

"Caso cascadas" de SQM

Fernando Medina

El presente documento tiene por finalidad contextualizar y analizar de manera general el caso de las sociedades cascadas, controladoras de la Sociedad Química y Minera de Chile (SOQUIMICH), en adelante SQM, y además ordenar las principales repercusiones que ha generado. Actualmente, estas sociedades están siendo investigadas por parte de la Fiscalía Centro Norte –específicamente por la Unidad de Delitos de Alta Complejidad– y por la Superintendencia de Bancos y Valores, en adelante SVS, respecto a posibles infracciones a la Ley de Mercado de Valores y Ley de Sociedades Anónimas.

Este caso podría repercutir en nuevas regulaciones, no sólo en las relacionadas con gobiernos corporativos, sino que también en los mercados bursátiles, las normativas de inversión de las AFP y en el castigo a los delitos de "cuello y corbata", entre otros.

A diferencia de lo sucedido con el caso La Polar o el de colusión de las farmacias, éste es bastante más complejo de entender por parte de la ciudadanía, por lo que ha tenido una menor repercusión en la opinión pública. Sin embargo, es un caso que atañe no sólo a los directores y empresarios, sino que también a los ciudadanos comunes y corrientes.

A pesar de sus importantes diferencias, casos como éstos responden a posibles malas prácticas que, como consecuencia, minan la confianza, la transparencia y la competencia, atributos que indudablemente benefician a los consumidores.

Introducción

El “caso cascadas” ha remecido el mundo financiero y empresarial. El 6 de septiembre la SVS notificó a cuatro ejecutivos –Julio Ponce, Roberto Guzmán, Aldo Motta y Patricio Contesse Fica–, por presuntas infracciones a la Ley de Sociedades Anónimas y Ley de Mercado de Valores. De hecho, la SVS ordenó revertir US\$ 663 millones de utilidades a las sociedades cascadas controladoras de SQM. Complementario a lo anterior, actualmente se encuentra en proceso una investigación por parte de la Fiscalía, perteneciente a la Unidad de Delitos de Alta Complejidad.

Al comprometer la confianza y la buena fe, elementos esenciales para el correcto funcionamiento de una economía de mercado, casos como éstos atentan contra nuestro actual ordenamiento económico y la legitimidad del modelo económico subyacente.

En el siguiente documento se analiza de forma general el funcionamiento de las sociedades cascadas relacionadas con el control de SQM, los cargos que se imputan a algunos controladores y los posibles efectos que puede traer consigo este caso sobre otros mercados respecto a la legitimidad de la normativa actual y, eventualmente, la necesidad de realizar modificaciones a ésta.

Gobiernos corporativos: sociedades cascadas

Por gobierno corporativo se define al conjunto de instancias, normas y prácticas institucionales que influyen y regulan el proceso de toma de decisiones realizado al interior de una empresa. Entre otros, establece derechos y deberes de los responsables del manejo de la empresa, como lo son el directorio, la plana administrativa y los accionistas. Relacionado al tema de estudio, pareciera ser que el gobierno corporativo asociado a la sociedad cascada controladora de SQM no actuó en la línea de lo que se espera de un buen gobierno corporativo.

Son múltiples los motivos por los cuales es adecuado contar con un buen gobierno corporativo¹, sin embargo, entre los principales beneficios que

¹ Para un análisis más detallado sobre los principios deseables de un buen gobierno corporativo, ver “Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE”, 2004.

genera a la empresa se encuentran el mayor y mejor acceso a capital – debido a la confianza que genera en el mercado el buen manejo de la compañía–, incrementos en la eficiencia y mejoras en la gestión administrativa de las firmas.

En términos agregados, si en una economía social de mercado las buenas prácticas del gobierno corporativo son una norma más que una excepción, existen efectos positivos sobre la competitividad, el acceso al financiamiento, la legitimidad y aceptación del modelo y, por lo tanto, en el desarrollo del país.

