85% (2,51)**	-1,66% (-1,24)	22,30% (2,51)**	-1,69% (-1,26)	22,44% (2,53)**
+4	6,33% (4,24)***	31,18% (3,12)***	6,35% (4,75)***	28,65% (3,19)***	6,34% (4,74)***	28,78% (3,21)***
+5	0,88% (0,59)	32,06% (3,17)***	1,72% (1,29)	30,37% (3,35)***	1,65% (1,23)	30,43% (3,35)***
+6	1,26% (0,84)	33,31% (3,26)***	0,67% (0,50)	31,05% (3,39)***	0,70% (0,53)	31,13% (3,39)***
+7	-2,57% (-1,72)*	30,75% (2,97)***	-3,05% (-2,28)**	28,00% (3,02)***	-3,02% (-2,26)**	28,11% (3,03)***
+8	-2,48% (-1,66)*	28,27% (2,71)***	-4,13% (-3,09)***	23,86% (2,55)**	-4,03% (-3,01)***	24,08% (2,57)**
+9	4,80% (3,22)***	33,07% (3,14)***	4,46% (3,33)***	28,32% (3,00)**	4,47% (3,34)***	28,55% (3,02)***
+10	-4,01% (-2,69)***	29,07% (2,73)***	-4,40% (-3,29)***	23,92% (2,50)**	-4,39% (-3,28)***	24,17% (2,53)***

Fuente: Elaboración propia.

El Cuadro N°6 muestra los retornos anormales (AR) y los retornos anormales acumulados (CAR) para el día del evento y los diez días posteriores (0; +10). Según los tres métodos, se aprecia que CSAV registra en el día $t=0$ retornos anormales positivos y significativos al 99% de confianza, lo que muestra la favorable reacción del mercado frente a este

anuncio. Posterior al día del evento los resultados son mixtos, mostrando la alta volatilidad que afectaba al precio accionario de la CSVA. Al día siguiente ($t=+1$) hay evidencia de retornos anormales negativos y significativos. Para el día $t=+4$ los tres métodos muestran retornos anormales positivos y significativos al 99% de confianza. Para el día $t=+7$ y $t=+8$ los retornos anormales son negativos y significativos. En $t=+9$ y $t=+10$ se observan retornos anormales positivos y negativos, respectivamente, en ambos casos significativos al 99% de confianza. Con relación al CAR se puede observar que según los tres métodos, la ventana de tiempo de 11 días, desde $t=0$ a $t=+10$ arrojan resultados positivos y significativos al 99% y 95% de confianza.

Figura N°6: Evolución de Retornos Anormales (AR) y Retornos Anormales Acumulados (CAR) en los 40 días previos y los 40 días posteriores al día del primer evento $t=0$, ocurrido el 22 de marzo de 2011.



Fuente: Elaboración propia.

4.2. Evento N°2: Vapores se dividirá en dos, separando Agencia Marítima del negocio de portacontenedores

Este evento se observa la intención del nuevo grupo controlador (Grupo Luksic) de potenciar las oportunidades de crecimiento de SAAM (filial de CSAV), a través de la creación de una nueva sociedad anónima independiente.

Cuadro N°7: Evento “Vapores se dividirá en dos”, Retornos anormales.

El día del evento ($t=0$) corresponde al 05 de septiembre de 2011. Se muestra el retorno anormal (AR) para una ventana de (0; +10) días a partir del evento. No obstante, el análisis se realizó para una ventana más amplia de (-40; +40). El CAR muestra el retorno anormal acumulado desde $t=0$ hasta $t=+10$. Las cifras en paréntesis muestran el *test-t*. (*): Estadísticamente significativo al 90%;

Método	Mean Adjusted Return		Market Model		Adjusted Market Return	
Día t	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
0	-15,57% (-4,67)***	-15,57% (-0,73)	-10,64% (-3,46)***	-10,64% (-0,54)	-13,17% (-4,21)***	-13,17% (-0,66)
+1	-7,01% (-2,10)**	-22,58% (-1,05)	-6,85% (-2,23)**	-17,50% (-0,88)	-7,26% (-2,32)**	-20,43% (-1,01)
+2	-4,18% (-1,25)	-26,75% (-1,23)	-7,82% (-2,54)**	-25,32% (-1,25)	-6,54% (-2,09)**	-26,96% (-1,31)
+3	2,29% (0,69)	-24,46% (-1,11)	2,78% (0,90)	-22,54% (-1,10)	2,22% (0,71)	-24,74% (-1,19)
+4	-2,67% (-0,80)	-27,13% (-1,21)	0,86% (0,28)	-21,69% (-1,05)	-1,05% (-0,33)	-25,78% (-1,23)
+5	-3,53% (-1,06)	-30,66% (-1,36)	0,10% (0,03)	-21,58% (-1,03)	-1,84% (-0,59)	-27,63% (-1,31)
+6	-1,23% (-0,37)	-31,89% (-1,40)	-2,15% (-0,70)	-23,74% (-1,12)	-2,08% (-0,66)	-29,71% (-1,38)
+7	0,16% (0,05)	-31,73% (-1,38)	-0,55% (-0,18)	-24,29% (-1,14)	-0,57% (-0,18)	-30,28% (-1,40)
+8	2,27% (0,68)	-29,46% (-1,26)	1,62% (0,53)	-22,67% (-1,05)	1,57% (0,50)	-28,70% (-1,31)
+9	5,78% (1,73)*	-23,68% (-1,01)	6,47% (2,10)**	-16,20% (-0,74)	5,83% (1,86)*	-22,88% (-1,03)
+10	-0,77% (-0,23)	-24,45% (-1,03)	-2,45% (-0,79)	-18,65% (-0,85)	-2,04% (-0,65)	-24,91% (-1,11)

