

Análisis de las implicancias económicas de las operaciones bursátiles del “Caso Cascadas” para los fondos de pensiones administrados por AFP Provida.

Matko Koljatic Maroevic

Profesor Titular, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Pontificia Universidad Católica de Chile. Director del Centro de Gobierno Corporativo UC.

Introducción

1.- La Administradora de Fondos de Pensiones Provida (en adelante la AFP o Provida) me ha solicitado efectuar un análisis de las operaciones bursátiles de lo que se conoce en los medios de comunicación como el 'caso Cascadas' y, al respecto, pronunciarme sobre si existieron perjuicios para los fondos de pensiones administrados por la AFP como resultado de dichas transacciones. Este informe se efectúa en el contexto de la demanda de indemnización de perjuicios de Provida contra Julio Ponce Lerou, Aldo Motta Camp, Patricio Contesse Fica, Roberto Guzmán Lyon, Inversiones SQYA Limitada, Inversiones SQ Limitada, Inversiones del Sur Limitada, Inversiones Jaipur Limitada, Inversiones del Parque Limitada e Inversiones Silvestre Limitada en el 24° Juzgado Civil de Santiago (Rol N° C-2701-2015).

Las interrogantes o cuestiones sobre los que emitiré un pronunciamiento son:

- a) si los demandados - por si mismos o valiéndose de otras personas - realizaron operaciones de compra y reventa de acciones de las sociedades cascadas con los que obtuvieron beneficios a costa de los intereses de dichas empresas y las circunstancias que lo acreditan;
- b) si los demandados - por sí o valiéndose de otras personas - incurrieron en el uso indebido de los mecanismos de transacción de remates y operaciones en rueda, obstaculizando la posible intervención de terceros, para efectos de que tales transacciones generaran resultados favorables para sus intereses en perjuicio de las sociedades cascadas; y,
- c) la existencia y naturaleza de perjuicios para los fondos de pensiones administrados por Provida; en la afirmación, la relación de causalidad entre los perjuicios y el actuar de los demandados.

Estas cuestiones están relacionadas entre sí, pero intentaré abordarlas por separado y en el orden anteriormente descrito.

2.- Para elaborar el pronunciamiento respecto a los hechos anteriores, he considerado de manera principal la información expuesta por la Superintendencia de Valores y Seguros (en adelante SVS) en el Oficio Reservado 633 de fecha 6 de Septiembre de 2013 y la Resolución Exenta N° 223 de 2 de Septiembre de 2014 (en adelante la Resolución Sancionatoria), que aplicó sanciones a los demandados. He analizado también la información contenida en las memorias de las distintas sociedades anónimas abiertas involucradas, la demanda de Provida y las contestaciones a esa demanda presentada por todos los demandados individualizados precedentemente. Otro antecedente que consideraré es la sentencia pronunciada por doña María Cecilia Morales Lacoste, Juez Suplente del Vigésimo Noveno Juzgado Civil de Santiago en el juicio rol C-21500-2014, caratulado Larraín Vial S.A. Corredores de Bolsa con Superintendencia de Valores y Seguros, de fecha dos de diciembre de 2015. Finalmente, quise revisar el peritaje emitido por la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso, titulado "Análisis de Operaciones de Compra y Venta de acciones dentro de la estructura societaria

Cascadas, según descripción en resolución sancionatoria de SVS, periodo 2009-2011”, pero no me fue posible hacerlo por ser de carácter reservado.

3.- La ponderación de los hechos, para emitir este informe, la hago basándome en el conocimiento que tengo sobre el funcionamiento del mercado de capitales en Chile y el gobierno corporativo de las sociedades anónimas abiertas. Estas materias son de mi campo de especialidad y las he conocido por mi actividad académica y profesional.

4.- Como trabajador dependiente de la Universidad Católica de Chile desde 1987 - y antes de otros empleadores - obligadamente estoy afiliado a una AFP. En mi caso, he estado afiliado a AFP Provida, desde el año 1981, en forma continuada. Dado el gran número de afiliados que tiene la AFP, el impacto en mi patrimonio que pudieran tener las operaciones bursátiles efectuadas por los demandados es mínimo. Excepto por la condición de afiliado no tengo otra relación con Provida y tampoco con ninguna de las personas naturales y jurídicas identificadas en la demanda. La elaboración de este informe implicó una remuneración por mi trabajo que será pagada por Provida a todo evento, independiente de las conclusiones a que arribe en este trabajo.

Declaro, por lo tanto, no tener conflictos de interés en la elaboración de este informe pericial.

Opinión

5.- Del análisis de los antecedentes que he estudiado llegué a la conclusión que los demandados ejecutaron un entramado de operaciones bursátiles ilegítimas para lucrar, produciéndole pérdidas económicas a las sociedades Cascada. Como consecuencia, los accionistas minoritarios de las sociedades Cascada, entre ellos los fondos de pensiones administrados por AFP Provida, sufrieron perjuicios económicos.

Esta opinión la fundamentaré a continuación.

Análisis de la primera interrogante: si los demandados, por si mismos o valiéndose de otras personas, realizaron operaciones de venta y recompra de acciones en perjuicio de los demandantes y si producto de dichas transacciones bursátiles los demandados obtuvieron beneficios a costa de los intereses de las sociedades cascadas y las circunstancias que lo acreditan.

6.- Para comenzar el análisis es necesario contextualizar qué son las sociedades cascada, centrales al análisis, reconociendo que la constitución de sociedades intermedias entre las sociedades de los accionistas controladores y las empresas productivas subyacentes es una práctica habitual de organización societaria en los mercados de capitales. Las sociedades cascadas son estructuras corporativas en que una empresa controla la propiedad de otra y esta a su vez controla a una tercera y así sucesivamente hasta llegar a una empresa o activo

subyacente que es la que opera comercialmente y genera las utilidades.¹ Una cascada de sociedades permite a los inversionistas que quieren controlar una empresa operativa disminuir los requerimientos de capital para obtener o mantener el control de compañía operativa. En último término el interés de los accionistas dueños de estas sociedades intermedias es obtener réditos a través de la administración de la empresa operativa para lo cual buscan y ejercen el control de ésta. En ocasiones ocurre, sin embargo, que los accionistas controladores obtienen sus ganancias cuando estas sociedades intermedias son vendidas, y el control traspasado a terceros².

7.- En el caso de SQM, importante empresa de la minería no metálica chilena, Julio Ponce Lerou controla esta empresa productiva a través de una “cascada” de sociedades en que ha incorporado accionistas minoritarios, entre los que figuran los fondos de pensiones administrados por Provida y otras administradoras de fondos de pensiones.

8.- Entre 2008 y 2011 se registró en el mercado un número significativo de transacciones de compra y venta de porcentajes significativos de la propiedad de las sociedades Cascada controladas por Julio Ponce Lerou. Es respecto a esas transacciones que varios inversionistas particulares e institucionales denunciaron a la SVS infracciones a las leyes N° 18.045 y N° 18.046.

Tras una larga y difícil investigación - en que se analizó cerca de un millón de transacciones bursátiles ya que descubrir los ilícitos cometidos era como “encontrar una aguja en un pajar” - la SVS constató que entre 2008 y 2011 se realizaron aumentos de capital, operaciones de financiamiento y transacciones de compra y venta de acciones de las “sociedades Cascada” - Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A. (en adelante Pampa Calichera), Norte Grande S.A. (en adelante Norte Grande), Sociedad de Inversiones Oro Blanco S.A.(en adelante Oro Blanco), Nitratos de Chile S.A.(en adelante Nitratos), y Potasios de Chile S.A. (en adelante Potasios) - y del activo subyacente de las sociedades cascada, Sociedad Química y Minera de Chile S.A. (en adelante SQM), que infringían las leyes que regulan el mercado de capitales.³ Por lo anterior, la SVS sancionó a los demandados en la Resolución Exenta N°223 de fecha 2 de septiembre de 2014 por infracciones a la Ley de Sociedades Anónimas (en adelante LSA)

¹ A modo de ilustración, se puede señalar, por ejemplo, que el Banco de Chile es controlado por Quiñenco y Citigroup a través de una sociedad intermedia (LQ Inversiones Financieras SA) que tiene algo más de la mitad de las acciones del Banco. En el hecho, esta sociedad intermedia permite a Quiñenco controlar el Banco de Chile con un cuarto de las acciones del banco - pero por supuesto actuando en un pacto con Citigroup - reduciendo como se dijo antes, los requerimientos de capital para el control.

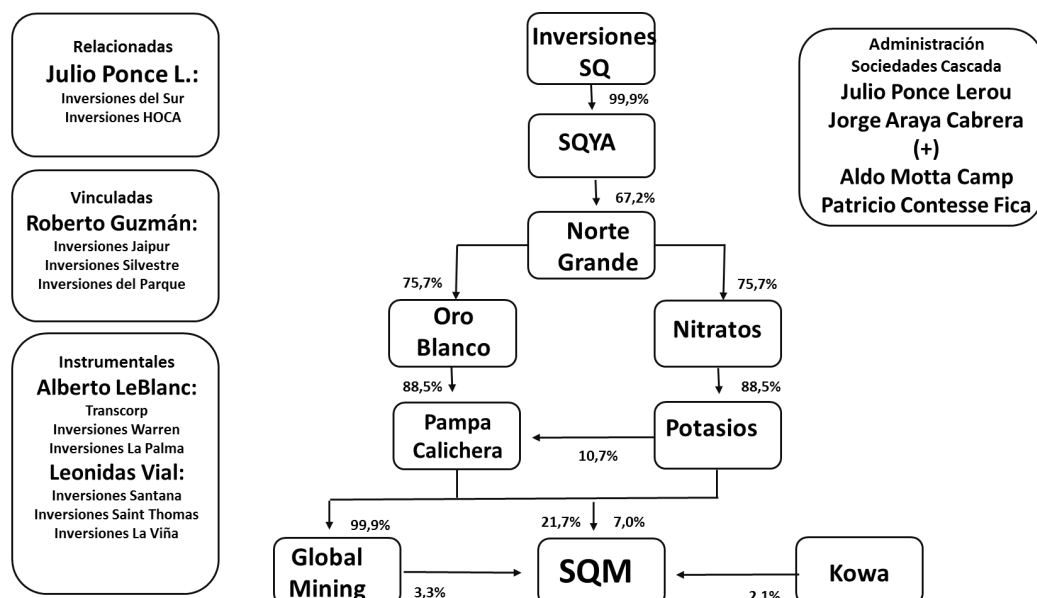
² Nuevamente, a modo de ejemplo, se puede destacar el caso reciente de ALUSA – sociedad intermedia en el negocio de envases flexibles controladora de empresas operativas en Chile y otros países - que fue vendida este año a una empresa australiana con una ganancia importante para los accionistas dueños de ALUSA, entre ellos la chilena Techpack, a su vez controlada por Quiñenco.

³ *Todas estas sociedades son controladas por Julio Ponce Lerou, como se puede apreciar en cualquiera de las memorias anuales de estas compañías en el período.*

y a la Ley del Mercado de Valores (en adelante LMV). Aunque las sanciones de la Superintendencia de Valores y Seguros fueron apeladas y son actualmente materia de juicios en los Tribunales, la información contenida en la Resolución Sancionatoria aporta copiosos antecedentes sobre los hechos que sustentan la demanda de Provida. Las operaciones bursátiles descritas por la SVS en la Resolución Sancionatoria no han sido objetadas ni desmentidas por los demandados, por lo que las supongo ciertas. Por lo tanto, es sobre estos hechos que he basado este informe.

8.- Las operaciones bursátiles mencionadas en el numeral anterior fueron siempre iniciadas (“venta”) y terminadas (“compra”) por las sociedades Cascada. Sin embargo, en la intermediación de los títulos de las Cascada y de SQM se beneficiaron económicamente sociedades de inversión de Julio Ponce Lerou (en adelante “sociedades relacionadas”), sociedades de Roberto Guzmán Lyon con quien Ponce Lerou ha tenido vínculos profesionales o sociales (en adelante “sociedades vinculadas”) y sociedades controladas por Leonidas Vial y Alberto Le Blanc (en adelante “sociedades instrumentales”).⁴

9.- Para mayor claridad, en el siguiente gráfico se explica las estructuras de propiedad y los ejecutivos principales de las sociedades Cascada y los propietarios de las Sociedades Relacionadas, Vinculadas e Instrumentales.⁵



⁴ He utilizado las denominaciones ‘relacionadas’, ‘vinculadas’ e ‘instrumentales’ en el mismo sentido que es utilizado por la SVS en su Resolución Sancionatoria para denominar las sociedades de los demandados.

⁵ Los porcentajes de propiedad cambian permanentemente en el período de las operaciones bursátiles descritas en la demanda, por lo que se utiliza los porcentajes especificados en la demanda.

Como se expresó en un numeral anterior, este tipo de estructura societaria permite obtener el control de un activo subyacente – en este caso SQM - con menor uso de capital propio.⁶ En el hecho, Julio Ponce Lerou controla SQM con 32% del capital accionario más un pacto con Kowa, accionista minoritario que posee el 2,1% de la propiedad de SQM. Este “interés social” – el control de SQM - es utilizado por Ponce Lerou, Motta Camp y Contesse Fica como argumento para explicar las múltiples compra ventas de acciones de las sociedades Cascada.

10.- La demanda de indemnización de perjuicios de Provida utiliza la información de la Resolución Sancionatoria y acusa que “los Demandados, mediante una serie compleja de actos – que se pueden agrupar en casos y operaciones – lograron extraer liquidez de las sociedades Cascada y con ello generarle ingentes perjuicios a los accionistas minoritarios de las mismas, caso en el cual se encuentran los Fondos de Pensiones que AFP Provida administra.”⁷ Para afirmar lo anterior, la demanda de Provida desmenuza seis operaciones de compra y venta de acciones por parte de las sociedades relacionadas y vinculadas en distintos periodos.

A continuación recogiendo la información suministrada en la demanda, describo las transacciones que han sido cuestionadas - agrupadas en casos y en el mismo orden de la demanda - en un texto que intenta ser descriptivo y completo, pero conciso.

En la Resolución Sancionatoria se incluye extracto de la declaración del economista Patricio Arrau, que explica con un ejemplo la ventaja económica para el controlador de usar este tipo de estructura societaria. La cita es la siguiente:

“Página 319, VI.I.II - Funcionamiento de la estructura cascada para controlar una compañía según informe pericial entregada por la defensa del Sr. Julio Ponce Lerou, cuyo autor es el Sr. Arrau.

201.- “El Sr. Arrau, para explicar lo que él llama el “modus operandi” de una estructura, presenta un ejemplo hipotético cuya representación gráfica es la siguiente:

Grafico en que hay tres sociedades Cascada (1,2 y 3), cada una con un 50% de capital (que en un 30% está en manos de accionistas minoritarios) y 50% de deuda. La Cascada (1) tiene el control la sociedad Activo Subyacente que también tiene deuda por un 50% del activo y capital por el otro 50% (y los accionistas minoritarios con un 30%).”

202.- Luego, el Sr Arrau hace una comparación con una situación en que eventualmente se fusionan las Sociedades

Cascada.

203.- “Habiendo presentado ambas situaciones el Sr. Arrau concluye: ‘Es decir, comparado con la estructura en cascada donde el controlador inicial controla en forma sucesiva las sociedades aguas abajo, y por lo tanto tiene los derechos políticos mayoritarios de todas las sociedades, una vez fusionadas las sociedades el controlador solo mantendría el 6,2% del capital accionario del Activo Subyacente, por lo que perdería el control. Los accionistas minoritarios, que en las sociedades cascadas solo tenían el 30% de cada sociedad, pasan a tener el 94% del capital accionario del Activo Subyacente, obteniendo en forma colectiva el control de la sociedad.’”

⁷ *Demanda por indemnización de perjuicios de Provida, numeral 25, página 10.-*

Caso N° 1

11.- En junio de 2009, el directorio de Oro Blanco decidió rematar el 20% del capital social de la compañía fijando como precio de colocación \$6,74 pesos por acción. En este remate, Julio Ponce Lerou, a través de su sociedad relacionada Inversiones del Sur (en adelante Inversur), adquirió dieciséis mil seiscientos cincuenta millones de acciones de primera emisión de Oro Blanco a un precio de \$7,92 pesos. El resto del lote rematado en esa oportunidad fue adquirido por terceros, entre ellos Santana, sociedad de Leonidas Vial. Posteriormente, en un segundo remate que se realizó en octubre de 2009, la sociedad Saint Thomas (hoy Rentas ST Limitada)⁸, también de Leonidas Vial, adquirió tres mil setecientos millones de acciones de Oro Blanco a un precio de \$7,9 pesos. En ambas operaciones, Inversur compró el 70% de las acciones rematadas, en tanto Santana y St. Thomas adquirieron un 16% y el resto, un 14% se vendió a terceros.⁹ Entre junio y noviembre de 2009 se realizaron múltiples transacciones, en que el intermediario fue Larraín Vial, para redistribuir las acciones de Oro Blanco desde Inversur a otras sociedades Vinculadas e Instrumentales.¹⁰ Finalmente, entre agosto de 2009 y febrero de 2010, Norte Grande compró cerca de dieciocho mil quinientos millones de acciones de Oro Blanco a un precio promedio de compra por acción de \$8,86 pesos.

12.- Es importante hacer notar que Aldo Motta Camp asume como Gerente General de Norte Grande y Oro Blanco en Octubre de 2009. Por lo tanto, Motta Camp no participo en los acuerdos de aumento de capital de Oro Blanco, Pampa Calichera ni de Norte Grande, efectuados el 2008, que son operaciones con las que se inicia el caso. No obstante lo anterior, el Sr. Motta sí participó en las compras efectuadas por Norte Grande a fines de 2009. Por cierto, durante todo este tiempo Julio Ponce Lerou fue presidente del Directorio de Norte Grande y Oro Blanco, además de dueño de Inversur.