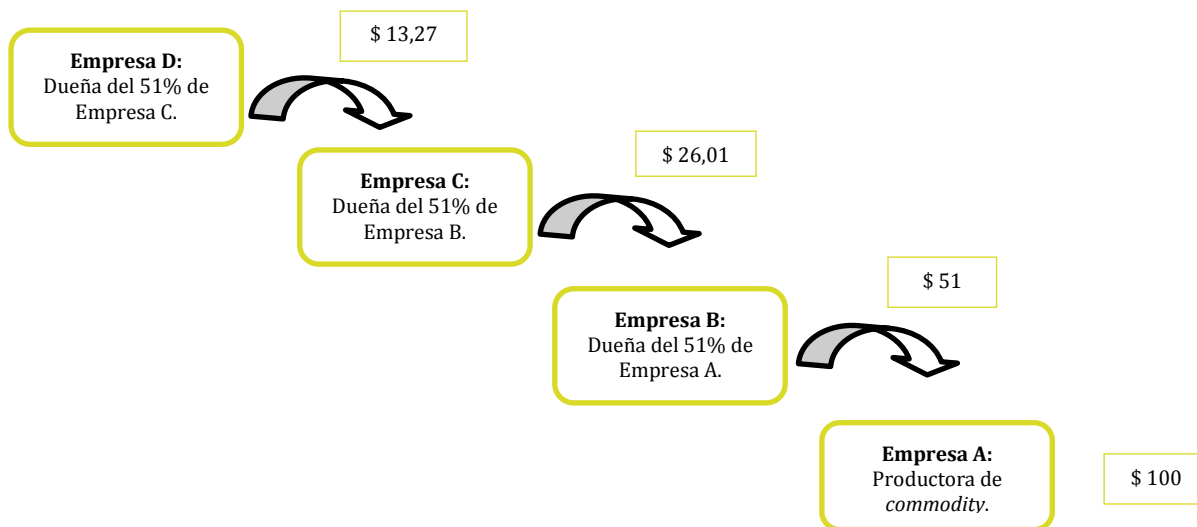
Respecto al marco regulatorio del gobierno corporativo en Chile, las Leyes del Mercado de Valores y de Sociedades Anónimas forman el marco jurídico que rige a los mercados de capitales y las empresas en el país. Si bien el marco general fue redactado en 1981, ha sufrido una serie de cambios a la fecha, entre los que se encuentra la Ley 19.705 del año 2000, mejor conocida como ley de OPAS o del Gobierno Corporativo, y el Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas, publicado en el diario oficial el 6 de julio de 2012.

Sociedades cascadas

Las sociedades cascadas corresponden a una estructura piramidal consistente en una estructura societaria compuesta por una serie de matrices y filiales.

Esta estructura eventualmente permite concentrar y apalancar el control sobre bloques accionarios, utilizando la cascada. De esta manera se pueden alcanzar elevadas cuotas de control sobre una compañía con una inversión comparativamente menor. A continuación se presenta un ejemplo sobre una estructura de este tipo:

Figura 1: Estructura sociedad cascada



Fuente: Elaboración propia.

Para simplificar la comprensión de este tipo de estructuras, supongamos que la Empresa A es productora de algún *commodity*. Francisco desea tomar el control de la empresa y para esto tiene dos alternativas:

- Tomar el control directo de la empresa haciéndose del 51% de la Empresa A.
- Formar una estructura piramidal –sociedad cascada– tal como la figura anterior, que le permita controlar de manera indirecta la Empresa A.

Si la Empresa A tiene un valor de \$ 100, en la primera alternativa Francisco debe invertir \$ 51 para hacerse del control de la empresa.

Alternativamente, Francisco puede hacerse del control de la Empresa A por medio de la estructura presentada en la Figura 1. En este caso necesita sólo \$ 13,27, ya que, controlando el 51% de la Empresa D adquiere, en la práctica, control sobre el 51% de la Empresa A.

De esta forma, la estructura societaria llamada “cascada” permite a Francisco hacerse del control de la Empresa A, con una inversión mucho

menor que la que necesitaría de forma directa. Para que Francisco logre esto, debe encontrar socios que estén dispuestos a invertir el 49% restante en cada uno de los niveles de la cascada, es decir, inversionistas minoritarios. En Chile las sociedades cascadas están permitidas, por lo cual su desarrollo no se encuentra fuera de la ley.

Entre sus beneficios se encuentran que generan ventajas para el emprendimiento, permiten aislar negocios, responsabilidades y especializaciones.

A pesar de los beneficios, este tipo de estructuras se prestan para potenciales problemas, algunos más graves que otros, pues corresponden a delitos, en tanto que en algunos casos corresponden a problemas de control. A continuación se listan algunos de estos:

Complejizan los gobiernos corporativos, dificultando la supervisión por parte de los reguladores en el caso de operaciones relacionadas entre empresas de la cascada.