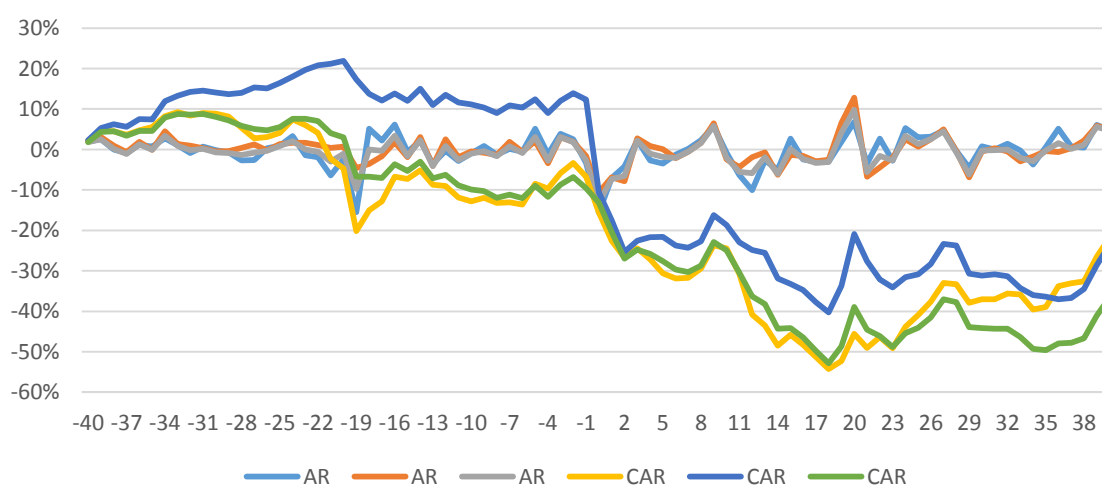
(**): Estadísticamente significativo al 95%; (***): Estadísticamente significativo al 99%.

Fuente: Elaboración propia.

El Cuadro N°7 muestra los retornos anormales (AR) y los retornos anormales acumulados (CAR) para el día del evento y los diez días posteriores. Según los tres métodos, se aprecian retornos anormales negativos y significativos desde el día $t=0$ hasta el día $t=+2$. Esto constituiría evidencia de una negativa percepción del mercado con respecto al

anuncio de un *spin-off* de la CSVA. En $t=+6$ también se observan retornos anormales negativos, pero no significativos, y en el día $t=+9$ los retornos anormales son positivos y significativos al 90% y 95% de confianza.

Figura N°7: Evolución de Retornos Anormales (AR) y Retornos Anormales Acumulados (CAR) en los 40 días previos y los 40 días posteriores al día del segundo evento ($t=0$), ocurrido el 05 de septiembre de 2011.



Fuente: Elaboración propia.

4.3. Evento N°3: Accionistas de Vapores aprobaron aumento de capital por hasta US\$1.200 millones

Este evento anuncia que el nuevo controlador (Quiñenco) desea fortalecer la posición financiera, operacional y comercial de la empresa en el mediano y largo plazo y, a su vez, cumplir con el requisito de capital para la división de la compañía.

Cuadro N°8: Evento “Accionistas aprueban nuevo aumento de capital”. Retornos anormales.

El *día del evento* ($t=0$) corresponde al 05 de octubre de 2011. Se muestra el retorno anormal (AR) para una ventana de (0; +10) días a partir del evento. No obstante, el análisis se realizó para una ventana más amplia de (-40; +40). El CAR muestra el retorno anormal acumulado desde $t=0$ hasta $t=+10$. Las cifras en paréntesis muestran el *test-t*. (*): Estadísticamente significativo al 90%; (**): Estadísticamente significativo al 95%; (***): Estadísticamente significativo al 99%.

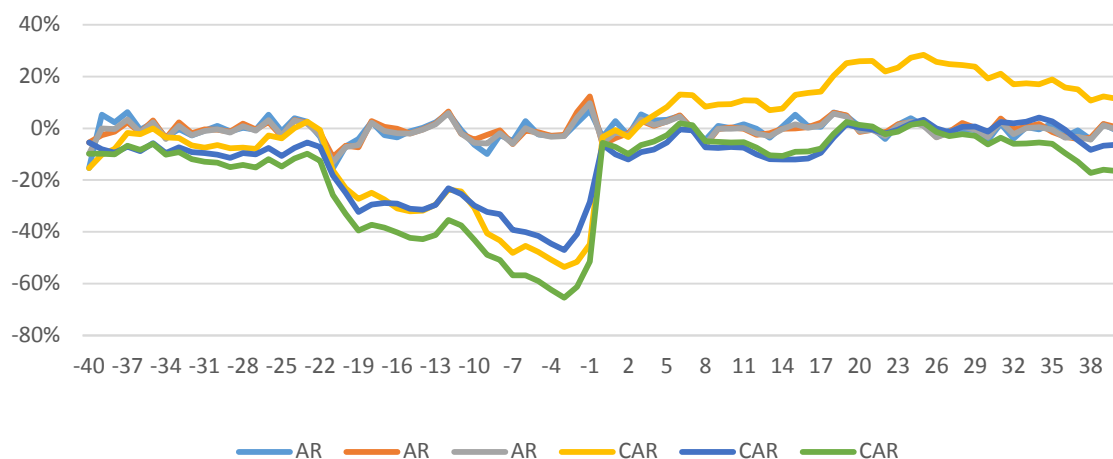
Método	Mean Adjusted Return		Market Model		Adjusted Market Return	
Día t	AR	CAR	AR	CAR	AR	CAR
0	-3,44% (-1,02)	-3,44% (-0,16)	-6,34% (-2,06)**	-6,34% (-0,32)	-5,63% (-1,80)*	-5,63% (-0,28)
+1	2,78% (0,82)	0,65% (-0,03)	-3,71% (-1,21)	-10,05% (-0,50)	-1,61% (-0,51)	7,24% (-0,36)
+2	-2,74% (-0,81)	-3,39% (-0,15)	-1,95% (-0,63)	-12,00% (-0,59)	-2,67% (-0,85)	-9,91% (-0,48)
+3	5,35% (1,58)	1,96% (0,09)	2,86% (0,93)	-9,14% (-0,45)	3,41% (1,09)	-6,50% (-0,31)
+4	3,05% (0,90)	5,01% (0,22)	0,99% (0,32)	-8,15% (-0,39)	1,37% (0,44)	-5,13% (-0,24)
+5	3,26% (0,96)	8,27% (0,36)	2,71% (0,88)	-5,45% (-0,26)	2,51% (0,80)	-2,63% (-0,12)
+6	4,76% (1,41)	13,04% (0,56)	5,04% (1,64)	-0,41% (-0,02)	4,52% (1,44)	1,89% (0,09)
+7	-0,25% (-0,08)	12,78% (0,55)	-0,34% (-0,11)	-0,75% (-0,04)	-0,72% (-0,23)	1,17% (0,05)
+8	-4,48% (-1,32)	8,31% (0,35)	-6,60% (-2,14)**	-7,35% (-0,34)	-6,19% (-1,97)**	-5,03% (-0,23)
+9	0,89% (0,26)	9,20% (0,38)	-0,26% (-0,08)	-7,61% (-0,35)	-0,23% (-0,07)	-5,26% (-0,24)
+10	0,09% (0,03)	9,29% (0,38)	0,34% (0,11)	-7,26% (-0,33)	-0,17% (-0,05)	-5,43% (-0,24)