El financiamiento para estas compras de acciones de Oro Blanco lo otorgó Julio Ponce Lerou.¹¹

Las transacciones se describen en la tabla siguiente:

⁸ La sociedad Rentas ST Limitada es la continuadora legal de "Inversiones Saint Thomas S.A.", según da cuenta la escritura pública de fecha 1° de julio de 2013, otorgada en la Notaría de Santiago de don Andrés Rubio Flores.

⁹ *Párrafos 928 y 929 de la Resolución Sancionatoria.*

¹⁰ *En el N° 83 de la demanda de Provida se relata que estas operaciones se realizaron a través de remates y OD sin difusión, en que Larraín Vial ingresaba ofertas para generar el calce automático, las cuales eran retiradas a los pocos segundos de haberse efectuado el calce, no superando en promedio los 3 segundos.*

¹¹ *Demanda de Provida, Numeral 88, página 39.*

Ventas de acciones por Oro Blanco y recompra por Norte Grande

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
06-06-2009	Oro Blanco	Inversur	7,92	16.650.000.000
		Santana	7,92	78.508.045
		Mercado	7,92	1.771.491.955
			7,92	18.500.000.000
09-10-2009	Oro Blanco	St. Thomas	7,90	3.770.464.881
		Mercado	7,90	1.496.915.088
			7,90	5.267.379.969
	<i>Ventas Oro Blanco</i>			23.767.379.969
24-08-2009	Silvestre	Norte Grande	9,40	850.000.000
11-09-2009	Silvestre	Norte Grande	9,40	2.971.235.686
	Inverpar	Norte Grande	9,40	2.519.235.686
09-12-2009	Silvestre	Norte Grande	8,56	7.945.202.475
	St. Thomas	Norte Grande	8,56	3.425.974.881
	Inverpar	Norte Grande	8,56	715.000.000
		<i>Recompras Norte Grande</i>	8,85	18.426.648.728

13.- Desde la perspectiva de un inversionista minoritario en Norte Grande – como eran los fondos de pensiones - esta compra de acciones de Oro Blanco a un precio promedio de \$8,85 pesos no tiene justificación económica si se considera que Norte Grande, sociedad Cascada controladora de Oro Blanco, tuvo la oportunidad de comprar una cantidad similar de acciones de Oro Blanco a precios un 33% más bajos. Ello es así dado que previamente, con fecha 6 de enero de 2009, Oro Blanco inscribió un aumento de capital a un precio de \$ 5,92 pesos por acción. Norte Grande tenía derecho a suscribir 23 mil millones de acciones de Oro Blanco en el período de opción preferente, pero no pudo suscribir porque la sociedad de inversiones SQYA¹² - propiedad de Ponce Lerou - no capitalizó a Norte Grande con los fondos necesarios para suscribir las acciones de Oro Blanco a las que tenía derecho¹³. Seis meses después, Ponce Lerou facilitaría el financiamiento cuando los precios eran más altos y las acciones estaban en manos de sociedades Vinculadas e Instrumentales. Por cierto, la perspectiva de Julio Ponce Lerou, Roberto Guzmán Lyon y Leonidas Vial Echeverría, es distinta ya que sus sociedades de inversión hicieron una ganancia importante en estas transacciones.

¹² Accionista mayoritaria de Norte Grande que pertenece a Ponce Lerou.

¹³ En ese momento Norte Grande tenía derecho a suscribir cerca de 23 mil millones de acciones, por lo que la operación hubiera involucrado unos \$136 mil millones de pesos (aproximadamente \$216 millones de dólares).

14.- En resumen, Norte Grande no aprovechó la oportunidad de comprar 23,7 mil millones de acciones de Oro Blanco a \$5,92 pesos por acción - los que tenía derecho comprar durante el período preferente - para pocos meses después comprar 18,4 mil millones de acciones en un precio promedio de \$8,85 pesos por acción. Un cálculo simple muestra que Norte Grande desembolsó \$54 mil millones de pesos de mayor precio en estas transacciones¹⁴. Ponce Lerou y Motta Camp han explicado las razones de esta operación en función del interés social “grupala” de mantener el control de SQM en las sociedades Cascada¹⁵, tema que abordaré luego de esta descripción de los hechos, aunque adelanto en indicar que dicha justificación es contraria a los intereses de los accionistas minoritarios.

15.- Por lo anterior, concuerdo con la demanda que - en este caso #1- hay un perjuicio para los fondos de pensiones administrados por Provida y como resume la defensa de Aldo Motta Camp en una muy buena síntesis realizada al describir este caso, dicho perjuicio es provocado, y cito: “... producto del diferencial de \$3,5 existente entre el precio que contemplaba el título de la acción de Oro Blanco durante el periodo de opción preferente que Norte Grande no suscribió (\$5,92 por acción), que data de los meses de marzo y abril del año 2009, y el precio al cual efectivamente compró las acciones, una vez transcurrido éste (\$9,4 por acción), en el período entre agosto y septiembre de 2009”.¹⁶

Caso N° 2

16.- Con fecha 6 de enero de 2009, Pampa Calichera inscribe un aumento de capital, estableciendo el directorio un precio de colocación para las acciones de Serie A de \$512,56 pesos. Durante marzo y abril de 2009, el período de opción preferente, Oro Blanco (accionista mayoritario de Pampa Calichera) no suscribió todas las acciones a las que tenía derecho, dejando disponible aproximadamente un 17% de las acciones de la emisión.¹⁷ El remate de las 236,7 millones de acciones remanentes fue realizado a fines de marzo de 2010¹⁸ por Larraín Vial, adjudicándose las acciones Jaipur y Silvestre - sociedades de inversión de propiedad de Roberto Guzmán Lyon - en \$780 pesos por acción.

Las transacciones se describen en la siguiente tabla:

¹⁴ Suponiendo 18,4 mil millones de acciones de Oro Blanco por un diferencial de \$ 2.92 pesos (8,85 – 5,92)

¹⁵ Ver por ejemplo contestación de la defensa de Aldo Motta en página 21, “(ii) El Interés social de las Sociedades Cascada” en que dice: “como estructura integrada por distintas sociedades o capas, tiene como objetivo final el de mantener el control sobre un activo productivo, como en este caso son las acciones de SQM y sus flujos”.

¹⁶ Contestación ante el 24º Juzgado Civil, 29 OCT 2015, pp 7.

¹⁷ No hay explicación en las actas del directorio de Oro Blanco de las razones por las cuales se decidió no suscribir todas las acciones disponibles del aumento de capital.

¹⁸ Julio Ponce Lerou era el presidente del Directorio de Oro Blanco y Pampa Calichera y Aldo Motta Camp ya era Gerente General de las mismas compañías.

Venta de acciones de Calichera - A por Pampa Calichera

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
26-03-2010	Pampa Calichera	Jaipur	780	91.735.676
		Silvestre	780	145.000.000
	<i>Total Ventas</i>		<i>780</i>	<i>236.735.676</i>

17.- Con el capital obtenido del remate, aproximadamente US\$370 millones de dólares, Pampa Calichera distribuyó dividendos y financió una disminución de capital, repartos que permitieron a Oro Blanco, dos meses después - a principios de junio y julio de 2010 - financiar la recompra de 237,5 millones de acciones a Sociedades Vinculadas e Instrumentales. Fueron parte de esta operación las sociedades Silvestre, Inverpar y Jaipur de propiedad de Roberto Guzmán Lyon. Las transacciones de recompra se detallan a continuación:

Compra de acciones de Calichera - A por Oro Blanco

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
04-06-2010	Silvestre	Oro Blanco	990	129.500.000
	Jaipur		985	60.700.000
	Silvestre		988	14.000.000
09-07-2010	Jaipur	Oro Blanco	895	31.335.676
	<i>Total Recompras Oro Blanco</i>		<i>976</i>	<i>237.560.952</i>

Así es como Oro Blanco compró acciones de Calichera –A, a un precio promedio de \$976 pesos (en vez de los \$780 pesos al que podría haber adquirido esas acciones en el período de opción preferente), gastando \$47,4 mil millones de pesos en el sobre precio.

18.- Por lo tanto, concuerdo con la demanda que - en este caso # 2 - hay un perjuicio para los fondos de pensiones administrados por Provida y como dice la defensa de Aldo Motta Camp en un muy buen resumen al describir este caso, dicho perjuicio proviene, y cito: "... de la recompra de acciones por parte de Oro Blanco, la que se produjo con un diferencial, según señala el demandante, de \$196 por acción, por no haber suscrito el periodo de preferencia, y haber recomprado una vez finalizado éste, sufriendo un recargo correspondiente al valor antes señalado".¹⁹

¹⁹ Contestación ante el 24º Juzgado Civil, 29 OCT 2015, pp 8.

Caso N° 2 bis

19.- Este caso comienza el 26 de marzo de 2010, con el mismo remate del caso anterior por parte de Pampa Calichera, de 236,7 millones de acciones de la Serie A, que son compradas por Jaipur y Silvestre a un valor unitario de \$780 pesos.²⁰

Venta de acciones de Calichera - A por Pampa Calichera

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
26-03-2010	Pampa Calichera	Jaipur	780	91.735.676
		Silvestre	780	145.000.000
		Total	780	236.735.676

20.- Al mes siguiente, en abril de 2010, los tenedores de acciones de Calichera - A reciben, en su conjunto, \$59,8 millones de dólares por concepto de dividendos. De haberse hecho la transacción con alguna otra sociedad Cascada, la alícuota de estos dividendos pudo haber sido recibida por alguna de las sociedades cascada en vez de las vinculadas (Jaipur y Silvestre).

21.- Con fecha 6 de mayo de 2010, Norte Grande hace una permuta con Provida, por la cual obtiene acciones de Calichera – A, a cambio de acciones de Oro Blanco.

20.- Con fecha 31 de mayo de 2010, la Junta de Accionistas de Pampa Calichera acuerda disminuir su capital en \$220 millones de dólares. Al haber cedido en la permuta acciones de Pampa Calichera, Provida deja de recibir recursos originados en esa disminución de capital.

22.- Dos semanas después, el 17 de junio de 2010, y con conocimiento de la decisión de Pampa Calichera de hacer una disminución de capital, Norte Grande vendió a Jaipur y Silvestre 43,9 millones de acciones de Calichera - A en un valor unitario de \$864 pesos, transfiriéndole así a estas sociedades vinculadas la oportunidad de recibir los fondos provenientes de la distribución de capital de Pampa Calichera. Por este reparto de capital, las sociedades de inversión Jaipur y Silvestre recibieron US\$11 millones de dólares.

23.- Con fecha 1 de Julio de 2010, Silvestre vende 57 millones de acciones de Calichera - A, mediante 22 operaciones OD, a Saint Thomas (hoy Rentas St Limitada)²¹ a un precio de \$810 pesos por acción (de las cuales 5 millones serán transferidas a La Viña el 3 y 4 de agosto). Luego, con fecha 9 de julio, Oro Blanco compra a Saint Thomas (hoy Rentas ST Limitada)²² 13 millones de acciones de Calichera – A, en \$890 pesos.

²⁰ Ya comentado en el caso N° 2.

²¹ Ver nota 8.

²² Ver nota 8.

El resumen de estas transacciones es el siguiente:

Venta de acciones de Calichera - A por Norte Grande y compra por Oro Blanco

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
17-06-2010	Norte Grande	Silvestre	864	31.925.078
		Jaipur	864	12.000.000
01-07-2010	Silvestre	St. Thomas	810	57.414.361
09-07-2010	St. Thomas	Oro Blanco	890	13.000.000

24.- Oro Blanco cierra el ciclo - iniciado con la compra de 13 millones de acciones de Calichera (A) del 9 de julio de 2010 - comprándole 42 millones de acciones a Saint Thomas (hoy Rentas ST Limitada)²³ y La Viña en \$1.180 pesos y a Silvestre un saldo de 2 millones de acciones en \$1.129 pesos, entre el 22 y 23 de septiembre de 2009. Con esta última operación, Oro Blanco recompra acciones que inicialmente Pampa Calichera vendió a Silvestre, y que ésta había vendido a Saint Thomas (hoy Rentas ST Limitada)²⁴.

Compra de acciones de Calichera - A por Oro Blanco

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
22-09-2010	Silvestre	Oro Blanco	1.129	1.995.320
23-09-2010	St. Thomas	Oro Blanco	1.180	37.414.361
23-09-2010	La Viña	Oro Blanco	1.180	5.000.000
				44.409.681

25.- El recuento anterior muestra que en estos episodios se suma a los perjuicios económicos ya conocidos - producto de las diferenciales entre los precios de venta y posterior recompra comentados en los casos anteriores- el perjuicio producido por operaciones bursátiles en los cuales una de las sociedades Cascada efectúa repartos de fondos a sus accionistas (a través de disminuciones de capital y dividendos), programando Ponce Lerou y Motta Camp que estos repartos ocurran cuando paquetes relevantes de acciones están en manos de sociedades vinculadas a Guzmán Lyon, para readquirir dichas acciones solo una vez que tales repartos han ocurrido. Ello ocurre a costa de los intereses patrimoniales de los accionistas minoritarios de las sociedades Cascada que no reciben dichos dividendos y repartos de capital.

26.- Por otra parte, los hechos muestran que Julio Ponce Lerou y Aldo Motta Camp perjudican a los fondos de pensiones administrados por Provida al momento de la permuta

²³ Ver nota 8.

²⁴ Ver nota 8.

de acciones de Pampa Calichera y Oro Blanco entre Norte Grande y Provida.²⁵ Considérese que con fecha 31 de mayo de 2010, esto es 25 días después de la concreción de la permuta, el directorio de Pampa Calichera decidió proponer a la junta de accionistas de la sociedad la disminución de capital. La asimetría de información entre Julio Ponce Lerou y Aldo Motta Camp y Provida en la concreción de este negocio es evidente. Como resultado de ello, los fondos de pensiones de Provida fueron perjudicados al no recibir el capital que debieron recibir.

27.- En resumen, concuerdo con la demanda en cuanto hay - en este caso # 2 bis - un perjuicio para los fondos de pensiones administrados por Provida por las razones que la defensa de Aldo Motta Camp explica, en un excelente resumen, y que cito a continuación: “La demandante vincula ésta con la operación anterior, señalando que los supuestos perjuicios por ellos sufridos corresponderían a: (i) la diferencia de precio existente entre aquel fijado para el remate del remanente de acciones Calichera- A efectuado el 26 de marzo de 2010 (precio de (\$780 por acción), y el precio al cual adquirió Oro Blanco posteriormente aquellas acciones durante el año, a precios de \$890, \$895 y luego \$1.180 por acción, habiendo además perdido la posibilidad de participación en repartos de dividendos y en una disminución de capital; (ii) que Norte Grande deja pasar deliberadamente el derecho a participar en los beneficios de la disminución de capital de Pampa Calichera, cuando “cede” las acciones a Jaipur y Silvestre: y (iii) se perjudica a AFP Provida en la operación de “swap” cuando transfiere sus acciones Calichera (A) a Norte Grande, en circunstancias que sus ejecutivos presumiblemente ya sabían que se iba a aprobar la disminución de capital de Pampa Calichera”.²⁶

Caso N° 3

28.- En mayo de 2009, Oro Blanco vendió en un remate de 126 millones de acciones de Calichera (A), su filial, por un monto aproximado de \$70 mil millones de pesos bajo el argumento que tenía un problema de falta de liquidez. Las acciones se adjudicaron a un precio de \$576,1 pesos a las sociedades Saint Thomas (hoy Rentas ST Limitada)²⁷, Silvestre, Inverpar y un porcentaje menor, al mercado. La SVS indica que cuenta con antecedentes que sostienen que SQYA, controladora de Norte Grande y de propiedad de Julio Ponce Lerou, acordó la entrega de activos en garantía para procurar que Roberto Guzmán Lyon, a través de Silvestre, consiguiera financiamiento para esta operación.

Ventas de Calichera - A por Oro Blanco

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
-------	----------	-----------	-------------	-------------

²⁵ A la fecha de la permuta Julio Ponce Lerou, y Aldo Motta Camp desempeñaban los cargos de Presidente del Directorio y Gerente General – respectivamente - de Norte Grande, Pampa Calichera y Oro Blanco, de modo que las decisiones los involucran directamente.

²⁶ Contestación ante el 24º Juzgado Civil, 29 octubre 2015, pp 8.

²⁷ Ver Nota 8.

15-05-2009	Oro Blanco	St. Thomas	576,1	67.239.368
		Silvestre	576,1	31.977.536
		Inverpar	576,1	12.092.938
		Mercado	576,1	14.690.158
		Total	576,1	126.000.000

29.- Con los fondos obtenidos en el remate, Oro Blanco prepagó una deuda que tenía con Norte Grande, que a su vez canceló deudas con el Banco de Chile y BCI, de modo que gracias a la venta de acciones de Calichera (A) de propiedad de Oro Blanco, Norte Grande terminó pagando sus pasivos²⁸. Los cambios en el endeudamiento de las sociedades cascada involucradas deben haber producido efectos patrimoniales – positivos y negativos - para los accionistas minoritarios de Norte Grande y Oro Blanco. Al no tener acceso a la contabilidad de estas sociedades no me es posible calcular si los que ganaron – y por contrapartida perdieron – fueron los accionistas minoritarios de una u otra sociedad.

30.- Entre el 15 de junio de 2009 y el 6 de Julio de 2009, un mes después de la venta descrita en el punto anterior, Oro Blanco recompró 111 millones de acciones a St. Thomas, Silvestre e Inverpar²⁹, como se describe a continuación:

Compras de Calichera - A por Oro Blanco

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
15-06-2009	St. Thomas	Oro Blanco	835,0	67.239.368
	Silvestre		835,0	31.977.536
	Inverpar		839,0	12.092.938
	Total		837,0	111.309.842

En los meses siguiente hubo un gran numero de transacciones sobre títulos de Calichera – A entre la relacionada Inversur y las vinculadas Silvestre e Inverpar y la instrumental Saint Thomas (hoy Rentas ST Limitada)³⁰.