El controlador puede realizar operaciones relacionadas entre compañías de la cascada con la finalidad de beneficiarse a costa de la extracción de riqueza del resto de los accionistas de cada empresa, es decir, de los minoritarios, afectando además al mercado de capitales y a los acreedores de las compañías.

Pueden generar problemas fiscales en caso que la estructura se preste para fraudes tributarios, pues se pueden manejar pérdidas y ganancias entre las sociedades relacionadas.

Por lo tanto, es posible distinguir beneficios y debilidades de la estructura de cascadas. Sin embargo el objetivo de este documento no es profundizar en la evaluación de esta estructura, sino más bien clarificar su funcionamiento y su utilización en el caso de SQM para entender las acusaciones interpuestas por la SVS.

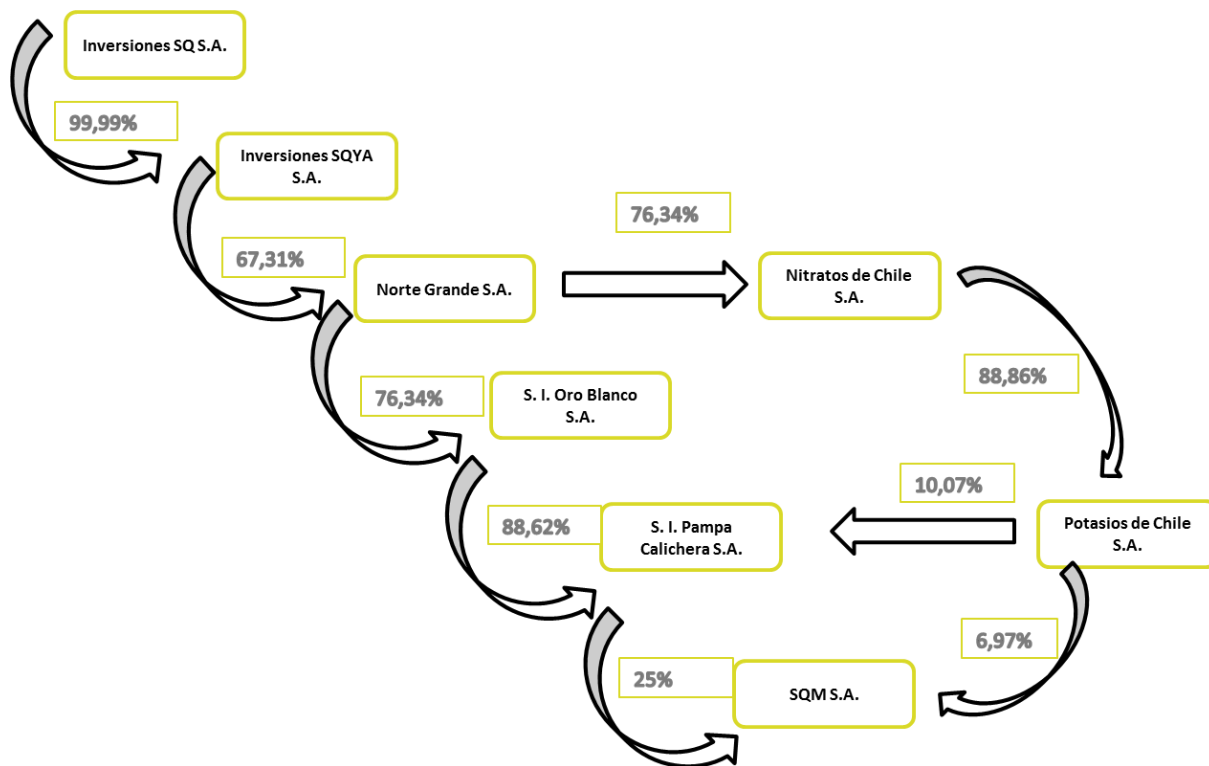
Sociedades cascadas: SQM

SQM corresponde a una empresa privada dedicada a la explotación, procesamiento y comercialización de nitratos, yodo y litio.

Desde el punto de vista legal, los estatutos de la sociedad limitan la propiedad por parte de los accionistas. Ningún socio puede tener más del 32% del capital total de SQM ni más del 37,5% de cada una de sus series de acciones. Su estructura de propiedad por parte del principal controlador corresponde a una sociedad cascada.