Fuente: Elaboración propia.

El Cuadro N°8 muestra los retornos anormales (AR) y los acumulados (CAR) para el día del evento y los diez días posteriores. Según el *market model* y el *adjusted market return* se registran en el día $t=0$ retornos anormales negativos y significativos al 95% y 90% de confianza, respectivamente. Entre los días $t=+1$ y $t=+7$ los resultados son no significativos.

Y en el día $t=+8$ los retornos anormales son negativos y significativos al 95% de confianza, de acuerdo al *market model* y el *adjusted market return*. Con relación al CAR se puede observar que de acuerdo al *market model* se presenta un retorno acumulado promedio negativo no significativo. Por su parte, el *mean adjusted return* y *adjusted market return* arrojan resultados tanto negativos como positivos pero no significativos.

Figura N°8: Evolución de Retornos Anormales (AR) y Retornos Anormales Acumulados (CAR) en los 40 días previos y los 40 días posteriores al día del tercer evento ($t=0$), ocurrido el 05 de octubre de 2011.



Fuente: Elaboración propia.

CAPITULO V: Conclusiones

El año 2011 fue uno de los periodos más complicados para la industria del transporte marítimo, representada por desequilibrios entre la oferta y la demanda y caídas en las tarifas de los fletes en la mayoría de los mercados. En ese contexto la Compañía Sud Americana de Vapores (CSAV), empresa chilena ubicada dentro de las 20 mayores navieras de portacontenedores a nivel mundial, hacía sentir los efectos de la industria en ese año. De este modo la Compañía obtuvo pérdidas por US\$1.250 millones, los niveles más bajos observados en la historia.

Para enfrentar la compleja situación de la industria marítima, la CSAV inicio un profundo y drástico plan de reestructuración Operacional y Financiero en el segundo trimestre de 2011. El Grupo Luksic como nuevo controlador asume la responsabilidad de llevar a cabo el plan estratégico de la Compañía. Aquel plan de reestructuración operacional se enfocaba principalmente en reorganizar el negocio de transporte de contenedores, haciéndolo más controlable, eficiente y rentable. Dentro del plan se destaca principalmente la implementación de una estrategia re reestructuración denominada *spin-off*, la cual consistió en la división de la compañía en dos, separando el negocio de portacontenedores de CSAV del de agenciamiento marítimo de SAAM con el objetivo de potenciar las oportunidades de crecimiento de esta última.

Por otro lado, la reestructuración financiera, tenía por objetivo proveer de capital necesario para completar el plan de reestructuración y afrontar la volatilidad de los mercados. Para ello se generaron dos aumentos de capital, el primero de US\$500 millones en julio de 2011, y el segundo de US\$1.200 millones en febrero de 2011, este último gracias a la implementación del *spin-off* de SAAM, el cual permitió recaudar dicho capital.

De acuerdo al análisis financiero de CSAV, se mostró que el negocio de portacontenedores presentaba una baja liquidez; elevado endeudamiento; margen operacional y neto negativo, entre otros indicadores que demostraron su debilitada posición financiera. En cambio, los indicadores de SM-SAAM, mostraron un negocio estable financieramente, con solvencia, una equilibrada estructura de endeudamiento y una elevada rentabilidad. Dichas condiciones generaron las instancias necesarias para la ejecución de una estrategia de *spin-off*.

Frente a la cronología de eventos durante el proceso de reestructuración de CSAV, se puede destacar que el anuncio del ingreso del Grupo Luksic a la propiedad de la Compañía con fecha 22 de marzo de 2011, fue el evento que generó más expectativas en el mercado, resultando del estudio de eventos, retornos anormales positivos y significativos al 99% de confianza para los tres métodos analizados. Esto demuestra la favorable reacción del mercado frente a la noticia, lo cual implicó que el precio de la acción rentara por sobre lo estimado. Frente al segundo evento con fecha 05 de septiembre de 2011, la situación se presenta de manera similar, pero se aprecian retornos anormales negativos y significativos para el día del evento ($t=0$) y días posteriores ($t=+2$). Esto constituiría evidencia de una negativa percepción del mercado con respecto al anuncio de un *spin-off* de la CSVA, generando que las acciones rentaran bajo lo esperado. Finalmente frente al anuncio de la aprobación de un nuevo aumento de capital por US\$1.200 millones con fecha 05 de octubre de 2011, se registraron según el *market model* y el *adjusted market return*, retornos anormales negativos y significativos al 95% y 90% de confianza, respectivamente. Por lo tanto, existe evidencia estadística que algunos hechos esenciales ocurridos en la CSAV, influirían de alguna forma en la reacción del mercado, la cual puede ser positiva o negativa y en la generación de retornos accionarios anormales en la Compañía.