31.- Entre el 9 de octubre y el 23 de diciembre de 2009, posterior a la incorporación de Aldo Motta Camp como Gerente General³¹ Oro Blanco compra 35,7 millones de acciones adicionales de Calichera – A, a las vinculadas e instrumentales mencionadas en el párrafo anterior, de acuerdo al siguiente detalle:

²⁸ *En este caso se prepagan deudas de sociedades distintas en que hay accionistas minoritarios distintos y que tienen distintas participaciones accionarias. Estas asimetrías en la propiedad desafían la lógica de las operaciones financieras realizadas.*

²⁹ *Además, adquirió 14,7 millones de acciones a otros vendedores en el mercado.*

³⁰ *Ver nota 8.*

³¹ *Aldo Motta Camp se incorpora como gerente general de Oro Blanco en Octubre 2009.*

Compras de Calichera - A por Oro Blanco

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
09-10-2009	St. Thomas	Oro Blanco	900,0	48.000.000
14-10-2009	St. Thomas	Oro Blanco	910,0	43.077.276
	Silvestre		910,0	65.335.812
	Inverpar		910,0	15.736.927
	Mercado		910,0	3.600.000
	Total		910,0	127.750.015
22-11 al 23-12-09	Saint Thomas	Oro Blanco	877,6	31.082.941
	Silvestre		876,1	1.192.714
	Inverpar		876,1	1.626.499
	Inverpar		874,0	499.472
	Mercado		no disponible	1.363.843
		Total	890,0	35.765.469

32.- En base a lo anterior, en este caso #3, concuerdo con el demandante que ocurrió un perjuicio para los fondos de pensiones administrados por Provida, daño que se produce, como lo resume de la demanda la defensa de Aldo Motta Camp, y cito: "...por el diferencial existente entre el valor de la acción de Calichera (A) en periodo preferente y la recompra posterior en dos procesos: junio – julio y octubre – diciembre todos de 2009, mientras que en el espacio intermedio se favorecía a las sociedades relacionadas con la transacción del título, sin que Oro Blanco tomara las oportunidades ofrecidas, lo que implicó, de acuerdo al demandante, el pago por parte de Oro Blanco de un sobreprecio de \$342,2 por acción. Esto ya que, acorde a la demanda, durante el periodo de acción preferente, el valor de la acción Calichera (A) se encontraba a \$512,6 Oro Blanco luego la vende a \$576 y finalmente procede a un proceso de recompra a \$890 por acción".³²

Caso N° 4

33.- Este caso se inicia - entre el 18 y 21 de diciembre de 2010 - con compras por parte de Pampa Calichera de 3,37 millones de acciones de SQM -B a un precio promedio de \$19.502 pesos. Días después, entre el 23 y 29 de diciembre, Pampa Calichera vende en Bolsa 3,46 millones de acciones SQM - B a un precio promedio de \$19,313 pesos. Como se puede observar, el precio de compra es superior al precio de venta. La contraparte en estas transacciones fueron sociedades vinculadas, de propiedad de Roberto Guzmán Lyon, con la intermediación de Citigroup y Banchile.

34.- Completando el cuadro, la compra y venta hecha en ese mes ocasionó para Pampa Calichera una pérdida de \$638 millones de pesos (compró a \$19,502 y vendió a \$19,313).

³² Contestación ante el 24º Juzgado Civil, 29 OCT 2015, pp 8.

Al momento de efectuarse estas transacciones Aldo Motta Camp ya era el gerente general de Pampa Calichera y, por supuesto, Julio Ponce Lerou era el Presidente del Directorio.

35.- Por efectos de esta operación Pampa Calichera mantuvo su “stock” de acciones de SQM -B ya que compró 3,37 millones de acciones y vendió 3,46 millones y registró, en una argucia contable³³, una utilidad de US\$72 millones de dólares, ya que las acciones que vendió estaban contabilizadas a precios muy inferiores porque habían sido compradas años atrás. Para explicar lo ocurrido, en términos simples, se reemplazó algo más de 3 millones de acciones “a precio antiguo” por acciones “a precio nuevo”, generando una utilidad ficticia, ya que lo que se pretendía hacer era mantener la misma cantidad de títulos en cartera. Todo ello conllevó costos de transacción y compras a un precio superior al de venta, es decir gastos y pérdidas económicas.

36.- En un segundo ciclo de este tipo de operaciones, entre el 23 y el 25 de marzo de 2010, Pampa Calichera compró acciones de SQM - B a \$20.045 pesos para venderlas el 30 de marzo a \$19,904 pesos, generando nuevamente utilidades contables pero pérdidas económicas en estas transacciones. Estas utilidades contables le permitieron a Pampa Calichera distribuir dividendos y repartos de capital a Oro Blanco que a su vez permitieron nuevas compra ventas – descritas en los casos 2 y 2bis - con intervención de sociedades relacionadas y vinculadas.

37.- El directorio de Pampa Calichera tuvo en estas operaciones una posición contraria al interés social manifestado en múltiples documentos de ser un inversionista de largo plazo en SQM. Como se puede ver, en este caso se hacen compras y ventas de esas acciones estratégicas en un período muy breve de tiempo, en operaciones altamente especulativas. Ello no tiene sentido en un inversionista de largo plazo. Es evidente que lo que he denominado “argucia contable” - que permitió registrar utilidades en Pampa Calichera por US\$72 millones - era el verdadero objetivo de estas transacciones.

38.- Por lo tanto, concuerdo con la demanda que - en este caso # 4 - hay un perjuicio para los fondos de pensiones administrados por Provida, por las razones que muy bien resume la defensa de Aldo Motta Camp al describir este caso, y cito: “El demandante describe un proceso de acumulación de efectivo realizado por Pampa Calichera mediante operaciones de desinversión con el título SQM y operaciones de endeudamiento, durante los meses de diciembre de 2009 y marzo y abril 2010, del cual concluye un perjuicio que equivale al diferencial obtenido entre el precio de venta del activo y el de recompra en un corto período de tiempo, por no existir ‘la real intención de transferir el dominio del mismo’. Este

³³ *Por aplicación del principio contable FIFO (First In, First Out) en que al decidir que títulos considerar en la venta de parte de una cartera de acciones, por convención se considera que primero se venden las más antiguas y así progresivamente hasta liquidar el stock.*

diferencial, lo señala en los \$638.000.000 de pérdida financiera ocasionada por las operaciones de venta y posterior recompra.”³⁴

Caso N° 5

39.- Este caso se inicia con un aumento de capital en Pampa Calichera en enero de 2011, sin que su controlador Julio Ponce Lerou hiciera aumentos de capital en paralelo en las sociedades Cascada matrices Norte Grande y Oro Blanco. Para obtener el capital necesario para suscribir sus derechos de opción preferente, Oro Blanco remató dos paquetes de acciones de Calichera - A en transacciones que ocurrieron el 5 de enero y el 29 de marzo de 2010, en que vendió un total de 170.500.000 de acciones Calichera – A, en precios entre \$726 y \$807 por acción.³⁵ Estas acciones fueron compradas por Norte Grande (118 millones de acciones) e Inversiones SQ (52 millones de acciones), ambas sociedades relacionadas a Julio Ponce Lerou y en último término controladoras “aguas abajo” de Oro Blanco y Pampa Calichera. Aldo Motta Camp era en esa época el Gerente General de Oro Blanco y de Norte Grande.

40.- Hacia fines de año, entre el 4 y el 7 de noviembre de 2011 - cuando Patricio Contesse Fica ya había sido designado gerente general de la recientemente creada Potasios de Chile – esta empresa inició un proceso de compra de acciones de Calichera - A, adquiriendo un total de 195 millones de acciones a un precio promedio ponderado de \$1.061 pesos por acción. Del total de compras de Potasios, alrededor de un 92,6% se explica por acciones vendidas por Norte Grande e Inversiones SQ, controladas por Julio Ponce Lerou.

Venta de acciones de Calichera - A por Norte Grande y compra por Potasios

Fecha	Vendedor	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones
05-01-2011	Oro Blanco	Norte Grande	807	1.240.000
05-01-2011	Oro Blanco	SQ	807	6.260.000
29-03-2011	Oro Blanco	Norte Grande	726	45.870.000
29-03-2011	Oro Blanco	SQ	726	117.130.000
04-11-2011	Norte Grande	Potasios	1.050	43.414.310
07-11-2011	SQ	Potasios	1.065	137.140.080
07-11-2011	Transcorp	Potasios	1.060	14.209.157
07-11-2011	Mercado	Potasios	1.050	203.157

³⁴ Contestación de Aldo Motta Camp ante el 24º Juzgado Civil, 29 OCT 2015, pp. 9.

³⁵ A un precio promedio de \$729,56 por acción

De esta manera Julio Ponce Lerou (a través de SQ) vendió a Potasios – sociedad Cascada controlada por él - acciones de Calichera – A, en \$1.065 pesos por acción, habiendo adquirido la mayor parte de ese paquete a Oro Blanco en \$726 pesos, también una sociedad Cascada controlada por él. Potasios financió estas compras con endeudamiento.

41.- Finalmente, concurdo con la demanda en que estas operaciones bursátiles – descritas en el caso # 5 – infligieron un perjuicio para los fondos de pensiones administrados por Provida configurado por varias razones que la defensa de Aldo Motta Camp resume muy bien, y cito: “...(i) lo que dejó de percibir Oro Blanco por no colocar las acciones que vendió de Pampa Calichera en 2011 a un precio de mercado, o en su defecto, a un precio con un descuento aplicado según la práctica usual; y (ii) por el favorecimiento efectuado a las relacionadas, quienes fueron las que finalmente se adjudicaron a precios sumamente bajos el remate de las acciones referidas y por lo tanto, a juicio del demandante, existió un “traspaso de fondos”.³⁶

Comentario general

42.- Las operaciones bursátiles descritas revelan un ‘modus operandi’ que se desarrollaba a través de una serie de pasos sucesivos, en que los directorios de Norte Grande, Oro Blanco y Pampa Calichera aprobaban aumentos de capital, es decir, emitiendo acciones que de acuerdo a la ley pueden ser ofrecidas en primer lugar a los accionistas de la sociedad, lo que habitualmente se hace con un descuento importante con respecto a los precios en Bolsa vigentes al momento de la oferta³⁷. Lo paradójal es que en esas operaciones las sociedades Cascada, controladas por Julio Ponce Lerou, suscribían parcialmente – o incluso no suscribían - las acciones que tenían derecho a comprar a precios rebajados, con lo que los títulos quedaban disponibles para ser vendidas en el mercado. También, en ocasiones, se ofrecían en el mercado acciones del activo de Oro Blanco y Pampa Calichera (títulos de Calichera – A y SQM), pero el propósito era el mismo: que hubiera un “lote” remanente de acciones importante³⁸ para colocar en el mercado.

Luego, las acciones se ponían a disposición del mercado y nuevamente las sociedades Cascada no concurrían a los remates o a las operaciones directas (en que un mismo corredor de bolsa maneja la compra y la venta), siendo las acciones compradas por las sociedades relacionadas, vinculadas o instrumentales.

Finalmente, algún tiempo después, las acciones eran puestas de vuelta en el mercado - por las vinculadas, relacionadas e instrumentales - y las Sociedades Cascada recompraban a un

³⁶ *Contestación de Aldo Motta Camp ante el 24º Juzgado Civil, 29 OCT 2015, pp 9.*

³⁷ *Al emitirse más acciones, se diluyen los propietarios si no compran en proporción a las acciones que ya poseen. El descuento se ofrece para inducir a los accionistas a suscribir esas nuevas acciones y a mantener su participación en la sociedad. El período de suscripción para los accionistas vigentes se denomina “de opción preferente”*

³⁸ *Recuérdese que los montos ofrecidos alcanzaban las decenas y en ocasiones centenas de millones de dólares.*

mayor precio los remanentes de paquetes accionarios que no compraron al inicio. El financiamiento de algunas de estas operaciones de recompra fue otorgado por Inversiones SQ e Inversiones SQYA, sociedades de inversión controladas Julio Ponce Lerou; no hay explicación en las contestaciones de los demandados de porque dichas operaciones no fueron financiadas desde un principio cuando los precios eran inferiores.

43.- Es decidir que las operaciones bursátiles cuestionadas se detuvieron a partir de 2012, cuando la SVS comenzó a recibir denuncias de las AFP y otros inversionistas minoritarios respecto a la legalidad de las transacciones materia de esta demanda. Ello se puede apreciar en la tabla siguiente que muestra que la presencia bursátil de las distintas sociedades Cascada, entre 2008 y 2015, es muy alta en los años 2008 – 2012 para luego disminuir drásticamente tras el inicio de la investigación de la SVS en 2013.

Ello solo puede significar que en el momento que el ente regulador comenzó a vigilar este tipo de operaciones los demandados decidieron no continuar con ellas con lo cual las transacciones en bolsa de las sociedades Cascada bajan, al ser sólo transadas por inversionistas independientes del controlador.

Presencia Bursatil Sociedades Cascada 2008 - 2016								
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Calichera-A	89%	99%	98%	74%	23%	6%	3%	12%
Oro Blanco	88%	99%	99%	77%	32%	6%	20%	21%
Norte Grande	52%	97%	100%	98%	75%	33%	21%	24%
Potasio-A				66%	9%	2%	1%	0%
Nitratos						1%	3%	4%

Fuente: elaboración propia a partir de información bursátil.

44.- Toda la operatoria anterior requería fuentes de financiamiento. Para comprender en la práctica el alcance de las operaciones de financiamiento entre Julio Ponce Lerou, Roberto Guzmán Lyon y las diversas sociedades, es esclarecedora la siguiente cita, relacionada al caso Nº 3, según la Resolución Exenta Nº 223, numeral 343:

“Más aun, resulta del caso indicar que, en mayo de 2009, el Sr. Julio Ponce Lerou ofreció adquirir 18.500 millones de acciones Oro Blanco de primera emisión, de las que adquirió 16.650 millones por US\$ 231 millones, a través de Inversiones del Sur. Es así como en marzo de 2009, Oro Blanco debió adquirir pagarés de Inversiones SQYA por US\$ 70 millones, de forma de aliviarle la carga financiera a esa sociedad, observándose además que posteriormente Inversiones SQYA entregó activos en garantía para el Sr. Roberto Guzmán, quien adquirió acciones Calichera - A que tuvo que vender Oro Blanco para aliviar sus restricciones financieras, y además invirtió US\$ 231 millones en acciones Oro Blanco de primera emisión, las que quedaron disponibles por la falta de suscripción del aumento de dicha sociedad por Norte Grande, la que a su vez no contaba financiamiento por la mínima suscripción de su aumento por Inversiones SQYA, controlador de esa sociedad.”

Este caso responde a patrones de conducta comunes en el financiamiento de las operaciones bursátiles cuestionadas.

Así es como en las distintas operaciones se puede observar lo siguiente:

- a) Durante los tres años en que las sociedades relacionadas, vinculadas e instrumentales transaron importantes montos de acciones de las sociedades Cascada (2009 a 2011), la Sociedad de Inversión SQ – es decir Julio Ponce Lerou - facilitó líneas de crédito ad hoc a Norte Grande, Potasios, Oro Blanco y Pampa Calichera.
- b) También en esos tres años Pampa Calichera actuó como financista de Oro Blanco y Norte Grande a través de la distribución de dividendos - fruto de las utilidades contables que le generaban las operaciones - o de disminuciones de capital.
- c) En 2011, surge una nueva modalidad de financiamiento con la creación de Potasios –ostensiblemente una maniobra para conseguir financiamiento vía endeudarla- que permitió la recompra de acciones.
- d) Las operaciones bursátiles finales, en que una sociedad Cascada retomaba la propiedad de un lote de acciones, fueron fruto del endeudamiento (en Potasios en el caso # 5) o recibieron financiamiento de Julio Ponce Lerou o una de sus sociedades “aguas arriba” (como en el primer caso).³⁹
- e) Todas estas operaciones de financiamiento devengaban gastos financieros para las Cascada que de no ser a precios de mercado – lo que es difícil de saber ex post – pudieron aumentar los perjuicios para los fondos de pensiones administrados por Provida.

45.- La pregunta que surge es quien se benefició con estas transacciones.

La Resolución Sancionatoria responde esta pregunta al establecer las ganancias de las sociedades vinculadas, relacionadas e instrumentales. Así es como, en los puntos 1531 a 1536 de la Resolución Sancionatoria, se establece que las Sociedades Relacionadas, ligadas a Julio Ponce Lerou, obtuvieron utilidades provenientes de estas transacciones bursátiles - entre 2009 y 2011 - ascendentes a UF 3.125.500 (aproximadamente US\$128 millones de dólares); en tanto, las Sociedades Vinculadas, ligadas a Roberto Guzmán Lyon, obtuvieron utilidades entre los años 2009 y 2011 ascendentes a UF 3,122,100 (aproximadamente \$128 millones de dólares).

Por contrapartida, las sociedades Cascada, que eran administradas por Julio Ponce Lerou como presidente del directorio y por Aldo Motta Camp (casos 1 al 5) y Patricio Contesse (caso 5) como gerentes generales, experimentaron una pérdida económica - y su liquidez fue drenada - por un monto equivalente.

³⁹ *Demanda de Provida, Numeral 88, página 39.*

Por otra parte, Motta Camp y Contesse Fica se beneficiaban por las remuneraciones recibidas por detentar cargos de confianza de Julio Ponce Lerou. Dichas remuneraciones no son públicas por lo que no se pueden dimensionar.