Según la memoria anual 2012 de Pampa Calichera S.A. –una de las empresas que forma parte de la estructura de cascada– la cascada controladora de SQM, en dicha fecha, era la siguiente:

Figura 2: Estructura sociedad cascada SQM



Fuente: Elaboración propia en base a datos Pampa Calichera S.A.

Tal como se observa en la figura anterior, el principal controlador de SQM S.A. es Inversiones SQ S.A. Esta estructura es la que habría permitido al controlador obtener riqueza a partir del sistema y sus debilidades, y de los accionistas minoritarios.

Acusaciones

El objetivo del presente apartado no es evaluar la culpabilidad de los implicados en el caso, por cuanto ello corresponde a la justicia a través de una investigación que está en desarrollo. El objetivo de esta sección es contextualizar el caso sobre las sociedades cascadas, explicando de manera simple las prácticas que habrían desarrollado los acusados, según la SVS.

Complementario a lo anterior, actualmente se encuentra en pleno proceso una investigación por parte de la Fiscalía, perteneciente a la Unidad de Delitos de Alta Complejidad.

En los cargos interpuestos por la SVS, ésta presume la existencia de un esquema estructurado sobre la base de reiteradas operaciones de inversiones y financiamiento entre empresas relacionadas, en las cuales se imponían barreras a la participación de un mayor número de inversionistas. Estas operaciones habrían beneficiado a los controladores a costa de los accionistas minoritarios.

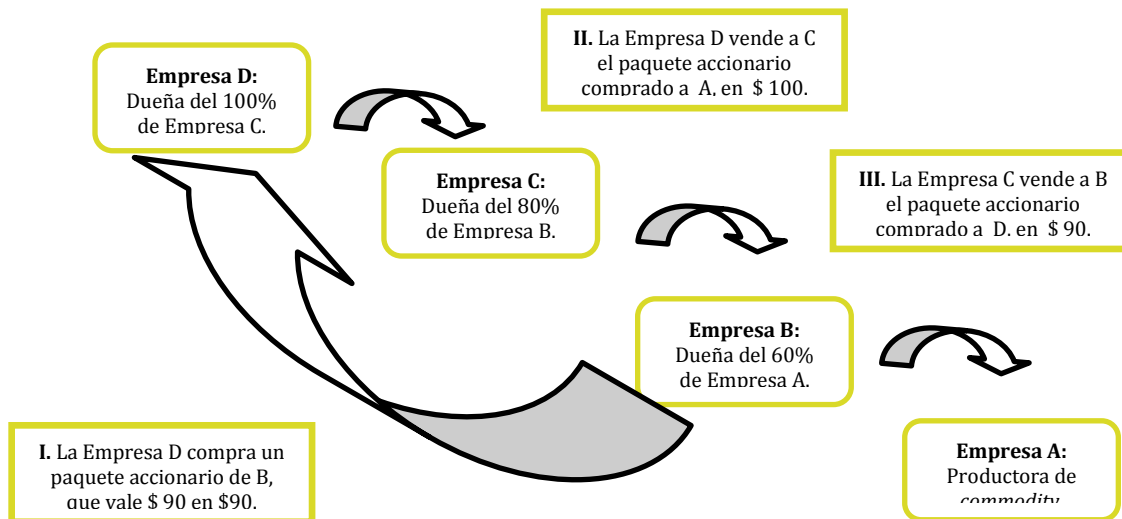
La tesis de quienes cuestionan el esquema de las operaciones del controlador, es que se habrían realizado ventas y compras con descuento y premio en el precio respectivamente –entre empresas relacionadas y pertenecientes a la cascada–, lo que habría generado las ganancias del controlador a costa de pérdidas de accionistas minoritarios.

A continuación se presenta un ejercicio simple que permite entender la práctica de la cual se acusa al controlador de SQM. Continuaremos con el ejemplo de Francisco (Figura 1), sin embargo los porcentajes de propiedad de cada una de las empresas de la cascada ahora serán crecientes² y se individualizan en la figura. Como se observa en la Figura

2 No es necesario que las participaciones sean decrecientes: en la medida que exista control, lo único que importa para poder generar la transferencia de valor es que la participación total del controlador en la sociedad que hace la ganancia sea mayor que su participación total en la que

2, para el caso de SQM el controlador de las empresas de la cascada posee una estructura de propiedad creciente en las empresas que forman parte del negocio:

Figura 3: Estructura sociedad cascada



Fuente: Elaboración propia.