En este sentido, el estudio se presenta como un aporte al mercado de capitales, de acuerdo a los resultados obtenidos bajo el método utilizado del estudio de evento que demuestra el impacto que pueden tener ciertos anuncios (eventos) sobre la rentabilidad accionaria de una compañía, y que a su vez, dependerá de la percepción con la cual lo tome mercado que no siempre será la esperada.

BIBLIOGRAFÍA

- A., Marcela Vélez de Economía y Negocios. (02 de febrero de 2011). *CSAV se somete a la "fórmula Luksic": comprar, reestructurar y asociarse*. Obtenido de <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=93547>
- Altman, E. I. (Septiembre de 1984). *"A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost"*
- Berk, Jonathan & DeMarzo Peter (2008). *Finanzas Corporativas*. 1ra Edición, Pearson Education.
- Bolsa Comercio Santiago. (2012). *Precios de Acciones VAPORES*. Recuperado el Agosto de 2014, de <http://www.bolsadesantiago.com/Theme/preciosacciones.aspx>
- Brealey, Richard A.; Myers, Stewart C. & Allen, Franklin (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. México: 9na Edición, McGraw-Hill Interamericana Editores.
- Brown, S. y Warner, J., "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*. Septiembre, 1980.
- Clarkson Research Studies, *Caso Sud Americana de Vapores: Altos y bajos de una estrategia internacional*. Toedoro Wigodski, Jerko Juretic.
- Clasificadora de Riesgo, Humphreys. (Julio de 2012). *Informe Anual CSAV*. Recuperado el Agosto de 2014, de [www. humphreys.cl](http://www.humphreys.cl)
- Compañía Sudamericana de Vapores. (2011). *Material Informativo, CSAV; Comunicación Hecho Esencial 02 de Septiembre*, [http://www.csav.com/special-services/en/InvestorRelations/Announcements/Documents/2011-09-02%20Material%20Information%20\(Available%20in%20Spanish%20only\).PDF](http://www.csav.com/special-services/en/InvestorRelations/Announcements/Documents/2011-09-02%20Material%20Information%20(Available%20in%20Spanish%20only).PDF)
- Compañía Sudamericana de Vapores. (2012). *Análisis Razonado CSAV*, de [http://www.csav.cl/ir/pdf.htm/\\$FILE/An%C3%A1lisis%20Razonado%20FINAL%201Q2012.pdf](http://www.csav.cl/ir/pdf.htm/$FILE/An%C3%A1lisis%20Razonado%20FINAL%201Q2012.pdf)
- Compañía Sudamericana de Vapores (CSAV). (2014). *Sitio Web Institucional*. Obtenido de www.csav.com
- Cuny, J. L. y Barends C. L. (1995). *"Inflation, Growth and Capital Structure"*. *Review of Financial Studies* 8.

- Hearth, D. and Zaima, J. K. "Voluntary corporate divestiture and value", Financial Management, Sprig, (1948), 10-16.
- Diario Estrategia . (29 de 02 de 2012). *Mañana SM SAAM comienza a cotizar en bolsa tras concretar división de Vapores*. Obtenido de http://www.estrategia.cl/detalle_noticia.php?cod=53404
- Diario Estrategia On Line. (05 de 10 de 2011). *Vapores Decide Ejecutar un Aumento de Capital de US\$1.200 Millones*. Obtenido de http://www.estrategia.cl/detalle_noticia.php?cod=45663
- Diario Financiero. (16 de Febrero de 2012). *CSAV finalizo con éxito aumento de capital por US\$1.200 millones* . Obtenido de www.df.cl
- Economía y Negocios Online. (16 de 02 de 2012). *Grupo Luksic toma control de Vapores y termina pacto de accionistas con Claro*. Obtenido de <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=93459>
- Estrategia. (04 de abril de 2012). *Nuevo modelo de negocios pone en mejor situación a CSAV cuando tarifas suban*. Obtenido de http://www.estrategia.cl/detalle_noticia.php?cod=55159.
- F. Modigliani y M. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment", American Economic Review (Junio de 1958).
- Fama, E., "Eficient Capital Markets: A review of theory and Empirical work", journal of Finance Economics, 1976.
- Feller-Rater Clasificadora de Riesgo. (2011). *Informe Clasificación Compañía Sudamericana de Vapores S.A.* América Latina: Standar & Poor's.
- Feller-Rater Clasificadora de Riesgo. (2012). *Informe Clasificación Compañía G*
- McConell, M. O. (2001). "Spinoff, ex ante". Journal of Business, 74, 245-280.
- Dedai, P. and Jain, H. (1999). "Firm performance and focus: Long-run stock market performance following spinoff". Journal of Financial Economics, 54, 75-101.
- Kaplan, G. y Andrade ,N. (1998). "How Costly in Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Higly Leveraged Transactions that Became Distressed". Journal of Finance .