46.- En conclusión, las operaciones bursátiles analizadas muestran que Julio Ponce Lerou, Aldo Motta Camp y Patricio Contesse Fica perjudicaron a los accionistas minoritarios de las sociedades cascada por tres conceptos:

- a) dejando pasar oportunidades de comprar acciones de primera emisión de las sociedades cascadas en los períodos de opción preferente cediendo dichas oportunidades a sociedades relacionadas, vinculadas e instrumentales sin beneficios para las sociedades cascada;
- b) pagaron costos de intermediación innecesarios a las sociedades vinculadas e instrumentales, recomprando acciones de las sociedades cascada - a las que se refiere el punto (a) - a las sociedades vinculadas e instrumentales con diferenciales de precios que drenaron la caja patrimonial; y,
- c) los recursos financieros generados permitieron a las sociedades Cascada pagar dividendos, cancelar deudas y hacer disminuciones de capital en beneficio directo de Julio Ponce Lerou y/o sus sociedades. Roberto Guzmán Lyon participó en la trama de operaciones bursátiles, a través de sus sociedades, en las operaciones bursátiles, siendo funcional a los objetivos de Julio Ponce Lerou y beneficiándose a su vez a través de la intermediación.

Como consecuencia de resultado del análisis realizado, mi respuesta a la primera interrogante es dar por acreditado que los demandados - por sí mismos o valiéndose de otras personas - realizaron operaciones de venta y recompra de acciones que no fueron realizadas en el mejor interés de cada sociedad Cascada y por lo tanto perjudicaron el interés de los demandantes; producto de dichas transacciones bursátiles los demandados obtuvieron beneficios a costa de los intereses de las sociedades Cascada y de sus accionistas minoritarios.

Análisis de la segunda interrogante: si los demandados - por sí o valiéndose de otras personas - incurrieron en el uso indebido de los mecanismos de transacción de remates y operaciones en rueda, impidiendo u obstaculizando la posible intervención de terceros, para efectos de que tales transacciones generaran resultados favorables para sus intereses en perjuicio de las sociedades Cascada y en último término de los fondos de pensiones administrados por Provida.

47.- En su contestación a la demanda de Provida, la defensa de Julio Ponce Lerou argumenta dos líneas de defensa:

- a) Por una parte, argumenta que la administración de las sociedades Cascada se vio obligada a efectuar las operaciones bursátiles cuestionadas para enfrentar las

posibles consecuencias de la crisis financiera de 2008 – 2009 que podían llevar a la pérdida del control sobre SQM e incluso a una cesación de pagos. Por ende, el deber de diligencia establecido en la LSA los habría obligado a actuar en esa forma. Demostraré que este argumento es falso.

- b) Que *“las operaciones que se cuestionan no han vulnerado ninguna norma de la Ley de Sociedades Anónimas, así como tampoco las reglas generales sobre responsabilidad, por lo que son lícitas.*

4.1 Fueron acordadas o ejecutadas por los órganos societarios correspondientes

4.2 Fueron realizadas en el mejor interés de cada sociedad y también del conjunto de ellas

4.3 Se ejecutaron a valores de mercado

4.4 Se llevaron a cabo con estricta sujeción a las normas legales y reglamentarias que regulan las operaciones bursátiles.

5. No existe perjuicio”^{40 41}

Las defensas de los demás demandados utilizan argumentos similares.

Demostraré que **en las operaciones bursátiles cuestionadas hubo un cumplimiento formal de las normas que rigen las transacciones bursátiles, pero quebrantando los principios de la buena fe, competencia y defensa del interés social en que descansa el mercado de valores, privilegiando los intereses particulares de los demandados por sobre el interés de todos los accionistas.**

Abordaré cada uno de estos argumentos por separado.

La crisis financiera de 2008 y el ‘Credit Watch’ negativo de Standard & Poor’s

48.- Como se anticipó en el párrafo anterior, las contestaciones de los demandados achacan a la crisis financiera mundial de 2008 las operaciones bursátiles materia de la demanda de Provida. Por ejemplo, en el escrito en defensa de Julio Ponce Lerou – página 15 – se dice: *“En efecto, la situación económica cambió drásticamente en el segundo semestre de 2008. Desde el segundo semestre de ese año y hasta fines del 2009, el mundo, nuestro país, y por supuesto las sociedades Cascadas se vieron envueltos en la crisis económica más severa de que se tenga conocimiento desde la crisis del año '29. La denominada "crisis Sub Prime" y la caída del banco Lehmann Brothers, azotó a los mercados y al sistema financiero de manera brutal. Como consecuencia de ello, los mercados literalmente se vinieron al suelo y su consecuente estrechez de liquidez hizo que el sistema financiero estuviera al borde del colapso. Esta fue la realidad que tuvo que enfrentar el grupo económico de las sociedades Cascadas. Por una parte, tenía que subsistir a una de las crisis económicas más grandes de la*

⁴⁰ 24º juzgado Civil, rol C 2701-2015, 29 de octubre 2015, página 1, puntos 4,5 y 6.

⁴¹ Hay un punto 6: *“La demandante contraviene sus propios actos por lo que está impedida de ejercer la acción de autos” que por estar fuera de mi área de especialidad no analizare.*

historia -que no fue ideada, planificada ni prevista por mi representado- y, por la otra, tenía que hacer frente al alto endeudamiento que había contraído producto de las compras que había hecho en los meses anteriores”. Y continúa: “Uno de los efectos colaterales de la crisis fue el "Credit Watch Negativo" que impuso la clasificadora de riesgos Standard & Poor's a Pampa Calichera, con motivo del bono internacional colocado en el año 2007. Ante el complejo escenario y el endeudamiento de las compañías producto de las recientes adquisiciones de acciones, cualquier observador desprejuiciado habría concluido que la situación era en extremo complicada, y que la única manera de salir adelante era pagando y renegociando la mayor cantidad de pasivos, para lo cual había que extremar esfuerzos por hacer caja. Y eso fue lo que hicieron los directorios, las juntas de accionistas y los gerentes de estas compañías a partir del segundo semestre de 2008. Sólo a modo de ejemplo, frente a la negativa del Banco de Chile de renegociar sus créditos de corto plazo, como se había prometido, luego de una serie de negociaciones que incluyeron, incluso, una alternativa de crédito de PCS, el segundo más importante accionista de SQM, Oro Blanco se vio forzado a vender 126 millones de acciones de Calichera-A⁴². Como ocurre en la realidad de la gestión empresarial, en este caso se enfrentó una contingencia de la única manera que era posible. No había acceso al crédito y por lo tanto había que vender. Esta operación no sólo es válida sino que sin ella se habría entrado en una situación de cesación de pagos.”⁴³

49.- El dramatismo del argumento es llamativo: *“se habría entrado en una situación de cesación de pagos”*. Se presenta a la administración actuando diligentemente para evitar tamaña catástrofe. Lamentablemente, demostraremos que Julio Ponce Lerou no pensaba lo mismo en los momentos en que ocurrió la crisis financiera.

50.- La primera observación que se puede hacer es que las operaciones en comento ocurrieron en 2008 y a principios de 2009. Sin embargo, las operaciones bursátiles cuestionadas continuaron ocurriendo ¡hasta 2011! Es decir, se argumenta respecto a un hecho puntual – la emisión de 126 millones de acciones serie - A de Pampa Calichera que es solo uno de los casos. Ya este hecho, por sí solo –es suficiente para refutar la falacia argumental esgrimida por la defensa del Sr. Ponce. Pero, además, como veremos a continuación, y por dos razones adicionales, este argumento convocado por la defensa de Ponce Lerou, tampoco se sustenta en la evidencia disponible sobre la situación financiera de las sociedades Cascada.

⁴² La transacción mencionada fue descrita en el caso N° 3, cuando en abril de 2009, Oro Blanco decide vender el 20% de sus posiciones en acciones de Calichera – A.

⁴³ Este mismo tipo de argumentos fueron utilizados en los descargos ante la SVS, como se aprecia en la siguiente cita de la Resolución Sancionatoria: 128.- “En cuanto a esto último, en los descargos se indica que “En esta situación extrema, las sociedades deudoras se vieron obligadas a vender activos. En efecto, y como se explicará más adelante, Oro Blanco tuvo que vender 126 millones acciones de Calichera-A, y Norte Grande y SQYA tuvieron que hacer lo propio con 2.022 millones acciones de Oro Blanco cada una, para con dichos fondos aumentar la liquidez y hacer frente a las deudas del grupo.”

51.- Primero que nada, es innegable que la crisis financiera mundial de esos años fue muy grave y es también efectivo que hubo una crisis de liquidez global, que se transmitió al sistema bancario nacional. Sin embargo, esta crisis no parece haber afectado mayormente a SQM - como tampoco a sus sociedades controladoras – por lo que se indica en diversos documentos originados en las sociedades Cascada durante esa época. Por ejemplo, **las actas de las sesiones de directorio muestran que el Gerente General de las Cascada – recuérdese que es una misma persona la que desempeñaba todos los cargos de gerencia general – prácticamente no hace mención a la crisis financiera**, como lo revelan las siguientes citas:

- a) En la sesión de directorio de Oro Blanco de fecha 18 de junio de 2008, se indica que el gerente general de la compañía manifestó que: *“...diversos ‘research’ emitidos por analistas del sector, tanto nacionales como internacionales, estiman que nuestra principal fuente de ingresos, los dividendos entregados por SQM, podrían verse incrementados en el tiempo en razón de los buenos resultados esperados, especialmente por las alzas de precio de los fertilizantes.”*
- b) En la sesión de directorio de Oro Blanco fecha 29 de octubre de 2008, se puede leer: *“Posteriormente el Gerente General realizó un análisis respecto del comportamiento mostrado por el valor de bolsa de las acciones de la compañía, y el impacto producido en dicha valorización por la crisis financiera internacional.”*⁴⁴
- c) En Pampa Calichera ocurre algo similar; en la sesión de directorio de fecha 29 de octubre de 2008, se registra lo siguiente: *“Finalmente, el Gerente General realizó un análisis respecto del comportamiento mostrado por el valor de bolsa de las acciones de la compañía, y el impacto producido en dicha valorización por la crisis financiera internacional.”*

Salvo, por lo mencionado en estas citas, no se constatan otras referencias a la crisis sub prime en las sesiones de directorio de Oro Blanco.⁴⁵ Por otra parte, en la memoria del año 2008 de Pampa Calichera, su presidente, Julio Ponce Lerou, hace mención a la crisis financiera sin asignarle necesariamente un efecto negativo en los resultados de dicha empresa, tal como lo enseñan las siguientes citas:

- d) *“Este período estuvo marcado por el logro de resultados históricos para nuestra Empresa basado en la estrategia de inversión focalizada en SQM. Cabe destacar que durante 2008 SQM mostró un aumento considerable de sus utilidades, las que se elevaron a US\$501,4 millones, cifra que se compara favorablemente con los US\$108 millones alcanzados en 2007. Otro logro destacable del ejercicio fueron las modificaciones realizadas a las condiciones del bono de Calichera, las que, contando con más de un 98% de aprobación por parte de los tenedores de bonos, permiten a Calichera aumentar el pago de dividendos a sus accionistas hasta el equivalente al 90% del flujo de caja disponible.*

⁴⁴ Resolución Sancionatoria numeral 174.

⁴⁵ Resolución Sancionatoria numeral 175.

e) *En el complejo escenario económico actual la solidez financiera de Calichera hace aún más destacable sus logros. Nuestra estrategia de inversión, consolidada en un sector privilegiado debido a su menor exposición a la crisis internacional que hoy afecta a los diversos mercados, permite proyectarnos hacia adelante con confianza y afianzar el compromiso adquirido con nuestros accionistas desde los inicios de Calichera S.A.*⁴⁶

Respecto a 2009, que es el año en que se venden los 126 millones de acciones de Pampa Calichera a los que se refiere la defensa de Julio Ponce Lerou en la cita del numeral 48 precedente, la información disponible en los documentos emitidos por las compañías contradicen lo afirmado por esa defensa. Considérese, por ejemplo, la Memoria Anual de Norte Grande en 2009 en que Ponce Lerou dice, y cito:

f) *“En un contexto marcado por la incertidumbre y la inestabilidad de los mercados a nivel internacional, Norte Grande S.A. logró un incremento histórico de sus utilidades, las que se elevaron en un 380% en relación al monto alcanzado en 2008 y ascendieron a MUS\$ 382.187.”*⁴⁷

Éstas utilidades récord se lograron en el año inmediatamente después del año record de 2008, cuando la crisis “sub prime” ya azotaba al mundo.

52.- Finalmente, complementando lo anterior, se cuenta con la opinión de analistas independientes externos a las sociedades Cascada – como es la clasificadora de riesgo Standard and Poor’s - respecto al impacto de la crisis en las compañías.

Pues bien, la revisión de los informes de clasificación de riesgo de Standard & Poor’s para Pampa Calichera de fechas 10 de septiembre de 2007, 25 de marzo, 27 de junio y 21 de noviembre, todos de 2008, y de fechas 25 de marzo, 27 de abril, 2 de noviembre, todos de 2009, y de 28 de mayo y 6 de diciembre de 2010, no muestra referencia alguna al efecto de la crisis financiera en Pampa Calichera.⁴⁸

53.- Como se puede apreciar, diversas fuentes documentales muestran una situación absolutamente opuesta a la situación descrita por la defensa de Julio Ponce Lerou. Más aun, en esa época Ponce Lerou se jactaba del “aumento considerable de las utilidades” de SQM y de la “solidez financiera” de su matriz, desdeñando el posible impacto negativo del “complejo escenario económico actual”. **Es evidente que en 2008 y 2009, Ponce Lerou tenía motivos sobrados para estar contento con los resultados financieros de SQM y de sus sociedades Cascada ya que las ganancias obtenidas en 2008 eran las mejores desde el inicio de la compañía y las del 2009 fueron aún mejores.**⁴⁹

⁴⁶ Resolución Sancionatoria numeral 156

⁴⁷ *Carta del Presidente, Memoria Anual Norte Grande S.A., 2009, página 7.*

⁴⁸ Resolución Sancionatoria numeral 194

⁴⁹ Resolución Sancionatoria numeral 172.

54.- El otro punto del argumento respecto a la crisis financiera de 2008, en la defensa de Ponce Lerou, tiene que ver con el Credit Watch negativo de Standard and Poor's en referencia al bono internacional colocado por Pampa Calichera en 2007. Al respecto, la SVS resume la situación en los siguientes términos⁵⁰, y cito:

“Con fecha 27 de junio de 2008 Standard & Poor's asignó “Credit Watch” negativo a Pampa Calichera, justificando dicha decisión en lo siguiente (traducción propia):

“El Credit Watch está basado en el considerable monto de deuda obtenida por las compañías holding controladoras que se encuentran por sobre Pampa que fue usado para fortalecer la participación del Sr. Julio Ponce en Pampa. Esas transacciones incluyeron la adquisición de diversas participaciones minoritarias así como la adquisición del 49% de la participación de YARA International en Inversiones SQYA, la compañía controladora de Pampa. Luego de estas adquisiciones, el Sr. Ponce –a través de Inversiones SQYA y sus filiales, Norte Grande y Oro Blanco- incrementó su participación en Pampa Calichera a 70,37% desde 25,13%.”

En opinión de Standard & Poor, como directa consecuencia de estas transacciones, Pampa enfrentará significativas presiones financieras para hacer fluir caja a su estructura controladora, y por lo tanto seguiremos un modelo consolidado para determinar el impacto de la calidad crediticia de Pampa. Eficazmente, el flujo de caja de Pampa será la fuente para el pago de toda la deuda contraída por las sociedades sobre ella. Adicionalmente, dado que esta nueva deuda de la estructura controladora de Pampa esta colateralizada con acciones de esas compañías, pensamos que el Sr. Ponce tiene fuertes incentivos para no perder el control de aquéllas, lo que puede significar el deterioro de la calidad crediticia de Pampa por hacer fluir tanta caja como sea necesario, de ser posible, esto con tal de evitar el default de las compañías que componen su estructura controladora. (...)”

Sin embargo, la situación cambia favorablemente hacia fines de 2008. Nuevamente citaré a la SVS en la Resolución Exenta N° 223 (numerales 196 y 197) respecto a un comunicado de Standard and Poor's:

196.- Mediante comunicación de fecha 21 de noviembre de 2008, Standard & Poor's comunicó que había retirado el Credit Watch negativo, aduciendo para ello lo siguiente: “(...) Pampa ha logrado el consentimiento para transferir flujo a su estructura controladora en orden de servir aquellas deudas (...).Adicionalmente, el 20 de noviembre de 2008, Inversiones SQ S.A.- controladora final de la estructura controladora de Pampa- anunció que, si el consentimiento es otorgado, reducirá la deuda de las sociedades controladoras de Pampa hasta US\$ 170 millones durante el 2009. En nuestra opinión, las mejoras estructurales y la reducción de la deuda compensarían los cambios propuestos a un nivel de rating BB-, incluso si la capacidad de Pampa para generar caja se viera de alguna manera afectada como resultado.”

⁵⁰ Resolución Sancionatoria numeral 195.

197.- En el informe del 2 de noviembre de 2009 se indica (traducción propia): “...Los factores mitigantes son el control de Pampa sobre la política de dividendos de SQM, la robustez de SQM para generar dividendos, y el relativo buen acceso del grupo al mercado de financiamiento.”(lo destacado es nuestro). En este mismo informe se señala: “La liquidez consolidada de Pampa es adecuada. Al 28 de octubre de 2009, el balance de caja del grupo es cercano a US\$ 120 millones, principalmente al nivel de Pampa. Consideramos este balance de caja inusualmente alto, reflejando los ingresos de oportunidades de venta de Pampa de acciones SQM-B durante octubre. No esperamos que el grupo se mantenga inusualmente líquido, considerando que su estrategia de inversión son activos que son parte de la cadena de control de SQM”.