Como se observa en la figura anterior, la Empresa D compra (desde B) un paquete de B que vale \$ 90 en \$ 90. Posteriormente, se lo vende en \$ 100 a C (\$ 10 de ganancia para Francisco, que es dueño del 100% de D). Luego C lo vende en \$ 90 a B (Francisco pierde \$ 8, que son el 80% de los \$ 10 que perdió C, los minoritarios de C pierden \$ 2). La Empresa B termina donde empezó.

Dado lo anterior, Francisco ganará \$ 2, que son exactamente igual a los \$ 2 que perdieron los minoritarios. A continuación se presenta el desglose y detalle de estos flujos:

hace la pérdida, independiente de cuál está más arriba en la cascada. Aunque, por lo general, en las cascadas, las participaciones sí son decrecientes en la práctica.

Figura 4: Flujos ganancia/pérdidas operaciones sociedades Cascadas

	Ganancia/pérdida Francisco	Ganancia/ pérdida minoritarios
Empresa D	\$ 10	-
Empresa C	-\$ 8	-\$ 2
Total	\$ 2	-\$ 2

Fuente: Elaboración propia.

En resumen, a partir del ejemplo anterior se observa que el controlador extrae riqueza de los inversionistas minoritarios. Al parecer, según la información revelada en las últimas semanas, el controlador de SQM habría desarrollado y realizado un engorroso proceso, similar al ejemplo anterior, en reiteradas ocasiones y con múltiples empresas, tanto individualizadas en la Figura 2 como relacionadas.

Repercusiones

El "caso cascadas" ha generado cuestionamientos sobre el funcionamiento de una serie de mercados. Dichos cuestionamientos están lejos de llegar a su fin y se profundizarán conforme avance la investigación.

Más allá de la inocencia o culpabilidad de los involucrados, este caso abre un debate importante por cuanto reafirma la existencia de posibles malas prácticas en el mundo privado que merman la confianza en el sistema.

La incertidumbre que generan situaciones como ésta es si corresponden a excepciones respecto a las prácticas del mundo privado o, en cambio, si dichas malas prácticas son comunes y éstos corresponden a un ínfimo número de casos que han logrado ser identificados.

Para quienes creemos en las bondades de una economía de mercado, una adecuada regulación es necesaria precisamente para que la economía de mercado esté bien aceptada y funcione correctamente, de manera de evitar situaciones como ésta, que minan la confianza en el sistema.

Los beneficios que genera una economía de mercado en términos de eficiencia –en teoría, los bienes y servicios son consumidos por quienes más los valoran y producidos por quienes son más eficientes en su

producción– y bienestar agregado de la sociedad son considerablemente mayores a los costos asociados a malas prácticas, como en el caso de La Polar, de la colusión de las farmacias y, eventualmente, el “cascadas”. Sin embargo, el costo más significativo de situaciones como éstas es la pérdida de confianza y, por lo tanto, de legitimidad en el ordenamiento económico.

Un ordenamiento económico basado en la libertad y el libre emprendimiento sólo será legítimo y sostenible en el tiempo en la medida que el sector privado ponga en el centro de su actuar al consumidor, prime la competencia en los mercados, la institucionalidad y la regulación cumplan su rol y estén acorde a los desafíos actuales, y que el castigo para quienes no actúen de acuerdo a las reglas pre-establecidas sea ejemplificador.

Son las buenas prácticas y la transparencia lo que permitirá incrementar la confianza en el mundo privado y lo que contribuirá a generar una sociedad de oportunidades, donde se premie la eficiencia y la meritocracia, donde los consumidores puedan acceder a bienes y servicios de calidad y a un precio justo y donde no existan rentabilidades sobre normales provenientes del aprovechamiento del sistema.

Creemos que este caso debe abrir la puerta a un debate inclusivo, que evalúe la institucionalidad existente y la necesidad de, eventualmente, cambiar la normativa actual con la finalidad de corregir las fallas presentes en una serie de mercados que se han visto afectados y, de esta forma, contribuir al perfeccionamiento del ordenamiento económico.

A partir del “caso cascadas” ya se han observado una serie de cuestionamientos al funcionamiento de algunos mercados, a las reglas del juego que rigen actualmente, al cumplimiento de estas y a los incentivos existentes.