- La Tercera . (08 de Abril de 2011). *Accionistas de Vapores aprobaron aumento de capital por US\$1.000 millones.* Obtenido de <http://www.latercera.com/noticia/negocios/2011/04/655-357071-9-accionistas-de-vapores-aprobaron-aumento-de-capital-por-us1000-millones.shtml>
- La Tercera. (05 de 10 de 2011). *Accionistas de Vapores aprobaron aumento de capital por hasta US\$1.200 millones.* Obtenido de <http://www.latercera.com/noticia/negocios/2011/10/655-397082-9-accionistas-de-vapores-aprobaron-aumento-de-capital-por-hasta-us1200-millones.shtml>
- La Tercera. (22 de 03 de 2011). *Grupo Luksic compra 10% de Sudamericana de Vapores por unos US\$120 millones.* Obtenido de <http://www.latercera.com/noticia/negocios/2011/03/655-353163-9-grupo-luksic-compra-10-de-sudamericana-de-vapores-por-unos-us120-millones.shtml>
- La Tercera. (22 de marzo de 2011). *Grupo Luksic Compra 10% de Sudamericana de Vapores por unos US\$120 millones.* Obtenido de <http://www.latercera.com/noticia/negocios/2011/03/655-353163-9-grupo-luksic-compra-10-de-sudamericana-de-vapores-por-unos-us120-millones.shtml>
- La Tercera. (01 de Julio de 2011). *Vapores recaudó US\$430 millones en fase de aumento de capital para fortalecer sus negocios.* Obtenido de <http://www.latercera.com/noticia/negocios/2011/07/655-376858-9-vapores-recaudo-us430-millones-en-fase-de-aumento-de-capital-para-fortalecer-sus.shtml>
- La Tercera. (01 de 03 de 2012). *Acciones de Vapores se desplomaron más de 50% tras separación de filial de carga.* Obtenido de <http://www.latercera.com/noticia/negocios/2012/03/655-434985-9-acciones-de-vapores-se-desplomaron-mas-de-50-tras-separacion-de-filial-de-carga.shtml>
- La Tercera . (16 de Febrero de 2012). *Luksic se convierte en el nuevo controlador de CSAV, con el 37,44%.* Recuperado el Agosto de 2014, de <http://diario.latercera.com/2012/02/16/01/contenido/negocios/10-100707-9-luksic-se-convierte-en-el-nuevo-controlador-de-csav-con-el-3744.shtml>
- La Tercera. (29 de Febrero de 2012). *Mañana se concreta división de CSAV y SM SAAM comienza a cotizar en bolsa.* Recuperado el Agosto de 2014, de

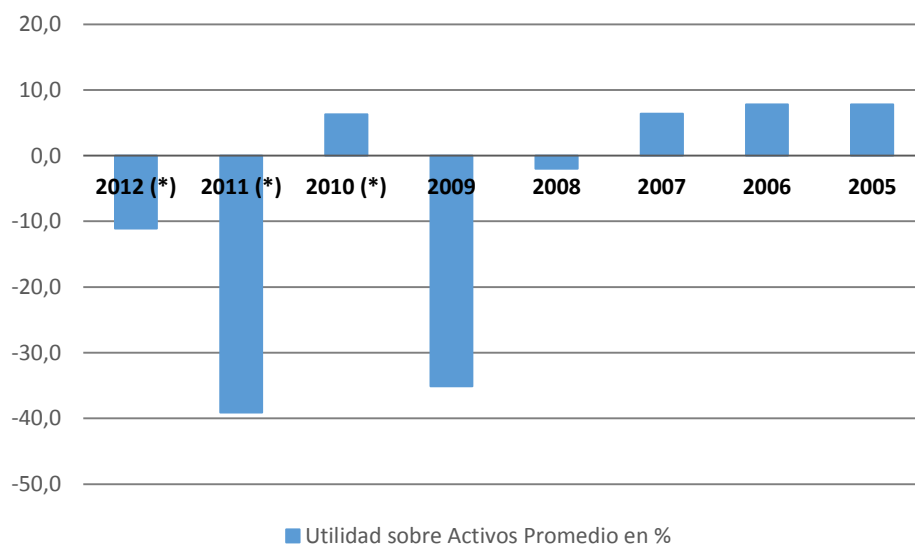
<http://www.latercera.com/noticia/negocios/2012/02/655-434831-9-manana-se-concreta-division-de-csav-y-sm-saam-comienza-a-cotizar-en-bolsa.shtml>.

- La Tercera. (29 de 02 de 2012). *Mañana SM SAAM comienza a cotizar en bolsa tras concretar división de Vapores*. Obtenido de http://www.estrategia.cl/detalle_noticia.php?cod=53404.
- Material Informativo, CSAV Comunica Hecho Esencial a la Superintendencia de Valores y Seguros (Septiembre de 2011) obtenido de:
- N. Tehranian, N. T. (1982). *"The effect of long-term performance plan son corporate sell-off induced abnormal returns"*. Journal of Finance, 42, 933-942.
- NEVASA. (2011). *Informe de Empresas (CSAV)*. Obtenido de <http://www.nevasa.cl/archivos/vaporesenviado.pdf>
- Ofek, K. J. (1995). *"Asset sales and increase in focus"*. Journal of Financial Economics, 37, 89-126.
- Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP). Sitio web institucional <http://www.opec.org>.
- P Cusatis, J Miles and J Woolridge, "Restructuring through spin-off: The stock market evidence", *Journal of Financial Economics*, 33, 1993, 293-311.
- Pagina Web Corporativa. (2014). *SM-SAAM*. Obtenido de <http://www.smsaam.com/>
- Recopilación de la secretaria de la UNCTAD, con datos obtenidos de Containerisation International Online (consultado en marzo de 2011)
- Ross, S.; Westerfield, R. & Jaffe, J. (2005). Finanzas Corporativas. México: 7ma Edición, McGraw-Hill Interamericana Editores, pág.408-478.
- Gilson, Healy and Palepu (1998). *"Corporate Focus and Benefits from more Specialized Analysts Coverage"*. Harvard Business School Working Paper.
- Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas (SAAM), Folleto informativo, diciembre de 2011.
- Secretaria de la UNCTAD. (2011). *El Transporte Marítimo Global*. Nueva York y Ginebra : Naciones Unidas.

- Secretaría de la UNCTAD, con datos de Containerisation International Online, Fleet Statistics. Disponible en www.ci-online.co.uk.
- Secretaría de la UNCTAD, con datos suministrados por Lloyd's List Intelligence: www.lloydslistintelligence.com.
- Sociedad Matriz SAAM S.A. (s.f.). Página web Corporativa. Recuperado el Agosto de 2014, de http://www.smsaam.com/nuestra-empresa/prontus_smsaam/2012-04-04/165923.html
- Secretaría de la UNCTAD. (2012). *El Transporte Marítimo*. Nueva York y Ginebra: Naciones Unidas.
- Krishnaswami,V. and Subramaniam, S. (1999). "*Information asymmetry, valuation and the corporate spinoff decision*". Journal of Financial Economics,53,73-112.
- Sudamericana, A. A. (Diciembre de 2011). *Folleto Informativo*. Obtenido de http://www.smsaam.com/prontus_smsaam/site/artic/20120404/asocfile/20120404182110/folleto_informativo_saam.pdf
- Teodoro Wigosdki, J. J. (2012). Caso Sud Americana de Vapores: Altos y Bajos de una Estrategia Internacional. Ingeniería Industrial Universidad de Chile.
- Warner, J. B. (Mayo de 1977). "*Bankruptcy Costs: Some Evidence*". Journal of Finance.
- Weiss, L. A. (1990). "*Bankruptcy Resolution: Direct Costs and Violation of Priority Claims*". Journal of Financial Economics.
- Weston, J. F.; Mitchell , M. L. & Mulherin J. H. (2003). Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance. 4th Edition, Pearson Education.
- White, J. M. (Mayo de 1983). *Bankruptcy Costs and New Bankruptcy Code*. En Journal of Finance.
- Zaima, D. H. (1948). "*Voluntary corporate divestiture and value*". Financial Management, Sprig,10-16.