Como se puede apreciar, los dichos de la clasificadora de riesgos Standard and Poor’s contradicen a la defensa de Ponce Lerou: el Credit Watch negativo fue declarado a mediados de 2008, pero no es la razón por la cual se hicieron las operaciones bursátiles objetadas a partir de fines de 2008, ya que a esa fecha dicho Credit Watch ya había sido levantado.

55.- Por otra parte, Standard and Poor’s constató un “balance de caja inusualmente alto” y pronostica: “no esperamos que el grupo se mantenga inusualmente líquido, considerando que su estrategia de inversión son activos que son parte de la cadena de control de SQM”.

Para entender el peso de esta frase hay que considerar que las clasificadoras de riesgo conversan, como procedimiento habitual, con los ejecutivos principales de las compañías sobre las que emiten opinión y por ende, se puede suponer que dicho pronóstico vendría del gerente general de las sociedades Cascada. Sin un pronunciamiento de la gerencia de las Cascada en dicho sentido, la frase no habría sido materia del comunicado. Lo que se dice anticipa las operaciones bursátiles posteriores que orquestarían Ponce Lerou, Motta Camp y Contesse Fica.

56.- En resumen, **del examen documental se puede concluir que las operaciones bursátiles objeto de las sanciones de la SVS -- y materia de la demanda de Provida -- no se debieron a las presiones de la crisis financiera global de esos años sobre las sociedades Cascada o del Credit Watch de Standard and Poor’s respecto a Pampa Calichera**, por lo cual, estos argumentos de la defensa de Julio Ponce Lerou relacionando la crisis financiera con las operaciones bursátiles, particularmente después de 2008, son falsos.

57.- La segunda línea de defensa, que repetiré para mayor claridad, plantea que “*las operaciones que se cuestionan no han vulnerado ninguna norma de la Ley de Sociedades Anónimas, así como tampoco las reglas generales sobre responsabilidad, por lo que son lícitas.*”

4.1 Fueron acordadas o ejecutadas por los órganos societarios correspondientes

4.2 Fueron realizadas en el mejor interés de cada sociedad y también del conjunto de ellas

4.3 Se ejecutaron a valores de mercado

4.4 Se llevaron a cabo con estricta sujeción a las normas legales y reglamentarias que regulan las operaciones bursátiles.

5. No existe perjuicio”

A continuación, analizaré esta línea de defensa punto a punto, lo que me permitirá aportar antecedentes adicionales y contestar la segunda interrogante.

“Fueron acordadas o ejecutadas por los órganos societarios correspondientes”.

58.- Para analizar este argumento es necesario contextualizar la forma de operar de la administración de las sociedades Cascada y es importante comenzar esta contextualización diciendo que las Cascada son “sociedades de papel”.

A modo de ilustración considérese el siguiente texto proveniente de la Memoria Anual 2011 de Potasios⁵¹ respecto al funcionamiento de la sociedad:

“Remuneración del Directorio y Administración

No se pagaron remuneraciones al directorio durante el ejercicio 2011.

Administración y Personal

La Sociedad es administrada por un Directorio conformado por miembros que se renuevan cada tres años, pudiendo ser reelegidos en sus cargos, siendo su ejecutivo principal el Gerente General. Solo tiene contratado directamente al Gerente General. Las funciones administrativas, financieras y contables son atendidas mediante un contrato de outsourcing suscrito con la firma SAC S A.” (fin de la cita)

El directorio de Potasios estaba conformado, en diciembre de 2011, por las siguientes personas (indicándose entre paréntesis su relación de consanguinidad con Julio Ponce Lerou):

Presidente	Julio Ponce Lerou
Director	Luis Eugenio Ponce Lerou (hermano)
Director	Patricio Phillips Saenz
Director	Aldo Motta Camp
Director	Kendrick Taylor Wallace
Director	Julio Ponce Pinochet (hija)
Director	Francisca Ponce Pinochet (hijo)
Gerente General	Patricio Contesse Fica

Como se puede apreciar, Ponce Lerou y sus familiares tenían mayoría en el directorio. Aldo Motta Camp era simultáneamente director de Potasios y gerente general de las demás sociedades Cascada. Las funciones administrativas, financieras y contables eran atendidas por SAC SA, una sociedad relacionada a Julio Ponce Lerou. Patricio Contesse Fica es hijo de

⁵¹ Memoria Anual de Potasios, p.66

quien era en ese momento gerente general de SQM y es nombrado gerente general de Potasios⁵² cuando la compañía comienza a operar.

59.- La situación era similar en todas las sociedades Cascada. Como ha sido mencionado reiteradamente Julio Ponce Lerou presidía todos los directorios (ver anexo 1). Como accionista controlador, Ponce Lerou nombraba a la mayoría de los directores de las sociedades Cascada – entre ellos familiares directos - no habiendo directores independientes designados con los votos de las AFP hasta 2012 (con posterioridad a las operaciones bursátiles cuestionadas en la Resolución Sancionatoria).

60.- Por otra parte, respecto a la gerencia general, Aldo Motta Camp fue gerente general de todas las sociedades Cascada, simultáneamente, entre 2009 y 2014, salvo Potasios. Esta última, fue fundada en agosto de 2011 a partir de la división de Pampa Calichera, como una forma de eludir las restricciones existentes al endeudamiento de Pampa Calichera (por la emisión previa de un bono internacional). Además, Motta Camp fue gerente general de Inversiones SQ S.A. y SQYA S.A. - sociedades relacionadas de propiedad de Julio Ponce Lerou - entre agosto 2009 y mediados de 2011, manteniéndose como gerente de inversiones de SQYA SA hasta marzo del 2012.

61.- Debo aclarar que todo lo descrito en los puntos anteriores es inobjetable desde el punto de vista de la ley de Sociedades Anónimas. Sin embargo, **cabe preguntarse si en las sociedades Cascada existían las condiciones para que se respetaran los principios básicos de buen gobierno corporativo, como que en las decisiones de negocios hubiera ausencia de un interés personal y se estuviera actuando de buena fe en la búsqueda del interés social.**

La división societaria de Pampa Calichera – en que se crea Potasios - confirma el estilo que caracterizó a la administración de las sociedades Cascada en esos años: frente a una restricción, se buscaba eludirla, respetando las formas aunque no el fondo del asunto. Además, este episodio evidencia que hay un tema de fondo respecto al gobierno corporativo de las sociedades Cascada: la infracción a los deberes de lealtad y de cuidado hacia los accionistas minoritarios de los demandados. Dicho análisis sigue a continuación.

62.- De la documentación se desprende que las operaciones cuestionadas - los casos N°1 al 5 - cumplieron con las formalidades esperadas de una transacción bursátil, en cuanto a que hubo intermediación de corredores de bolsa, hubo difusión y liquidación de las operaciones,

⁵² En la página 14 de la contestación de Contesse Fica de fecha 29 de octubre de 2015 se hace ver que hay un error en la demanda de Provida, al imputarle a Contesse Fica responsabilidad en la operación inicial del caso N° 5, de marzo de 2011, cuando Oro Blanco vende 163 millones de acciones de Calichera – A en bolsa a distintas personas en \$726 pesos por acción, por el hecho simple que Potasios fue constituida el 24 de agosto de 2011. Esto es efectivo. Sin embargo, Contesse Fica sí era el gerente general de Potasios cuando esta sociedad Cascada compra 195 millones de acciones a un precio promedio ponderado de \$1.061 pesos por acción a principios de noviembre de 2011, por lo que efectivamente participó en el caso.

cumpliendo con las formalidades de la Ley de Mercado de Valores, Reglamentos de las Bolsas de Valores y demás normas que regulan la ejecución de operaciones bursátiles. No obstante lo anterior, **dicho cumplimiento formal, no garantiza que no se haya abusado o hecho un mal uso de las normas antedichas, pudiendo haber actuado de mala fe o con el propósito de llevar a cabo las operaciones en forma aparentemente legal, pero quebrantando los principios de la buena fe, competitividad, orden y transparencia en que descansa el mercado de valores, que resumidamente es la fe pública comprometida.**

63.- Contrariamente a lo señalado por el profesor Chester Barnard al decir que: “la mayoría de las decisiones gerenciales no dejan evidencias directas de sí mismas”⁵³, en dos casos descritos en la Resolución Sancionatoria hay descripciones de operaciones bursátiles que muestran a la administración de las sociedades Cascada – Julio Ponce Lerou y Aldo Motta Camp - dejando huellas de su forma de proceder y de sus reales intenciones.

a) El primer caso en cuestión es el siguiente: en los meses de diciembre 2010 y enero 2011 se efectuaron múltiples operaciones de compraventa de títulos de SQM - A entre Oro Blanco y Pampa Calichera, como preclara a las transacciones descritas en el caso N°5. Así fue como, el día 23 de diciembre de 2010, Pampa Calichera ordenó a Larraín Vial vender 2.500.000 acciones de SQM-A, y Oro Blanco le ordena comprar esas mismas acciones; el día siguiente, 24 de diciembre de 2010, se ejecuta una operación en reversa. Con fecha 14 de enero de 2011, Pampa Calichera dio orden de vender 2.500.000 acciones de SQM-A y Oro Blanco de comprarlas; menos de 3 días después, el 17 de enero darían la orden de hacer la operación inversa.⁵⁴ El objetivo de estas transacciones fue generar utilidades para Pampa Calichera a través de registrar contablemente la diferencia entre el valor histórico de los títulos de SQM-A en la contabilidad de Pampa Calichera versus el valor que esas acciones tenían en el mercado los meses de diciembre de 2010 y enero de 2011. Estas transacciones permitían generar una utilidad contable para Pampa Calichera, que mejoraría sus covenants financieros y eventualmente le permitiría pagar dividendos. Ahora bien, este propósito de la administración se vio frustrado ya que la firma auditora externa, Ernst & Young, rechazó el registro contable de las utilidades por no ser operaciones realizadas con terceros. En abril del mismo año, la junta de accionistas de Pampa Calichera (controlada por Ponce Lerou) reemplazó el servicio de auditoría externa por parte de Ernst & Young, que fue cambiada por PwC.

b) El segundo caso, esta vez entre Norte Grande y Pampa Calichera con acciones de SQM –B, se inicia los días 25 y 26 de enero de 2011, en que Norte Grande vendió 1.276.424 acciones de SQM-B a \$26.200 por acción (aproximadamente US\$69 millones de dólares), en 8 operaciones OD con difusión de 3 a 5 minutos, en que el comprador fue Banchile Corredores de Bolsa SA. Pocos minutos después dichas acciones fueron vendidas por

⁵³ Chester I. Barnard, 1968. *The Functions of the Executive*. Cambridge, MA: Harvard University Press, p. 193.

⁵⁴ Resolución Exenta N° 223, SVS, pp. 213 y 214, punto 1.

Banchile, como parte de un paquete mayor de 1.460.230 acciones, a una sociedad de inversión vinculada a Roberto Guzmán Lyon en \$26.237 (aproximadamente US\$79 millones de dólares). El 9 de febrero de 2011, es decir un par de semanas después, la sociedad vinculada a Guzmán Lyon vendió a Pampa Calichera ese paquete de acciones a \$28.050 por acción, con un incremento de 7% sobre el precio al que había vendido Norte Grande y un 6.6% por sobre el precio de cierre del mercado ese día.⁵⁵

Dado lo complejo de las transacciones y para mayor claridad, a continuación se muestra el detalle de las operaciones de venta y recompra de las acciones SQM-B y las referencias específicas en el Oficio Reservado N° 633 de la SVS de estas operaciones:

Resumen de Transacciones de Venta y Recompra de Acciones SQM – B por Sociedades Cascada

Fecha	Vendedor	N° Acciones	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones	Ref. OR 633
25-01-2011	Norte Grande	1.262.178	Banchile	26.200	1.262.178	1126
26-01-2011	Norte Grande	16.000	Banchile	26.200	16.000	1127
			Total	26.200	1.278.178	
	Total Ventas Norte Grande			26.200	1.278.178	
Fecha	Vendedor	N° Acciones	Comprador	Precio (\$)	N° Acciones	Ref. OR 633
25-01-2011	Banchile	1.460.230	Silvestre	26.237	1.460.230	1128
09-02-2011	Silvestre	2.865.154	Pampa Calichera	28.050	2.865.154	1136 - 1137
	Total Compras Pampa Calichera			28.050	2.865.154	

Como se puede apreciar, si Norte Grande hubiera vendido directamente a Pampa Calichera las acciones de SQM – B a un precio de \$28.050, habría obtenido una utilidad de \$1.850 por acción (diferencia entre \$28.050 y \$26.200). Al no hacerlo, la venta de las 1.276.424 acciones produce un perjuicio económico total de \$2.361.384.400. La ganancia bruta de las sociedades vinculadas a Guzmán Lyon fue de \$2.314.156.712 (dos mil trescientos catorce millones ciento cincuenta y seis mil setecientos doce pesos).

Ponce Lerou y Motta Camp - quienes administraban simultáneamente Norte Grande y Pampa Calichera - debieron haber conocido en el ejercicio de sus cargos la situación de liquidez de Pampa Calichera con una anticipación de dos semanas de plazo a la transacción final de la operación. Ellos pudieron haber orquestado, con financiamiento bancario de corto

⁵⁵ # 1125 a # 1154 del Oficio Reservado # 633 de la Superintendencia de Valores y Seguros de fecha 6 de Septiembre de 2013.

plazo o vía una cuenta corriente mercantil, las transacciones en forma directa entre las sociedades Cascada sin necesidad de usar de intermediario a una sociedad vinculada.

Por lo tanto, Ponce Lerou y Motta Camp perjudicaron a sus accionistas minoritarios doblemente:

- a) no compraron a un menor precio –dejando pasar una oportunidad de negocio - y,
- b) pagaron costos de transacción innecesarios.

En los otros 5 casos ejemplificados por la demanda de Provida ocurre exactamente lo mismo.

64.- Las operaciones descritas en el numeral anterior son formalmente válidas. Sin embargo, son transacciones en que existía una falta de intención de transferir el dominio, de modo que el cumplimiento de las formalidades de las transacciones bursátiles no impidió que se intentara abultar de manera ilegítima las utilidades contables de Pampa Calichera o se drenara de caja a la misma compañía en beneficio de una vinculada.

65.- En base a lo anterior, se puede preguntar cuál fue el rol de los directorios de Oro Blanco, Norte Grande y Pampa Calichera ya que si aprobaron estas operaciones, fueron negligentes y faltaron al debido cuidado. Por otra parte, si dichas operaciones no fueron autorizadas por los directorios, las operaciones bursátiles cuestionadas “no fueron acordadas o ejecutadas por los órganos societarios correspondientes” como sostiene la contestación de la defensa de Julio Ponce Lerou y demás demandados.

La Resolución Sancionatoria se inclina por la segunda explicación cuando dice : “*que el directorio de Pampa Calichera habría sido informado recién en el mes de marzo de 2011 de la objeción realizada por los auditores externos*”⁵⁶ y que “*las sociedades Cascada eran endeudadas o se hacían aumentos de capital sin consideración a un proyecto de inversión específico y las decisiones de compra y venta de acciones rara vez eran justificadas en las actas de las reuniones de directorio (como tampoco lo fueron en los descargos de los involucrados)*”. Mas abundamiento, en la Resolución Sancionatoria Aldo Motta Camp reconoce la forma personalista en que se administraba las sociedades a su cargo SQ y SQYA y los deficientes sistemas de control ex ante existentes en las Cascada⁵⁷

66.- Ante la falta de aprobaciones explícitas de los órganos societarios correspondientes a las operaciones bursátiles de la administración (Ponce Lerou, Motta Camp y Contesse Fica), no es de sorprender que el “ambiente de gestión”⁵⁸ fuera permisivo y con controles laxos,

⁵⁶ Resolución Exenta N° 223, pp. 224

⁵⁷ Resolución Exenta N° 223, pp. 360 , párrafo 415 describe una de las operaciones de Norte Grande y afirma que los descargos de Ponce Lerou y Motta Camp: “no entregan antecedentes de por qué resultaba ser necesario el aumento de Capital de Norte Grande”.

⁵⁸ Traducción de la expresión inglesa “tone at the top” que se utiliza para describir el ambiente de cumplimiento y de control interno en las compañías; este término fue muy usado en las discusiones de

en que los directorios no cumplían su rol de monitorear las actuaciones de la gerencia general, al extremo que Motta Camp tenía atribuciones para comprar y vender acciones - sin consulta al directorio - por montos muy importantes (hasta US\$ 20 millones de dólares).⁵⁹ Es decidor, por ejemplo, considerar el hecho que en la operación con acciones de SQM – A descrito en el numeral #63 (a) precedente, tal como se describe en la declaración de la defensa de Larraín Vial, esta corredora dice haber sido instruida para ejecutar las transacciones por el representante legal de las sociedades - Aldo Motta Camp - y que el directorio de Pampa Calichera habría sido informado recién en el mes de marzo de 2011 de la objeción realizada por los auditores externos.⁶⁰ Ante una situación como la descrita es evidente que el directorio cumplía un rol meramente formal respecto a las obligaciones emanadas de la LSA.

67.- Otra consideración importante es que las operaciones bursátiles descritas como casos 1 al 5 en la demanda de Provida, solo pudieron ocurrir en una situación en que las mismas personas manejaban ambas puntas de las operaciones. Como se ha dicho anteriormente, las sociedades Cascada controladas por Julio Ponce Lerou y administradas por Aldo Motta Camp y Patricio Contesse Fica actuaban como compradoras y vendedoras de las acciones, lo que no garantizaba la defensa de los intereses de los accionistas minoritarios.