En primer lugar, el funcionamiento del mercado financiero ha sido uno de los principales focos de críticas. De hecho, el “caso cascadas” ha puesto en tela de juicio el funcionamiento de los mercados financieros y las regulaciones que pesan sobre el mismo, a tal punto que el directorio de la Bolsa de Comercio decidió en forma unánime la formación de un comité que tiene por finalidad revisar en profundidad la reglamentación bursátil vigente y evaluar eventuales perfeccionamientos a ésta.

Segundo, otro debate interesante que se ha generado a partir de este caso guarda relación con la calidad de los gobiernos corporativos. Este caso llama a evaluar la situación actual respecto a materias como la transparencia y entrega de información por parte de las empresas y los mecanismos de protección de los accionistas minoritarios. Este caso puede transformarse en una oportunidad para invitar a los actores relevantes a analizar estos puntos y definir la manera de avanzar en la dirección correcta respecto a la calidad de los gobiernos corporativos.

Por otra parte, se encuentran los cuestionamientos surgidos a las AFP y sus inversiones en las sociedades cascadas de SQM³. Indudablemente este caso ha reabierto el debate respecto a las operaciones de las AFP en los mercados de activos y si eventualmente podrían estar tomando más riesgos de los deseables. Además, la defensa de los inculpados ha dejado entrever que las AFP participaron de este tipo de operaciones irregulares, hecho que debe esclarecerse.

Finalmente, si bien en el presente caso aún no existe un veredicto respecto a la culpabilidad de algunos involucrados –por cuanto aún se encuentra en investigación– es muy probable que al cierre del proceso se retome el debate en torno al castigo a los llamados delitos de cuello y corbata⁴. La siguiente figura resume los puntos anteriores:

³ Con fecha 18 de octubre de 2013, la Superintendencia de Pensiones, en adelante SP, entregó un comunicado en el cual señala que las inversiones en instrumentos realizados por los Fondos de Pensiones al 9 de octubre de 2013 en SQM y sus sociedades controladoras, alcanzaba a US\$ 757,9 millones o 0,46% del total de fondos de pensiones.

⁴ Considerando, además, que aún están presentes en la memoria de la opinión pública las clases de ética a las cuales fueron condenados los ejecutivos involucrados en el caso de colusión de las farmacias.

Figura 5: Repercusiones de las sociedades cascadas de SQM

Fuente: Elaboración propia.

Conclusiones

El "caso cascadas" ha remecido el ambiente económico y político en los últimos meses. Si bien aún se encuentra en investigación y no existen luces probables de cuándo se conocerá el resultado de la misma, desde su conocimiento son múltiples las aristas que se han abierto en su estudio.

Más allá de la inocencia o culpabilidad de los involucrados, este caso abre un debate importante, por cuanto reafirma la existencia de posibles malas prácticas en el mundo privado que merman la confianza en el sistema.

La economía social de mercado, presente en el país en las últimas décadas, ha mostrado ser exitosa en términos de crecimiento económico y desarrollo, y desde la teoría son evidentes los beneficios que trae en términos de eficiencia en la asignación de los recursos y bienestar agregado de la sociedad. Sin embargo, casos como éste, que deslegitimizan el sistema, invitan a debatir de forma inclusiva sobre la necesidad de revisar y evaluar la institucionalidad existente. La calidad de las reglas del juego y el grado de cumplimiento de éstas son aspectos

fundamentales en el correcto desarrollo del ordenamiento económico y, por lo que son bienvenidos potenciales cambios que contribuyan al perfeccionamiento del mismo.

En relación a lo anterior, es preciso analizar, entre otras, la actual normativa de inversiones de los Fondos de Pensiones, los gobiernos corporativos y las regulaciones existentes en los mercados financieros. Sumado a esto, independiente del fallo en este caso, es muy probable que el debate en torno al castigo y las penas a los delitos de "cuello y corbata" se reabra.

Es necesario que la defensa del actual modelo económico chileno se realice a partir de aceptar la necesidad de que éste debe evolucionar y que, en ocasiones, la regulación o no está cumpliendo con su objetivo o no está siendo aplicada correctamente. Esto permitirá validar éticamente a un modelo que en los números ha mostrado ser eficiente.

Bibliografía

- Lefort, Fernando. "Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile". 2008.
- Memoria anual sociedad Pampa Calichera S.A. 2012.
- Nuevo Reglamento de Sociedades Anónimas. Ds de Hda. N° 702 de 2011.
- "Principios de gobierno corporativo de la OCDE". 2004.

Horizontal | Noviembre de 2013