ANEXOS

Anexo N°1: Evolución de la utilidad sobre Activos Promedio en % de CSAV



Fuente: Elaboración propia con datos de Memoria CSAV 2012.

Anexo N°2: Los 20 principales operadores de portacontenedores, al 1 de enero de 2011 (número de buques y capacidad total de transporte en servicio, en TEU)

Orden	Operador	País/Territorio	Número de buques	Tamaño medio de los buques	TEU	Proporción del total mundial, TEU	Proporción acumulada, TEU	Crecimiento porcentual en TEU con respecto a 2010
1	Maersk Line	Dinamarca	414	4 398	1 820 816	11,2%	11,2%	4,2
2	MSC	Suiza	422	4 176	1 762 169	10,8%	22,0%	16,9
3	Grupo CMA CGM	Francia	288	3 715	1 069 847	6,6%	28,6%	13,2
4	Evergreen Line	Provincia china de Taiwán	162	3 666	593 829	3,7%	32,3%	0,2
5	APL	Singapur	141	4 197	591 736	3,6%	35,9%	12,8
6	COSCON	China	147	3 848	565 728	3,5%	39,4%	14,1
7	Grupo Hapag-Lloyd	Alemania	126	4 446	560 197	3,4%	42,8%	19,1
8	CSCL	China	120	3 841	460 906	2,8%	45,7%	0,8
9	Hanjin	República de Corea	98	4 565	447 332	2,8%	48,4%	11,8
10	CSAV	Chile	119	3 217	382 786	2,4%	50,8%	95,4
11	OOCL	RAE de Hong Kong (China)	85	4 408	374 714	2,3%	53,1%	29,1
12	MOL	Japón	91	3 989	362 998	2,2%	55,3%	4,2
13	NYK	Japón	85	4 152	352 915	2,2%	57,5%	-1,9
14	K Line	Japón	84	4 143	347 989	2,1%	59,6%	7,0
15	Hamburg Süd	Alemania	98	3 423	335 449	2,1%	61,7%	18,2
16	Yang Ming	Provincia china de Taiwán	78	4 137	322 723	2,0%	63,7%	1,7
17	HMM	República de Corea	60	4 753	285 183	1,8%	65,4%	9,7
18	Zim	Israel	73	3 857	281 532	1,7%	67,2%	30,5
19	PIL	Singapur	111	2 146	238 241	1,5%	68,6%	36,9
20	UASC	Kuwait	47	3 800	178 599	1,1%	69,7%	1,1
Total de los 20 principales porteadores			2 849	3 979	11 335 689	69,7%	69,7%	12,4
Otros			6 839	719	4 918 299	30,3%	30,3%	1,1
Flota mundial de portacontenedores			9 688	1 678	16 253 988	100,0%	100,0%	8,7

Fuente: Secretaría de la UNCTAD, Review of Maritime Transport 2011.

Anexo N°3: Los 20 principales operadores de portacontenedores, al 1 de enero de 2012 (número de buques y capacidad total de transporte en servicio, en TEU)

Orden (TEU)	Operador	País/Territorio	Número de buques	Tamaño medio de los buques	TEU	Porcentaje del total mundial, TEU	Porcentaje acumulado, TEU	Crecimiento porcentual en TEU con respecto a 2011
1	Maersk Line	Dinamarca	453	4 646	2 104 825	11,8	11,8	15,6
2	MSC	Suiza	432	4 688	2 025 179	11,3	23,1	14,9
3	CMA CGM Group	Francia	290	4 004	1 161 141	6,5	29,5	8,5
4	APL	Singapur	144	4 168	600 168	3,4	32,9	1,4
5	COSCO	China	145	4 304	624 055	3,5	36,4	10,3
6	Evergreen Line	Provincia china de Taiwan	159	3 590	570 843	3,2	39,6	-3,9
7	Hapag-Lloyd Group	Alemania	145	4 476	648 976	3,6	43,2	15,8
8	CSCL	China	124	4 493	557 168	3,1	46,3	20,9
9	Hanjin	República de Corea	101	4 927	497 641	2,8	49,1	11,2
10	MOL	Japón	107	4 194	448 727	2,5	51,6	23,6
11	OOCL	RAE de Hong Kong (China)	88	4 516	397 433	2,2	53,8	6,1
12	Zim	Israel	82	3 708	304 074	1,7	55,5	8,0
13	HMM	República de Corea	70	4 497	314 770	1,8	57,3	10,4
14	NYK	Japón	93	4 129	383 964	2,1	59,4	8,8
15	Yang Ming	Provincia china de Taiwan	84	4 089	343 476	1,9	61,3	6,4
16	Hamburg Sud	Alemania	99	3 728	369 057	2,1	63,4	10,0
17	K Line	Japón	79	4 336	342 572	1,9	65,3	-1,6
18	CSAV	Chile	85	4 095	348 035	1,9	67,2	-9,1
19	PIL	Singapur	104	2 279	236 978	1,3	68,6	-0,5
20	Wan Hai Lines Limited	Provincia china de Taiwan	89	2 080	185 146	1,0	69,6	8,8
Total de los 20 principales porteadores			2 973	3 979	12 464 228	69,6	69,6	10,0
Otros			7 093	768	5 445 054	30,3	30,4	10,7
Flota mundial de portacontenedores			10 066	1 678	17 909 282	100,0	100,0	10,2