68.- En pocas palabras, las decisiones en todas y cada una de las sociedades Cascada estaban indiscutidamente en manos de Julio Ponce Lerou, quien a su vez contaba con Aldo Motta Camp y Patricio Contesse Fica para la ejecución de sus decisiones.⁶¹

En estas circunstancias, qué duda cabe que el ‘modus operandi’ relatado en los casos N° 1 al 5 surge de la interacción de Ponce Lerou, Motta Camp y Contesse Fica, y la participación activa de Roberto Guzmán Lyon y sus sociedades. Todos ellos se beneficiaron de las operaciones como se describió en el N°45 de este informe.

la ley Sarbanes Oxley que reformó las prácticas de gobierno corporativo y control interno en EE.UU después de los escándalos corporativos de Enron, WorldCom, etc.

⁵⁹ Resolución Exenta N° 223, numeral 773.- “Así, y a partir de lo declarado por el Sr. Motta -que ejerció el cargo de gerente general de las Sociedades Cascada y de las sociedades controladoras de éstas de manera conjunta-, se debería entender que para las sociedades controladoras de las Sociedades Cascada, esto es, Inversiones SQ e Inversiones SQYA, el Sr. Julio Ponce Lerou se constituía en el exclusivo administrador de dichas sociedades prescindiendo del directorio de esas compañías y de su gerente general, pero por el contrario, en el caso de las Sociedades Cascada, el Sr. Motta tomaba las decisiones de inversión y financiamiento, a partir de políticas impartidas por los respectivos directorios. 774.- Según las declaraciones del Sr. Motta, coexistirían dos formas distintas de gestión, la primera unitaria o personalista para el caso de las sociedades controladoras de las Sociedades Cascada, en que el Sr. Julio Ponce Lerou tomaba todas las decisiones de aquellas, y otra más organizacional en que el gerente general adoptaba las decisiones, en base a políticas establecidas por el directorio.”

⁶⁰ Resolución Exenta N°223, pp. 214.

⁶¹ Una comprobación anecdótica de lo concentrado del poder en las sociedades cascada radica en el hecho que todas las sociedades estaban domiciliadas en un mismo piso en el edificio corporativo de SQM.

69.- Por lo tanto, se puede concluir que **hay evidencias que en las operaciones bursátiles cuestionadas, la administración de las sociedades Cascada no cumplió más que formalmente con las exigencias de la Ley de Sociedades Anónimas, ya que decisiones de relevancia no fueron acordadas o ejecutadas por los órganos societarios correspondientes. Más aun, hay evidencias de actuaciones de la administración en que se actuó con mala fe para intentar falsear las utilidades y para drenar de caja el patrimonio de las sociedades. Por ello, el argumento de la defensa no se sustenta en los hechos.**

“Fueron realizadas en el mejor interés de cada sociedad y también del conjunto de ellas”

70.- Las defensas de Ponce Lerou⁶² y Motta Camp⁶³ repetidamente plantean que las operaciones en cuestión tuvieron como propósito lograr el ‘interés social’ del grupo de sociedades Cascada. Por ello, en el argumento de Julio Ponce Lerou y Aldo Motta Camp, las sociedades Cascada eran endeudadas - y/o se veían obligadas a hacer aumentos de capital - con el objeto de dotarlas de liquidez para intervenir en el mercado comprando acciones de SQM o de otra sociedad Cascada cuando fuera necesario. De ese modo, por la presión del sobreendeudamiento⁶⁴ se justificaba que las sociedades Cascada se diluyeran en su propio capital accionario (oportunidad que aprovechaban las sociedades relacionadas, vinculadas o instrumentales para comprar).

71.- La defensa de Aldo Motta Camp explicita el sacrificio del interés social individual de las sociedades Cascada en favor del interés del grupo de sociedades, en los siguientes términos⁶⁵: *“La lógica que subyace a la estructura de propiedad al interior de las sociedades Cascada, encuentra su fundamento en un modelo que le permita a la administración de cada una de ellas mantener el control de su filial inmediatamente inferior, de forma tal que sea posible, a su vez, mantener el control y participación directa e indirecta en SQM, flujo y activo final. Así, el interés social de Norte Grande es mantener el control de Oro Blanco, en la medida que ello sea financiera y económicamente viable para Norte Grande; el interés social de Oro Blanco es mantener el control de Pampa Calichera, en la medida que ello sea financiera y económicamente viable para Oro Blanco; y el interés social de Pampa Calichera es mantener*

⁶² Resolución Exenta 223, pp. 51 párrafo 79: “...las sociedades tienen como finalidad ser un vehículo indirecto de inversión en SQM, destinado a mantener el control de esta compañía en orden a generar a sus accionistas réditos mayores a los que se obtendrían invirtiendo directamente en el activo subyacente”.

⁶³ Resolución Exenta 223, pp. 81, párrafo v: “demostraré que todas las operaciones cuestionadas siempre tuvieron por objetivo y propósito final mantener el modelo de control estructurado bajo el esquema de Sociedades Cascada, o que algunas veces exigió – por razones que se indicarán – vender acciones algunas de estas sociedades para luego volverlas a comprar, en la idea final de no afectar el interés social –control del activo SQM – asociado al modelo así estructurado”.

⁶⁴ Ver referencia al sobre endeudamiento de las sociedades cascadas como justificación de las operaciones cuestionadas en los descargos de Ponce Lerou en la página 329 de la Resolución Exenta N° 223.

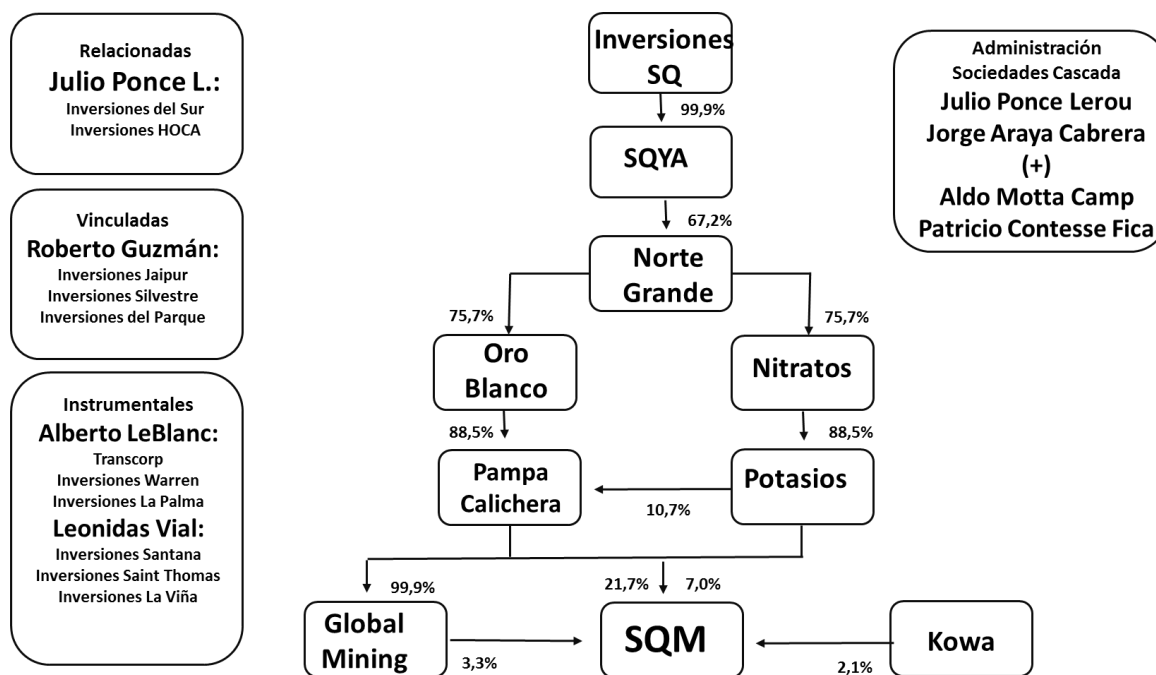
⁶⁵ Defensa de Motta Camp en juicio de Provida, pp. 23, 24, 25.

el control y su participación en el flujo de SQM, en la medida que ello sea financiera y económicamente posible”. Y continúa: “Así las cosas, todas las operaciones de mi representado, las realizó con vistas a este interés social, consciente de que la pérdida de control de cualquiera de las sociedades integraría la propiedad directa e indirecta de las Sociedades Cascada respecto del activo final de todas ellas, como son las acciones de SQM, con la consiguiente pérdida de valor para todos los accionistas”.

En breve, las sociedades Cascada no podían perder el control sobre SQM, que es el activo que finalmente sustenta toda la cadena, aunque en ello perdieran dinero.

72.- Por otra parte, cuando se afirma en los descargos de Motta Camp que el “objetivo social” – de mantener el control del activo SQM – prevalecía sobre el objetivo individual de maximizar los réditos en las sociedades Cascada individuales, el argumento no considera que las sociedades Cascada tenían distintas proporciones de accionistas minoritarios y estos, a su vez, podían ser personas distintas. **Estas dos asimetrías hacen que el argumento de la defensa de Motta Camp sea no solo equivocado sino que infringe la LSA que indica que los directores y ejecutivos se deben a la sociedad y no a quienes los eligieron.**

La explicación de la afirmación anterior es simple si se considera nuevamente el grafico del párrafo N° 9 de este informe, que para mayor facilidad de comprensión se repite más abajo en que se observa las estructuras accionarias de las sociedades Cascada:



Como se puede ver, la composición del capital entre las sociedades cascada varía fuertemente. Mientras que en Norte Grande los accionistas minoritarios tienen un 32,8% del capital, en Oro Blanco los accionistas minoritarios tienen un 24,3% y en Pampa Calichera los

accionistas minoritarios tienen un 11,5%. ¿Qué significa esto en un contexto en que en las transacciones algunas sociedades Cascada ganan y otras pierden? La respuesta es obvia, se está traspasando utilidades (o pérdidas) de unos accionistas minoritarios a otros. Veamos un ejemplo en el acápite siguiente.

73.- Por ejemplo, en el caso #3, el 15 de mayo de 2009, en una operación con 22 horas de difusión previa y por el equivalente aproximado de US\$133 millones de dólares, Oro Blanco vendió acciones de Calichera – A, a \$576 pesos, aduciendo restricciones de efectivo. Esas acciones fueron compradas por Saint Thomas (hoy Rentas ST Limitada)⁶⁶ y Santana – ambas instrumentales de Leonidas Vial Echeverría – y por Silvestre, Inverpar y Jaipur - sociedades vinculadas a Guzmán Lyon.⁶⁷ Respecto a esta operación, la SVS indica que cuenta con antecedentes que SQYA, controladora de Norte Grande y de propiedad de Julio Ponce Lerou, acordó la entrega de activos en garantía para procurar que Roberto Guzmán Lyon, a través de Silvestre, consiguiera financiamiento para esta operación. Las razones por las que SQYA no dio estas garantías directamente a Oro Blanco, no las sabemos, salvo que en los hechos se favoreció a la sociedad vinculada.

En todo caso, con los fondos obtenidos en la operación, Oro Blanco prepagó una deuda que tenía con Norte Grande, que a su vez canceló deudas con el Banco de Chile y BCI, de modo que gracias a la venta de acciones de Calichera – A de propiedad de Oro Blanco, Norte Grande terminó pagando sus pasivos. Los cambios en el endeudamiento de las sociedades Cascada involucradas deben haber producido efectos patrimoniales – positivos y negativos – para los accionistas minoritarios de Norte Grande y Oro Blanco.

74.- Como se ve en este caso, además de compras y ventas de acciones se prepagan deudas de sociedades Cascada distintas, en que hay participaciones diferentes en la propiedad por parte de los accionistas minoritarios. Por lo tanto, entendiendo que en el mundo económico la ganancia de uno se hace a costa de la pérdida de otro, en lo que en la ciencia económica se denomina una suma cero, no era igual ser accionista de una Cascada u otra y cualquier transacción entre ellas tendrá efectos distintos. Estas asimetrías en la propiedad de las sociedades Cascada desafían la racionalidad financiera/económica de las operaciones de venta y recompra - en un breve tiempo - por el todo o parte de unas mismas acciones, como así mismo las operaciones de endeudamiento y desendeudamiento realizadas.

75.- Desde una perspectiva jurídica, en la demanda de Provida se hace ver exactamente este mismo problema, que los accionistas minoritarios de las sociedades intermedias pueden salir perjudicados cuando se persigue el interés grupal y no el interés de la sociedad misma. Por ejemplo, en el numeral 28 y 29 de la demanda se cita a dos autores como se indica a continuación:

⁶⁶ Ver nota 8.

⁶⁷ A partir del 15 de Junio de 2009, un mes después, Oro Blanco comenzó a recomprar dichas acciones en precios de \$837 pesos (+ 45%) y que culminaron el 23 de Diciembre de 2009 a \$906 pesos (+ 57%).

- a) Muchlinski⁶⁸ señala que: *“esto significa que los directores de varias de las sociedades filiales serán en realidad un poco más que gerentes de línea que llevan a cabo los planes de negocio del grupo. Esto puede crear problemas particulares en el caso de filiales que son propiedad conjunta con accionistas minoritarios locales. Este riesgo surge dado que los directores de la filial tomarán decisiones en línea con los intereses del grupo pero que pueden afectar negativamente los intereses de los accionistas minoritarios (...) Más aún, la matriz puede, con pleno conocimiento de los directores de la filial, redirigir oportunidades de negocios de la filial para el beneficio de otras entidades del grupo y de esta forma reducir los prospectos de la filial. En todos estos casos los intereses de los accionistas minoritarios están subordinados a los intereses del grupo. Eso puede tener consecuencias sobre la responsabilidad de los directores de la filial y de la matriz bajo la legislación local aplicable.”*
 Aún más, el mismo autor antes citado destaca que: *“(…) Donde existe un grupo de facto, la entidad controladora es obligada a compensar a la entidad controlada por cualquier pérdida sufrida como resultado de la influencia de la entidad controladora sobre las actividades de negocios de la empresa”.*
- b) Kraakman, a su vez, indica que la legislación alemana contempla que: *“la matriz corporativa en grupos controladores contractuales tiene el poder de instruirle a las filiales que sigan los intereses del grupo en vez de aquellos propios e individuales de la filial. Pero, como quid pro quo, deben indemnizar a la filial por cualquier pérdida que provenga de haber actuado en interés del grupo”.* Por otra parte, este mismo autor ilustra la solución existente en la legislación italiana, que permite que las empresas matrices utilicen a sus filiales como una mera unidad de negocio, pero contempla una protección ex post que establece que *“los accionistas minoritarios de empresas filiales pueden demandar a la matriz y a sus directores, a pro rata, en los perjuicios”.*

76.- En conclusión, tanto desde el punto de vista financiero como legal, el argumento que el interés social grupal – del “conjunto” – se sobrepone al interés de cada una de las sociedades cascada, es falso. Las operaciones bursátiles cuestionadas muestran que lo que primó fue el interés particular de los demandados. Los perjuicios a los accionistas minoritarios no se compensaron.

“Se llevaron a cabo con estricta sujeción a las normas legales y reglamentarias que regulan las operaciones bursátiles” y su corolario, “se ejecutaron a valores de mercado”

77.- Los descargos de las personas demandadas por las operaciones bursátiles sancionadas por la SVS muestran una respuesta común: las transacciones se hicieron cumpliendo las normas que regulan dichas operaciones en las bolsas y se hicieron a “precios de mercado”, por lo que las trataremos juntas. Por ejemplo, así lo afirma la defensa de Ponce Lerou en el escrito presentado con fecha 29 de octubre de 2015, en la página # 16 cuando expresa: “...lo

⁶⁸ Muchlinski, Peter T., *Multinational enterprises and the law*, Oxford University press, 2007, pp.326.

único cierto es que cada operación o caso cuestionado se concretó en bolsa, que por definición, es una operación realizada en condiciones de mercado y a precio de mercado. Y ello, por la simple y sencilla razón de que la bolsa es el mercado: el lugar donde confluyen las fuerzas de la oferta y la demanda, que son las que determinan el precio.”⁶⁹

78.- Como veremos a continuación, en términos conceptuales y en la práctica, para que los “precios de mercado” en una transacción en bolsa se produzcan, se tienen que cumplir algunas condiciones específicas que no se dieron en los casos que cuestiona Provida.

79.- En la teoría económica, una transacción ocurre - es realidad - cuando una cosa cambia de propietario a un precio y por la cual hay un pago. Para que ese precio sea “de mercado” se tiene que dar una situación en que las partes involucradas ⁷⁰ – vendedor y comprador – carezcan de poder para manipular el precio, ya que existe una gran cantidad de compradores (demanda) y de vendedores (oferta), de modo que ningún comprador o vendedor individual ejerza influencia decisiva sobre el precio. Además, se debe transar un producto homogéneo (situación que se da en este caso ya que se está transando acciones), los vendedores y compradores tienen que tener información completa y no debe haber barreras de entrada o salida al mercado como tampoco problemas de reventa.

80.- Como se puede apreciar, para que haya “precios de mercado”, ningún agente – vendedor o comprador – puede tener la capacidad de afectar el funcionamiento del mercado. Las condiciones mencionadas más arriba son muy restrictivas y son muy pocos los mercados que las cumplen. Así es como hemos visto recientemente en el país que ha habido algunas situaciones en que hay “precios en el mercado” más que “precios de mercado” – una diferencia de redacción que tiene una importancia fundamental – ya que los precios en esos casos no fueron producto de la competencia, sino de la colusión. En el caso de las Sociedades Cascada, utilizando las palabras de la SVS, se constata una coordinación para dificultar la formación de “precios de mercado”, como se explicará a continuación.

81.- Concordante con lo planteado en la teoría económica, la intención del legislador y del regulador al establecer las formalidades en los mecanismos de transacción (entre ellos de los medios y plazos de difusión bursátil) es que se asegure la intervención de terceros y la libre concurrencia de los oferentes.

Como se dijo en un acápite anterior, del análisis de las operaciones bursátiles cuestionadas en la demanda de Provida me surgió el convencimiento que en todas ellas se cumplió con las formalidades legales en los mecanismos de transacción, tales como que hubo intermediación de corredores de bolsa, hubo difusión y liquidación de las operaciones, cumpliéndose con las formalidades de la Ley de Mercado de Valores, Reglamentos de las

⁶⁹ Es interesante de señalar el énfasis que denota el subrayado de la palabra “es” en esta frase. De ello se desprende que este énfasis es considerado fundamental por la defensa de Ponce Lerou.

⁷⁰ Habitualmente denominadas “puntas”.

Bolsas de Valores y demás normas que regulan la ejecución de operaciones bursátiles.⁷¹ Sin embargo, el cumplimiento meramente formal de la regulación, no garantiza que terceros participen en la cantidad y forma como para asegurar que las transacciones se produzcan a “precios de mercado”.

Como vimos en el punto anterior, para la existencia de “precios de mercado”, es crucial la concurrencia de múltiples compradores y vendedores con información completa y con posibilidad de reventa.

82.- Las dificultades para la formación de precios de mercado en las operaciones cuestionadas de las sociedades Cascada provienen del hecho que a través de otros mecanismos se levantó barreras a la entrada de terceros y a la libre concurrencia de oferentes y compradores. Como se verá a continuación, estas barreras a la entrada se producen por tres razones: la falta de liquidez de las acciones de las sociedades Cascada, los montos transados y los tiempos disponibles para el análisis de las transacciones.⁷²

83.- En los descargos de Larraín Vial - recogidos en la Resolución Exenta N° 223 - a propósito de la dificultad para los corredores de bolsa de entender los movimientos de los precios de las acciones se argumenta el problema de la poca liquidez de las acciones de las sociedades Cascada. Refiriéndose a las acciones de Norte Grande, Oro Blanco y Pampa Calichera, dice: *“mientras menos transada sea una acción tendrá un castigo”*, y continúa más adelante: *“saber, en consecuencia, el precio de una acción ilíquida presenta dificultades porque no hay un referente de mercado suficientemente representativo”*⁷³.

Más adelante plantea una frase fundamental en este análisis: *“En las acciones de baja liquidez y que se transan en lotes importantes, es difícil determinar cuál es el precio de mercado, y los precios históricos en mercados de alta volatilidad (como fueron 2008 y 2009) son un mal referente. Larraín Vial nunca tuvo razones para sospechar que los gobiernos corporativos de las sociedades cascadas pudieran eventualmente tomar decisiones en contra de su propio interés social”*.

⁷¹ En los descargos de Larraín Vial en la página 227 de la Resolución Exenta N°223 se dice explícitamente: *“Toda operación en bolsa que cumpla con las regulaciones que la SVS ha establecido para que los valores se transen en una bolsa, incluyendo los mecanismos autorizados, esta beneficiada por una presunción de que el precio resultante de la operación es de mercado y se deberá probar lo contrario”*.

⁷² La normativa de la Bolsa de Comercio de Santiago ha reglado el procedimiento a que deben sujetarse los remates de acciones, el que varía dependiendo de los valores ofertados permitiendo afectar el libre juego de la oferta y demanda de acciones. El artículo 2.3.1.2. del Manual de Operaciones de Acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, establece que si los valores ofertados son inferiores a UF300.000, éstos pueden ser inscritos, modificados o anulados hasta 30 minutos antes del inicio del respectivo remate. Si los valores ofertados superan las UF 300.000, pero son menores a UF500.000, pueden ser inscritos dentro del horario de negociación del telepregón cuando el remate se realice el día hábil bursátil siguiente. Finalmente, cuando los valores ofertados superan las UF500.000, deberán ser inscritos con a lo menos 20 horas de anticipación al horario de realización del correspondiente remate.

⁷³ Página 227 de la Resolución Exenta N°223 de la SVS.

84.- Si Larraín Vial Corredora de Bolsa S.A. – por definición una firma experta en el mercado bursátil - argumenta que *“en las acciones de baja liquidez y que se transan en lotes importantes es difícil determinar cuál es el precio de mercado”*, ¿se puede afirmar que las transacciones identificadas como los casos 1, 2, 2 bis, 3, 4 y 5 en la demanda de Provida se hicieron a “precios de mercado”?

85.-Considérese por ejemplo, que la regulación establece que el monto máximo por el cual puede efectuarse una OD automática es de 30.000 UF. Si el acuerdo entre comprador y vendedor, logrado por el corredor y sin dar a conocer la identidad reciproca de ellos⁷⁴, es por un monto mayor a ese, la regulación permite ejecutarla a través de operaciones sucesivas entre las cuales, según dispone la Norma de Carácter General N°131 dictada por la SVS, exige que se separen por a lo menos 30 segundos. Esa separación está hecha precisamente para que cualquier partícipe del mercado pueda "bloquear" por el mero expediente de hacer una oferta a un mejor precio. De hecho cuando las OD automáticas son sucesivas se hacen mucho más visibles y como tal interferibles por el mercado.

Sin embargo, en estos casos se estaban ofertando acciones de poca liquidez y copulativamente en lotes de un valor equivalente a decenas y a veces cientos de millones de dólares. Pues bien, lo lógico de esperar es que hubiera pocos compradores. Agréguese a ello el escaso tiempo de difusión de los remates, algo más de 20 horas, que dificultaba el análisis del negocio.

86.- En el análisis hay que considerar que para quienes estaban ajenos al negocio tomar la decisión de comprar el equivalente a decenas de millones de dólares en acciones de poca liquidez, es un ejercicio que requiere tiempo – varios días y tal vez semanas – para un análisis profundo y probablemente para obtener la aprobación de varios niveles jerárquicos, incluidos directorios. Ello explica que, en ocasiones, terceros eran capaces de entrar a tomar posición en las compras y ventas, incluso Provida a veces, pero en cantidades muy menores comparadas con las de las relacionadas, vinculadas e instrumentales.

Por ejemplo, como se describe en el caso N°1, cuando en junio de 2009, el directorio de Oro Blanco decidió rematar el 20% del capital social de la compañía, lo que se hizo en dos tandas de operaciones bursátiles, Julio Ponce Lerou, a través de su sociedad relacionada Inversur compró el 70 % de las acciones rematadas, en tanto Santana y St. Thomas adquirieron un 16% y el resto, un 14% se vendió a terceros. El hecho que terceros hayan comprado es usado por la defensa de Ponce Lerou como argumento para justificar las operaciones, aunque

⁷⁴ Aunque la corredora de bolsa este impedida de dar a conocer la identidad del comprador y vendedor, en la mayoría de estos casos las identidades reciprocas eran conocidas, ya quien estaba en ambas puntas era Aldo Motta Camp.

cualquier observador independiente reparará que Ponce Lerou y las sociedades relacionadas y vinculadas participaron en un 86% de las operaciones.

Un segundo ejemplo, también muy decidor, son las transacciones entre Norte Grande y Pampa Calichera con acciones de SQM – B, descritas en el numeral 63(b), que se inicia los días 25 y 26 de enero de 2011, en que Norte Grande vendió 1.276.424 acciones de SQM - B a \$26.200 por acción (aproximadamente US\$69 millones de dólares), en 8 operaciones OD con difusión de 3 a 5 minutos, en que el comprador fue Banchile Corredores de Bolsa SA. Pocos minutos después dichas acciones fueron vendidas por Banchile, como parte de un paquete mayor de 1.460.230 acciones, a una sociedad de inversión vinculada a Roberto Guzmán Lyon en \$26.237 (aproximadamente US\$79 millones de dólares).

Un tercer episodio ocurre en el caso Nº 3, con las transacciones ocurridas el 15 de mayo de 2009, en que Oro Blanco vendió en un remate con 22 horas de difusión, en un solo lote, a través de la Corredora de Bolsa Larraín Vial S.A., un total de 126.000.000 de acciones Calichera-A a un precio de \$576,1 por acción (5,7% bajo mercado), por un total aproximado de US\$133 millones de dólares. De este total, aproximadamente un 88% de los títulos fueron comprados por las sociedades Inversiones Saint Thomas (hoy Rentas ST Limitada)⁷⁵ (67.239.368 acciones), Inversiones Silvestre (31.977.536 acciones) e Inversiones del Parque (12.092.938 acciones). El resto de los títulos (14.690.158 acciones) fueron adquiridos por el mercado. A partir del 15 de junio de 2009, Oro Blanco comenzó un proceso de recompra de acciones de Calichera-A. Entre el 15 de junio y el 23 de diciembre del año 2009, Oro Blanco adquirió un total de 297.180.096 acciones a un precio promedio ponderado de \$883,87. El monto de estas operaciones alcanzó los US\$485 millones de dólares y se hicieron en varios remates a través de la corredora de bolsa Larraín Vial, en operaciones OD automáticas sin difusión y con operaciones calzadas entre las partes. Del total recomprado, aproximadamente un 86,1% se explica por títulos que fueron vendidos por las sociedades antes mencionadas: Inversiones Saint Thomas (hoy Rentas ST Limitada)⁷⁶ (144.310.217 acciones), Inversiones Silvestre (86.413.124 acciones) e Inversiones del Parque (25.010.085 acciones).

Como se puede observar, los montos de las transacciones son considerables y los plazos de difusión mínimos, por lo que en la práctica operan muy mayoritariamente las sociedades relacionadas, vinculadas e instrumentales. En esas circunstancias, las declaraciones hechas por los apoderados de Larraín Vial en el numeral #83 precedente son esclarecedoras.⁷⁷

⁷⁵ Ver nota 8.

⁷⁶ Ver nota 8.

⁷⁷ *“En las acciones de baja liquidez y que se transan en lotes importantes, es difícil determinar cuál es el precio de mercado, y los precios históricos en mercados de alta volatilidad (como fueron 2008 y 2009) son un mal referente. Larraín Vial nunca tuvo razones para sospechar que los gobiernos corporativos de las sociedades Cascada pudieran eventualmente tomar decisiones en contra de su propio interés social”.*

87.- Adicional al punto anterior y considerando que en múltiples oportunidades se hace referencia en los documentos a que hubo transacciones en que se vendía “barato” y se compraba “caro”⁷⁸ – todo lo contrario al aforismo de los negocios que se dice que hay que comprar “barato” y vender “caro” – no se puede obviar el hecho que en la formación de los precios en el mercado, en estas operaciones se daba una situación muy anómala: ambas “puntas” estaban, en último término, en las mismas manos - las de Ponce Lerou y Motta Camp, por una parte, y de Ponce Lerou y el mismo Motta Camp o Contesse Fica, por otra - . **En transacciones de acciones poco líquidas, en lotes grandes y con poco tiempo para la difusión, con muy pocos agentes del mercado participando, Ponce Lerou, Motta Camp y Contesse Fica estaban en una posición muy ventajosa para saber cuándo un precio era “barato” o cuando era “caro”. En otras palabras, existió lo que en la teoría económica se denomina “asimetrías de información” entre los demandados y los agentes del mercado no relacionados, ni vinculados ni instrumentales. En breve, los demandados sabían cuándo un precio no era “de mercado”.**

88.- Es muy decidor, respecto al punto anterior, lo que declaran en los descargos de Ponce Lerou, dos de sus apoderados, cuyas opiniones son recogidas en la Resolución Exenta N° 223, párrafos 411 y 412, página 359. En relación a una transacción en que Norte Grande enajenó acciones de propia emisión a AFP Habitat y AFP Cuprum con un descuento, manifiestan que *“se trata de operaciones en que las AFPs resultaron beneficiadas, precisamente por haberle “comprado barato” y “vendido caro” a las sociedades que forman parte de la cadena de control”*. Como los apoderados de Ponce Lerou también argumentan que *“cada operación que se concreta en bolsa es, por definición, una operación realizada en condiciones de mercado y a precio de mercado”*, la SVS llega a la siguiente conclusión en el párrafo 413: *“si para los apoderados del Sr. Julio Ponce Lerou, todos los precios son de mercado, entonces resulta poco entendible que para los mismos apoderados de Norte Grande, puedan haber operaciones en que se compra barato y venda caro, siendo que todas las operaciones se realizan a precio de mercado; siendo así, no debería existir tales situaciones como comprar caro o vender barato.”*

89.- Por lo tanto, de la información disponible me surge la convicción que Julio Ponce Lerou, Aldo Motta Camp, Patricio Contesse Fica y los propietarios de las sociedades relacionadas, vinculadas e instrumentales estaban coordinados en las operaciones objeto de la demanda de Provida. En particular, es posible hacer la presunción que Ponce Lerou y Motta Camp y Ponce Lerou y Contesse Fica, por manejar las dos puntas de las operaciones, sabían anticipadamente que iba a pasar con esas operaciones bursátiles.

También tenemos la convicción que los dueños de las sociedades relacionadas, vinculadas e instrumentales sabían con anticipación - al momento de comprar los lotes accionarios correspondientes a los casos 1 al 5 - que habría reventa a las sociedades Cascada.

⁷⁸ De por si una indicación que los precios no respondían al libre juego de la oferta y la demanda.

Así es como, dichas participaciones accionarias se “estacionaban” en las sociedades relacionadas, vinculadas e instrumentales, por breve tiempo, sabiendo que alguna de las sociedades Cascada las compraría a un precio superior y que durante todo el proceso de venta y recompra no habría postores alternativos relevantes que compitieran por esas acciones, dadas las barreras a la entrada de volúmenes transados y tiempos de difusión que han sido comentadas. Solo así se explica la capacidad de las sociedades vinculadas e instrumentales de actuar comprando lotes grandes de acciones con poca liquidez y con poco tiempo de difusión.

90.- En consecuencia, y respecto a los supuestos precios “de mercado” que se atribuyen a las operaciones bursátiles cuestionadas, entendemos que en las operaciones cuestionadas – los casos 1 al 5 de la demanda de Provida - existió un cumplimiento meramente formal de las normas propias del mercado de capitales. No obstante lo anterior, **dicho cumplimiento formal no garantiza que no se haya actuado de mala fe, ya que a través del aprovechamiento de la baja liquidez de las acciones de las sociedades Cascada, los altos montos comprometidos en las operaciones, el escaso tiempo para el análisis debido a los cortos tiempos de difusión, se limitaba la concurrencia de otros agentes del mercado ya sea como compradores o vendedores.**

Con ello, los precios en las transacciones no correspondían a lo que se entiende por precios de mercado, que son cuando hay competencia. Además, las asimetrías de información existentes entre los demandados y los demás agentes del mercado generaban situaciones de uso de información privilegiada - en que se compra barato y vende caro – que significaron la extracción de riqueza a favor de los demandados y en perjuicio de las sociedades Cascada y de sus accionistas minoritarios. En breve, en las transacciones no existió el libre juego de oferta y demanda.

“No existe perjuicio”

“No hubo perjuicios dado como se calcula el patrimonio de los fondos de pensiones”91.- En los capítulos anteriores de este informe expresamos el convencimiento que la acción coordinada entre los ejecutivos principales de las sociedades Cascada – Ponce Lerou, Motta Camp y Contesse Fica – con las sociedades relacionadas a Ponce Lerou, las sociedades vinculadas e instrumentales hizo incurrir a las sociedades en costos de transacción innecesarios y drenó la caja de las sociedades Cascada.

Ahora corresponde abordar tres temas en el contexto de la tercera interrogante:

- a) ¿hubo perjuicio para los fondos de pensiones administrados por Provida?
- b) ¿cuál es la metodología correcta para calcular esos perjuicios?
- c) ¿a cuánto ascendieron los perjuicios?

92.- Respecto al punto 91a, la defensa de los demandados dice repetidamente que no hay perjuicio.⁷⁹ En breve, las defensas recurren a que las valorizaciones de los fondos de pensiones se hacen con los precios de las acciones. La supuesta inexistencia de perjuicios se intenta demostrar en base a dos hechos:

a) que los fondos de pensiones subieron de valor como efecto del alza de los precios de las sociedades cascada.

b) que las variaciones patrimoniales de las sociedades Cascada no afectan ni influyen en la rentabilidad de los Fondos demandantes.⁸⁰

A continuación analizaré ambos argumentos y demostraré su falsedad.

93.- A propósito del primer punto, la defensa de Julio Ponce Lerou argumenta que los precios bursátiles de las acciones de las Sociedades Cascada, tuvieron un rendimiento de ese indicador se encuentra sobre el IPSA y que, además, a partir de dicha información es posible construir un estimador que mide la generación de valor para las inversiones del Sr. Julio Ponce Lerou y para un accionista minoritario, concluyendo que este último se vio beneficiado con una mayor generación de valor”.⁸¹

Por cierto este argumento no tiene validez ya que lo que se cuestiona en las conductas de los demandados es que hicieron prevalecer su propio interés, esto es, que las operaciones bursátiles estaban pensadas para beneficiar a Julio Ponce Lerou, sus sociedades relacionadas, vinculadas e instrumentales, y no el interés social de las sociedades Cascada y de todos sus accionistas⁸². Como se expresó anteriormente, la LSA dice que los directores y ejecutivos se deben a la sociedad y no a quienes los eligieron y es en esa perspectiva que se debe evaluar el perjuicio.

94.- Respecto al segundo punto la contestación de Julio Ponce Lerou indica que “los Fondos son dueños de acciones en que se divide el capital de estas sociedades, no del patrimonio. Y, volvemos a reiterar, su valor es el de transacción bursátil, no el del patrimonio ni una cuota del mismo. La demanda de autos no se funda en un detrimento del valor de las acciones de las sociedades Cascada, que es de las que son dueños los Fondos, y que es lo que determina la rentabilidad de los Fondos a su respecto, sino que en una disminución patrimonial de las sociedades Cascada que, por cálculos indirectos y ajenos a la forma de valorizar estas inversiones de acuerdo a la ley y reglamentación vigente, se traduciría en el perjuicio que las operaciones cuestionadas habrían ocasionado los Fondos demandantes”. Los demás

⁷⁹ Ver por ejemplo el documento fechado el 29 de Octubre de 2015, en que la defensa de Julio Ponce Lerou plantea la “inconcurrencia del elemento perjuicio” en la sección 2, pp. 23 a 35.