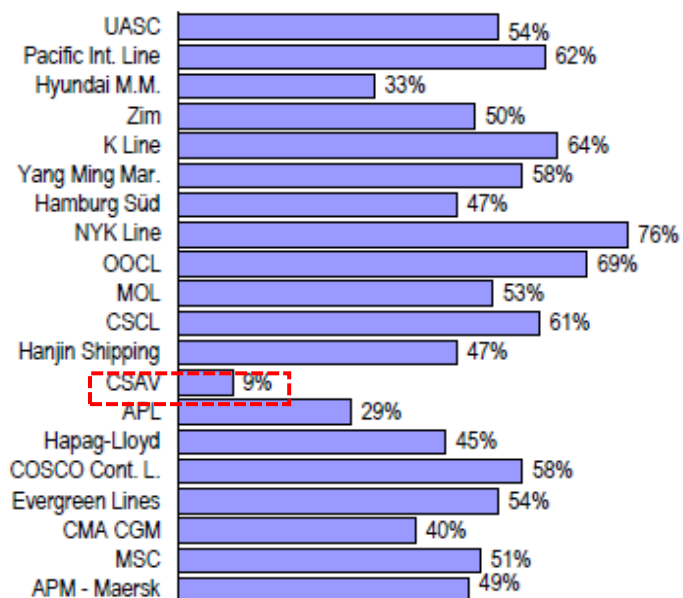
Fuente: Secretaría de la UNCTAD, Review of Maritime Transport 2012.

Anexo N°4: Los Operadores de Buques Chilenos

Empresa	Total de la flota					Cartera de pedidos en 2010	
	Posición en 2010	Posición en 2009	TEU en 2010	Proporción de TEU, como porcentaje de los TEU de Chile	Número de buques en 2010	TEU	Buques
Compañía Sudamericana de Vapores S.A.	10	10	382 786	85,1	119	6 316	1
Compañía Chilena de Navegación Interoceánica S.A.	28	29	65 530	14,6	27	0	0
Nisa Navegación S.A.	230	311	1 597	0,4	3	0	0
Total de Chile			449 913		149	6 316	1

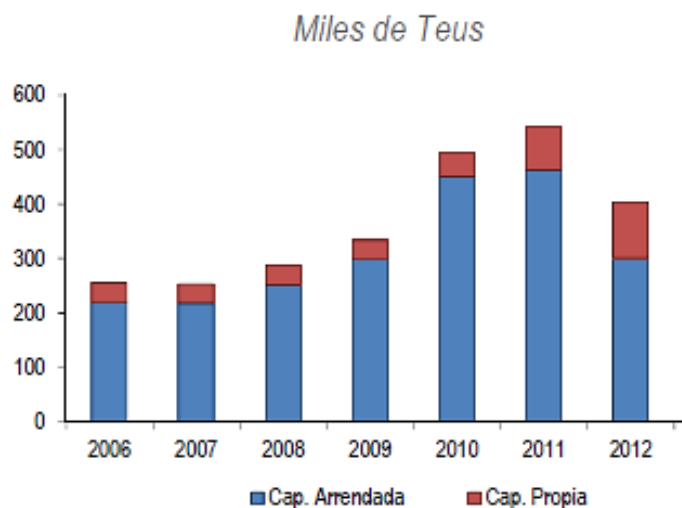
Fuente: Recopilación de la secretaria de la UNCTAD, con datos obtenidos de Containerisation International Online (consultado en marzo de 2011), Review of Maritime Transport 2011.

Anexo N°5: Proporción de Naves Propias de CSAV (Teus propios. A Mayo de 2011)



Fuente: Fellel-Rate, Clasificadora de Riesgo, julio de 2011.

Anexo N°6: Evolución de la Capacidad Transportada de CSAV (Containers)



Fuente: Fellel-Rate, Clasificadora de Riesgo, julio de 2011.

Anexo N°7: Material Informativo, CSAV Comunica Hecho Esencial a la Superintendencia de Valores y Seguros (02 de Septiembre de 2011)



HECHO ESENCIAL

**Compañía Sud Americana de Vapores S.A.
Inscripción Registro de Valores N° 76**

Santiago, 2 de Septiembre de 2011

Señor
Fernando Coloma Correa
Superintendente
Superintendencia de Valores y Seguros
Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1449
Santiago

Ref.: Comunica HECHO ESENCIAL

Estimado señor Superintendente:

De acuerdo a lo establecido en el Artículo 9° y en el inciso segundo del Artículo 10° de la Ley de Mercado de Valores y en la Norma de Carácter General N° 30, debidamente facultado y de acuerdo con la sesión extraordinaria del Directorio de fecha 2 de Septiembre de 2011, vengo en informar el siguiente Hecho Esencial de Compañía Sud Americana de Vapores S.A. ("CSAV"):

1. Estados Financieros al 30 de Junio de 2011. Con esta fecha, CSAV ha enviado a vuestra Superintendencia y ha subido a su página Web www.csav.com los estados financieros al 30 de Junio de 2011.
2. Consideraciones del negocio naviero de porta contenedores.
 - Tanto en las juntas de accionistas ordinaria y extraordinaria de fecha 8 de Abril de 2011, como en los estados financieros al 31 de Marzo de 2011, y de manera reiterada y consistente con comunicaciones anteriores, CSAV expresó que el negocio de porta contenedores estaba expuesto a altas volatilidades y riesgos. Asimismo, señaló que, dado que las condiciones de mercado aún no se habían estabilizado y considerando la importancia del plan de inversiones en flota de naves propia para la Compañía, era necesario aumentar el capital de CSAV en US\$1.000 millones.
 - Aprobado el aumento de capital descrito, se dio inicio a una primera etapa con una colocación de US\$500 millones, que finalizó en Julio de este año. El plan de inversiones antes mencionado, que asciende a la cantidad aproximada de US\$1.000 millones entre 2010 y 2012, es vital para reducir la volatilidad de los resultados y mejorar la

VALPARAISO
Plaza Sotomayor 50
Teléfono: (56-32) 220 3000
Fax: (56-32) 220 3333

SANTIAGO
Hendaya 60, Piso 11, Las Condes
Teléfono: (56-2) 330 7000
Fax: (56-2) 330 7700

SudAmericana de Vapores
www.csav.com



competitividad de CSAV, pues sólo aumentando la proporción de flota propia podrá la Compañía estar en niveles más acordes a la industria.