⁸⁰ Contestación de Julio Ponce Lerou , pp12. y siguientes.

⁸¹ Resolución Sancionatoria N° 725.

⁸² Ver resolución Sancionatoria N° 728: “... el hecho que el Sr. Julio Ponce Lerou haya podido conseguir una rentabilidad superior o inferior que un accionista minoritario no aporta ningún elemento válido para analizar si él, en su labor de director practico actos contra el interés social.”

demandados utilizan la misma argumentación, por lo que utilizaré la contestación de Julio Ponce Lerou para hacer el análisis de si hubo o no perjuicio.

95.- En primer lugar, hay que reconocer que lo que asevera la defensa de Julio Ponce Lerou es efectivo en cuanto a que “la rentabilidad de los Fondos de Pensiones está dada por los conceptos, valores y fórmulas que se establece en el Compendio Normas de Pensiones y en la Circular No 1216 de la Superintendencia de AFP”.⁸³ En lo que no estoy de acuerdo es en la conclusión a la que se arriba en el párrafo siguiente de la defensa: “En otras palabras, las disposiciones legales que invoca la demandante tienen como requisito de la acción (pretensión) de la existencia de un perjuicio a los fondos, pero el perjuicio está directa y exclusivamente relacionado con el valor bursátil de las acciones de que los Fondos son dueños, y no tiene relación con otros concretos ni métodos de cálculo. Se trata de una valorización legal que no admite otras fórmulas, fuentes, parámetros ni elementos”.

Contrariamente a lo sostenido por la defensa hay una relación de causalidad entre las conductas de los demandados y el daño por una razón simple: **los daños patrimoniales a las sociedades Cascada afectan el valor bursátil de las acciones de que los fondos son dueños.**

En los próximos párrafos pasare a comprobar la afirmación anterior.

96.- Paradojalmente, la defensa de Patricio Contesse Fica nos provee del ejemplo que me permite hacer la afirmación anterior, aunque Contesse Fica no lo entiende así. Veamos el ejemplo:

En su contestación, pp. 21 expone la siguiente situación:

“A modo de ejemplo, imaginemos que un Fondo tiene 100 acciones de una compañía minera, compradas a 1 peso cada una (tiene el 1% de participación en la empresa). Si por alguna circunstancia –como el alza del precio del mineral- en el mes de marzo la acción sube de valor y se empieza a transar a 2 pesos por acción, el Fondo tiene una rentabilidad positiva a la fecha de 100%. Esto porque si vende en ese momento sus acciones a 2 pesos cada una, recibirá 200 pesos en total: el doble de la inversión inicial.

Siguiendo el mismo ejemplo, supongamos que durante el mismo mes de marzo tiene lugar un accidente en uno de los yacimientos de esta minera, destruyéndose uno de los camiones de esta compañía cuyo valor era de 50 pesos. Sin embargo, el alza del valor del mineral igualmente lleva el valor de transacción bursátil de las acciones a 2 pesos por acción ¿podríamos sostener que este Fondo ha sufrido un perjuicio? Desde luego que no, ya que su activo (las acciones) se duplicaron en valor, con independencia de la existencia de una pérdida operacional en la compañía.

De esta manera, conforme el mandato normativo obligatorio, el beneficio o perjuicio de los accionistas de las Sociedades Cascadas sólo puede medirse por la evolución del precio de transacción bursátil de sus acciones.”

⁸³ Contestación de Julio Ponce Lerou, pp.10.

97.- La situación descrita por Contesse Fica es obviamente equivocada. Él construye el argumento en base al accidente de un camión y afirma que, *“el alza del valor del mineral igualmente lleva el valor de transacción bursátil de las acciones a 2 pesos por acción ¿podríamos sostener que este Fondo ha sufrido un perjuicio? Desde luego que no, ya que su activo (las acciones) se duplicaron en valor, con independencia de la existencia de una pérdida operacional en la compañía.”*

Contrariamente a lo que se sostiene, la respuesta es que *“desde luego que sí.”* Para comprobar el error de la defensa, imaginemos ahora que el camión que se accidenta es el único camión de la compañía minera, con lo que se detiene la producción y hay una pérdida operacional que impide el pago de dividendos a los accionistas. Aunque el precio del mineral haya aumentado de precio ¡el precio de la acción se desplomará! El error de juicio de la defensa - que contradice gravemente la teoría de las finanzas corporativas⁸⁴ - consiste en que el precio de las acciones corresponde al valor actual de los flujos futuros para los accionistas.

98.- La defensa de Aldo Motta Camp⁸⁵ reconoce este hecho al decir - respecto al control de SQM – lo siguiente: *“La pérdida de control de cualquiera de las capas trae como consecuencia la pérdida del control sobre el activo final y la pérdida de valor para cada una de las sociedades integradas al modelo y todos sus accionistas, incluidos minoritarios, mayoritarios y de control. Así las cosas, todas las operaciones de mi representado, las realizó con vistas a este interés social, consciente de que la pérdida de control de cualquiera de las sociedades integraría la propiedad directa e indirecta de las Sociedades Cascada respecto del activo final de todas ellas, como son las acciones de SQM, con la consiguiente pérdida de valor para todos los accionistas”*

Cabe preguntar: ¿por qué la pérdida de control de SQM traería consigo *“la pérdida de valor para cada una de las sociedades integradas al modelo y todos sus accionistas, incluidos mayoritarios, minoritarios y de control”*? Por una razón simple, el controlador establece la política de dividendos en las juntas de accionistas y por lo tanto los flujos futuros que las/los accionistas recibirán. Por supuesto, al alterarse las expectativas de flujos futuros ¡se altera el precio de las acciones!

99.- Por otra parte, la defensa de Julio Ponce Lerou también describe esta relación de causalidad entre los flujos y el precio de las acciones, aunque en un contexto distinto, al decir: *“Es muy difícil sino imposible asignar a un hecho específico la variación de las acciones, definidas por ley como inversiones de renta variable. Basta recordar lo que sucedió en el segundo semestre del año 2008 cuando sobrevino la crisis sub prime. Sin ir tan lejos, lo que*

⁸⁴ Ver por ejemplo Brealey Richard A., Myers Stuart C., Allen Franklin, *Principios de Finanzas Corporativas*, 2010, McGraw-Hill/Interamericana Editores, SA de CV, Capítulo 5.2, pp. 88 – 92.

⁸⁵ *Contestación de Aldo Motta Camp*, pp. 23 y siguientes.

ocurrió el año 2012 con la ruptura del acuerdo de comercialización de empresas rusas del potasio. Y lo ocurrido en octubre del año 2014 en que la baja generalizada de los mercados acarreó, en palabras de la Superintendencia de Pensiones una baja de la rentabilidad del Fondo A de las AFP del 4%.”⁸⁶

Nuevamente se hace la conexión entre hechos – en este caso del mercado de “commodities” – y el precio de las acciones. Lo que está en juego es que al romperse el cartel de las empresas rusas en el mercado de los fertilizantes, cayeron los precios, y en consecuencia, los valores bursátiles.

100.- De modo que la situación patrimonial y de caja de las compañías es un factor crucial en la formación de los precios de las acciones y “desde luego que sí” hay una relación de causalidad entre lo ocurrido en las sociedades cascada, los precios de las acciones y en último término, los flujos hacia “*todos sus accionistas, incluidos minoritarios, mayoritarios y de control*”. El problema es que en las operaciones bursátiles cuestionadas se beneficiaron los demandados y se perjudicó a los minoritarios.

101.- Ahora bien, conocer qué hubiera ocurrido con los valores bursátiles de las sociedades Cascada - si es que esas operaciones no se hubieran realizado - no es posible saberlo, ya que ello corresponde a lo que en la teoría económica se denomina un “contra factual”⁸⁷. Como lo afirma la defensa de Julio Ponce Lerou, los precios de las acciones se determinan con innumerables datos que son manejados por los inversionistas en el mercado. Por lo mismo, se entiende que cualquier evento que ocurra y que tenga relación con una acción en particular puede tener impacto en el precio de la acción. **Afirmar que porque el precio de la acción subió no hubo perjuicios no reconoce que el precio de las acciones de las sociedades Cascada pudo haber sido aún mayor de no haber ocurrido las transacciones de los casos 1 al 5.**

102.- Del análisis anterior se desprende que tal como lo expresa la demanda de Provida existió un perjuicio. Ahora bien, la pregunta que surge es: ¿qué metodología usar para calcular los perjuicios?

La metodología usada para calcular el perjuicio es la siguiente: para cada transacción se debe calcular la diferencia entre el precio por acción recibido por la sociedad Cascada que originalmente vendió las acciones y el precio a las que compró las acciones la sociedad Cascada que terminó comprando. La demanda de Provida indica que el sobre precio superó las UF7.5 millones⁸⁸. Esa ecuación tiene signo negativo ya que se vendió a menor precio que aquel al que se compró. Multiplicada esa cifra por cada transacción se obtiene la pérdida por cada operación. Sumadas las pérdidas en las transacciones se obtiene el perjuicio por caso.

⁸⁶ Contestación de Julio Ponce Lerou , pp 32 y 33, 5. Ausencia de relación de causalidad.

⁸⁷ Entiendo que en el ámbito legal se usa la expresión “contra fáctico”.

⁸⁸ *Demanda de Provida , pp 102.*

Luego, como los fondos de pensiones eran accionistas de las sociedades cascada que vendieron las acciones, se multiplica la pérdida por acción por el número de acciones de los fondos de pensiones. Entonces, este último cálculo arroja la cifra del perjuicio por caso. Finalmente, sumando los perjuicios para los cinco casos, se obtiene el perjuicio total para los fondos de pensiones administrados por Provida.

103.- La lógica de esta metodología es que los sobrepuestos que fueron pagados por las distintas empresas que conforman las sociedades Cascada en las diversas transacciones que se llevaron a cabo entre los años 2009 y 2011 drenaron de caja el patrimonio de las sociedades, como se explicó anteriormente, con lo cual se disminuyó la capacidad de las sociedades de pagar dividendos a sus accionistas, en esa misma cantidad. Al disminuir la capacidad de entregar flujos a los accionistas, el precio de la acción fue inferior a lo que hubiera sido si es que no hubieran ocurrido las operaciones bursátiles cuestionadas. ¿Cuánto inferior? Se hace el supuesto en que a lo menos igual al monto de los sobre precios. Por ende, si se calcula el monto de los sobrepuestos y se calcula a su vez las participaciones accionarias de los fondos de pensiones administrados por Provida se obtiene la cota inferior del daño. Por supuesto, al develarse las acusaciones de la SVS contra el controlador y sus ejecutivos y vinculados hubo un impacto adicional en los precios de las acciones, pero dicho cálculo no fue efectuado en la demanda de Provida.⁸⁹ Por ello, hablo de una cota inferior al cálculo de perjuicios.

104.- La tercera pregunta que formule en esta sección es a cuanto ascendieron los daños. De acuerdo a cálculos disponibles en base a la metodología descrita anteriormente, los perjuicios se resumen en la tabla que sigue:

Cuadro resumen de perjuicios en UF y como % de los Fondos Provida						
	Fondo A	Fondo B	Fondo C	Fondo D	Fondo E	Total UF
Perjuicios en UF	38.987	54.468	80.163	13.336	0	186.954
% del fondo	0,021	0,026	0,015	0,006	0	0,068

Fuente: AFP Provida, carta a la Superintendente de Pensiones de fecha 17 de septiembre de 2014

105.- En conclusión, del análisis de los antecedentes que he estudiado llegué a la conclusión que los demandados ejecutaron un entramado de operaciones bursátiles ilegítimas para lucrar, produciéndole pérdidas económicas a las sociedades Cascada. Como consecuencia, por los fraudes a la ley⁹⁰ cometidos por los demandados los accionistas minoritarios de las

⁸⁹ Es un cálculo simple de hacer, como se demostró en el caso La Polar, recientemente. Ver "Indemnización por daños y perjuicios AFP Habitat – Cuprum – Planvital & ejecutivos de La Polar y empresa auditora Price Waterhouse Coopers ", elaborado por el Perito Roberto Samson Reyes en demanda interpuesta ante el 13º juzgado Civil de Santiago bajo el rol nº 4811 – 2014.

⁹⁰ El uso del concepto de fraude a la ley se ha utilizado en función de la definición que sobre el mismo enseña el autor Víctor Vial Del Río en Teoría General del Acto Jurídico, 5ª. Edición actualizada, Editorial jurídica de Chile, Santiago, 2003, Pág. 211: "(...) el fraude a la ley está constituido por aquellos procedimientos

sociedades Cascada, entre ellos los fondos de pensiones administrados por AFP Provida, sufrieron perjuicios económicos.

Mateo Matko Koljatic Maroevic
Rut: 5.165.005-0

en si lícitos o en maniobras jurídicas a veces ingeniosas, que tienen la apariencia de legalidad y que, sin embargo, permiten realizar lo que la ley prohíbe o no hacer lo que la ley ordena”.

Anexo 1.-

Cronología del Gobierno Corporativo de las Sociedades Cascadas Directorios y Gerentes Generales 2008 a 2011

Pampa Calichera		Dic-08	Pampa Calichera	
Dic-09				
Presidente	Julio Ponce Lerou		Presidente	Julio Ponce Lerou
Director	Fernando Tizné Maritano		Director	Francisca Ponce Pinochet
Director	Luis Eugenio Ponce Lerou		Director	Luis Eugenio Ponce Lerou
Director	Patricio Phillips Sáenz		Director	Patricio Phillips Sáenz
Director	Kendrick Taylor Wallace		Director	Kendrick Taylor Wallace
Director	Luis Vásquez Caro		Director	Luis Vásquez Caro
Director	Julio Ponce Pinochet		Director	Julio Ponce Pinochet

Gerente General Jorge Araya Cabrera
Motta Camp

Gerente General Aldo

Pampa Calichera		Dic-10
Presidente	Julio Ponce Lerou	
Director	Francisca Ponce Pinochet	
Director	Luis Eugenio Ponce Lerou	
Director	Patricio Phillips Sáenz	
Director	Kendrick Taylor Wallace	
Director	Pablo Guerrero Valenzuela	
Director	Julio Ponce Pinochet	
Gerente General	Aldo Motta Camp	

Presidente Julio Ponce Lerou
Director Francisca Ponce Pinochet
Director Luis Eugenio Ponce Lerou
Director Patricio Phillips Sáenz
Director Kendrick Taylor Wallace
Director Patricio Contesse Fica
Director Julio Ponce Pinochet
Gerente General Aldo Motta Camp

Oro Blanco		Dic-08
Presidente	Julio Ponce Lerou	
Director	Luis Eugenio Ponce Lerou	
Director	Patricio Phillips Sáenz	
Director	Kendrick Taylor Wallace	
Director	Luis Vásquez Caro	

Director Julio Ponce Pinochet
Director Alejandro Ponce Pinochet
Gerente General Jorge Araya Cabrera

Oro Blanco Dic-09

Presidente Julio Ponce Lerou
Director Luis Eugenio Ponce Lerou
Director Pablo Guerrero Valenzuela
Director Kendrick Taylor Wallace
Director Luis Vásquez Caro
Director Julio Ponce Pinochet
Director Francisca Ponce Pinochet
Gerente General Aldo Motta Camp

Oro Blanco Dic-10

Presidente Julio Ponce Lerou
Director Luis Eugenio Ponce Lerou
Director Pablo Guerrero Valenzuela
Director Pablo Baraona Urzúa
Director Roberto Izquierdo Menéndez
Director Julio Ponce Pinochet
Director Francisca Ponce Pinochet
Gerente General Aldo Motta Camp

Oro Blanco Dic-11

Presidente Julio Ponce Lerou
Director Luis Eugenio Ponce Lerou
Director Pablo Guerrero Valenzuela
Director Pablo Baraona Urzúa
Director Roberto Izquierdo Menéndez
Director Julio Ponce Pinochet
Director Francisca Ponce Pinochet
Gerente General Aldo Motta Camp

Norte Grande Dic-08

Presidente Julio Ponce Lerou
Director Julio Ponce Pinochet
Director Alejandro Ponce Pinochet
Director Patricio Phillips Sáenz
Director Kendrick Taylor Wallace
Director Luis Vásquez Caro
Director Felipe García-Huidobro Mac-Auliffe
Gerente General Jorge Araya Cabrera

Norte Grande Dic-09
Presidente Julio Ponce Lerou
Director Julio Ponce Pinochet
Director Francisca Ponce Pinochet
Director Patricio Phillips Sáenz
Director Kendrick Taylor Wallace
Director Luis Vásquez Caro
Director Felipe García-Huidobro Mac-Auliffe
Gerente General Aldo Motta Camp

Norte Grande Dic-10
Presidente Julio Ponce Lerou
Director Luis Eugenio Ponce Lerou
Director Francisca Ponce Pinochet
Director Patricio Phillips Sáenz
Director Juan I Domínguez Arteaga
Director Pablo Guerrero Valenzuela
Director Alejandro Ferreiro Yazigi
Gerente General Aldo Motta Camp

Norte Grande Dic-11
Presidente Julio Ponce Lerou
Director Luis Eugenio Ponce Lerou
Director Francisca Ponce Pinochet
Director Patricio Phillips Sáenz
Director Juan I Domínguez Arteaga
Director Patricio Contesse Fica
Director Alejandro Ferreiro Yazigi
Gerente General Aldo Motta Camp

Potasios de Chile Dic-11
Presidente Julio Ponce Lerou
Director Luis Eugenio Ponce Lerou
Director Patricio Phillips Sáenz
Director Aldo Motta Camp
Director Kendrick Taylor Wallace
Director Julio Ponce Pinochet
Director Francisca Ponce Pinochet
Gerente General Patricio Contesse Fica