- Confirmando la opinión inicial dada por CSAV en Marzo y Abril de este año, se mantuvieron las desfavorables condiciones de mercado observadas en el primer trimestre, e incluso se deterioraron aún más en el segundo trimestre del presente año. Esto se refleja en significativas caídas de tarifas en la mayoría de las rutas del mundo, y en un importante aumento en el costo del combustible, el principal insumo de la Compañía.
 - A consecuencia de las negativas condiciones de precios de venta y alzas de costos el margen de la Compañía se ha visto afectado de manera muy negativa. De esta forma, el resultado del semestre fue de una pérdida de US\$525 millones. Dadas las condiciones de mercado actuales y la información que ya está disponible, es posible anticipar que el resultado del tercer trimestre será negativo, lo que permite, además, prever que el resultado final de 2011 será de pérdidas muy significativas.
 - Lo anterior ha significado que la velocidad de requerimientos de caja ha sido mayor a la anticipada, por lo que CSAV ha tomado las medidas necesarias para asegurar su estabilidad financiera que se resumen en el punto siguiente.
3. Programa de fortalecimiento financiero. CSAV considera relevante informar las siguientes medidas:
- Líneas de crédito puente. Para hacer frente a sus necesidades de caja más inmediatas, CSAV ha solicitado y obtenido de sus accionistas mayoritarios, Quiñenco S.A. y Marítima de Inversiones S.A., líneas de crédito por US\$250 millones y US\$100 millones, respectivamente. Los préstamos que se otorguen bajo estas líneas de crédito (i) tendrán una tasa de interés de mercado, (ii) serán garantizados con la prenda del 35% y el 14% de las acciones de la filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A., respectivamente, (iii) tendrán vencimientos anuales, con obligación de prepago en caso de materializarse el aumento de capital que se indica más adelante, y (iv) tendrán como período de disponibilidad para su giro hasta el 31 de Diciembre de 2011. Siendo éstas operaciones entre partes relacionadas, se ha dado estricto cumplimiento al Título XVI de la Ley sobre Sociedades Anónimas, incluyendo el examen previo e informe del Comité de Directores.
 - Aumento de capital y división. El Directorio ha identificado la conveniencia para sus accionistas de (i) aumentar el capital de la



Compañía en forma significativa, a fin de hacer frente a los efectos adversos antes señalados y fortalecer la posición financiera, operacional y comercial de la compañía en el mediano y largo plazo, y (ii) separar el negocio de transporte marítimo de carga del negocio de servicios marítimos a las naves y a la carga. Para tal efecto, se ha acordado citar a una junta extraordinaria de accionistas para el 5 de Octubre de 2011 que, junto con dejar sin efecto la parte pendiente de colocación del aumento de capital acordado en la junta extraordinaria de accionistas de fecha 8 de Abril de 2011, acuerde:

- Aumentar el capital de CSAV en US\$1.200 millones o bien el monto que determine la junta de extraordinaria de accionistas, mediante la emisión de acciones de pago.
 - A este respecto CSAV ha solicitado y obtenido (i) de su accionista mayoritario Quiñenco S.A., el compromiso de ejercer su derecho de opción preferente, y de extender su suscripción hasta US\$1.000 millones; y (ii) de su accionista mayoritario Marítima de Inversiones S.A., el compromiso de suscribir US\$100 millones; en cada caso ((i) y (ii) anteriores), sujeto a la condición de que se apruebe la división de CSAV en los términos descritos a continuación.
- Sujeto a que se suscriba y pague al menos US\$1.100 millones del aumento de capital antes señalado, dividir CSAV, creando y constituyendo a partir de ésta una nueva sociedad anónima abierta que será titular de aproximadamente el 99,99% de las acciones en que se distribuye el capital de la filial Sudamericana Agencias Aéreas y Marítimas S.A.
- Reestructuración, cierre de servicios y asociaciones. A partir de abril de este año CSAV ha adoptado una serie de medidas para enfrentar estas condiciones de mercado, entre las que se cuentan la reestructuración y cierres de servicios, así como la implementación de operaciones conjuntas con otras navieras relevantes a nivel mundial. Se espera que estas medidas logren revertir en el futuro una alta proporción de las pérdidas que se están registrando en el año en curso, de mantenerse las mismas condiciones de mercado de este año. Los beneficios que estas medidas produzcan sólo se verían reflejados en los estados financieros del próximo ejercicio. Ciertamente, lo antes mencionado implica asumir costos de cierre y ajuste, lo que a diferencia de los beneficios, se apreciarán en los estados financieros más próximos.

4. Búsqueda de un socio estratégico en el negocio porta contenedores. El Directorio ha resuelto comunicar a los accionistas que la Compañía se



encuentra discutiendo activamente distintas alternativas de asociación estratégica con empresas líderes de la industria. En caso de producirse algún avance concreto en estas conversaciones, éste será comunicado oportunamente al mercado.

CSAV mantendrá a vuestra Superintendencia debidamente informada de todo desarrollo relevante que se produzca en relación con los hechos que revela.

Sin otro particular, saluda atentamente a Ud.,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Arturo Ricke Guzmán'.

Arturo Ricke Guzmán
Gerente General Corporativo
Compañía Sud Americana de Vapores S.A.



cc: Bolsa de Comercio - Santiago
Bolsa de Corredores - Valparaíso
Bolsa Electrónica de Chile - Santiago

Fuente: Material informativo CSAV, septiembre de 2011.