



## *Caso Codelco*

Fernando Bravo Herrera

### Resumen

*El caso que se entrega a continuación se relaciona con la demanda y oferta de información financiera, en donde se estudia los distintos grupos de usuarios interesados en la información financiera de una importante empresa chilena.*

*Se presentan bases para analizar diferentes enfoques sobre el rol de control de los distintos actores. Este caso está basado totalmente en información pública de la época.*

---

Este caso fue escrito por el profesor Fernando Bravo Herrera con la estrecha colaboración de alumnos de postgrado del Magíster en Finanzas y alumnos tesisistas de Ingeniería Comercial de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile. Se ha desarrollado con la finalidad de servir como base de discusión en clase, más bien que como una ilustración del manejo correcto de la gestión administrativa.

## CODELCO

*Jorge Bolados, asesor del Ministro en Visita que lleva la investigación del caso Codelco, nombrado en abril de 1994, está estudiando la manera de procurar antecedentes e información que ayude a tener una visión más amplia del problema, desde distintos enfoques.*

*Para esto, se le ocurrió contar con la opinión “experta” de una persona, que no involucrada directamente con el caso, aportara con sus conocimientos y juicios a la investigación.*

*Jorge Bolados le contrató a usted para que dé su opinión y conteste las preguntas en la Audiencia que se celebrará próximamente para el caso Codelco, debido a su vasta trayectoria y experiencia como Ingeniero Comercial de la Universidad de Chile.*

*A continuación se presenta la información que usted ha logrado reunir y sobre la cual se basará su intervención en la Audiencia:*

## **IDENTIFICACIÓN DE LA EMPRESA**

CODELCO es una empresa propiedad del Estado de Chile, autónoma, constituida en 1976 por Decreto – Ley 1.350.

Su negocio principal es la exploración, desarrollo y explotación de recursos mineros de cobre y subproductos, su procesamiento, hasta convertirlo en cobre refinado y comercialización.

CODELCO es el primer productor de cobre del mundo y una de las empresas más rentables del mundo. Posee activos propios de US\$ 5.823 millones y un patrimonio de US\$2.696 millones, al 31 de diciembre de 1998. Su principal producto comercial es el cátodo de cobre grado A.

## **PRIMERA ETAPA: ANTECEDENTES PRELIMINARES**

El viernes 21 de enero de 1994, Juan Pablo Dávila, jefe del Departamento Mercado de Futuros, interrumpió sus vacaciones en Viña del Mar solicitando una entrevista al Gerente de Ventas, Owen Guerrini, para tratar un asunto de extrema gravedad.

En dicha entrevista, Juan Pablo Dávila le explicó que, debido a errores cometidos en el registro inicial de una operación en el computador, se había producido una pérdida de alrededor de US\$ 30.000.000, en una operación de mercado de futuro, no asociada a contratos de venta de cobre físico. El operador habría incluido dentro del ítem de compras de cobre, operaciones de venta.

Añadió que consciente de que este error lo colocaba muy por encima de las restricciones con que debía actuar en la materia, resolvió ocultar este hecho a sus superiores y realizar una serie sucesiva de operaciones especulativas para revertir esta situación.

Como se mencionó anteriormente, Juan Pablo Dávila era jefe del Departamento Mercado de Futuros (ver Anexo 1), cuya misión es comprar y vender cobre a un precio estimado, con plazos que varían desde meses hasta 2 años. Estas operaciones se vienen realizando desde 1983 en esta empresa y tienen por objeto protegerse de las variaciones de precio.

En agosto de 1992, con el objeto de acotar estas operaciones de riesgo definible, el Presidente Ejecutivo, Alejandro Noemí, autorizó la realización de operaciones de compra y venta de contratos de futuros de cobre, con un tope de 20.000 TM y una exposición máxima diaria de US\$ 1.000.000. Estas operaciones no tenían el respaldo de producción física y se realizaban para obtener un provecho financiero derivado del conocimiento del mercado. Si se sobrepasaba el límite, debía instruirse a los corredores el cierre inmediato de la operación, realizándose y limitándose en ese momento la pérdida correspondiente.

Este acuerdo sustituyó uno anterior del 24 de junio de 1992, concebido en términos similares, pero limitado a un tonelaje de 10.000 TM y a una exposición de mercado diario de no más de quinientos mil dólares. Además se determinó que las reuniones de rendición de cuentas serían una vez al mes, por lo menos, o cuando la ocasión lo ameritara.

Las irregularidades comenzaron en septiembre de 1993, donde Dávila empezó a realizar contratos de venta de cobre a futuro en momentos en que el precio del metal se encontraba en su punto más bajo, esto es 75 centavos el dólar. Él pensó que se mantendría la baja en el precio del metal, pero el precio comenzó a subir. En este período aseguraba que no había realizado contratos de futuros y nadie dudó de su palabra.

Dávila en todo este proceso, al parecer, apostó siempre en contra del mercado pensando que el peso de Codelco (que en ese entonces controlaba el 14% de la oferta mundial) tendría la suficiente influencia como para revertir la situación. Lo cual no fue así.

*Por lo anterior usted recordó, que aunque para muchos resulte inédito el escándalo de Codelco, esta fracasada operación en el mercado futuro tiene un*

***antecedente en el bullado caso de CRAV, que desencadenó la quiebra de esta empresa a comienzos de la década del '80 (ver Anexo2).***

Al justificar las millonarias pérdidas debido al ingreso de información errónea al computador, se puede citar la anomalía en que incurrió Juan Pablo Dávila de demorar mucho más tiempo del normal en darse cuenta del error. No siguió la norma, que era informar de cualquier pérdida superior a US\$ 2.000.000 a sus superiores, efectuando nuevas y sucesivas transacciones fallidas. En los mercados a futuro cada operación que se realiza por computador es posteriormente verificada por escrito. De esta forma, pocas horas después que Dávila ingreso mal una transacción, tuvo la oportunidad de verificar su equivocación, al recibir un papel en donde se le informaba el detalle de ésta (ver Anexo 3).

Donde se concentraba la pérdida es en las líneas de crédito que otorgan los brokers para cubrir los márgenes en contra, que las operaciones a futuro pudieran haber significado (pérdidas acumuladas mayores que las ganancias acumuladas). Cada entidad mantenía una importante línea de crédito, pero llegó el momento en que Dávila llegó a los límites crediticios y su capacidad de maniobra comenzó a ser mínima (ver Anexo1).

Tradicionalmente, los brokers extendían líneas de crédito significativas a clientes bien evaluados. Se tiene un techo pactado de crédito y cuando un cliente desea un aumento en su línea de crédito debe ser autorizado por el propio gerente o subgerente de Ventas (para el caso de Codelco). En el caso en estudio algunas de las extensiones de crédito otorgadas por los brokers no se habían autorizado ni siquiera por escrito por parte de Codelco. En este punto también existen investigaciones en orden a determinar quién efectivamente pidió y autorizó las extensiones de las líneas de crédito.

En cuanto a la normativa existente en nuestro país, se exigía que los usuarios que no pertenecen al área bancaria, pidieran autorización previa del Banco Central para operaciones en mercados futuros. Cada institución debía enviar informes mensuales para que el Banco Central los analizara.

Además debían adjuntar una copia de los estados de cuenta mensual, tarifas convenidas, etc. Cuando una operación se realizaba fuera de la Bolsa, se tiene plazo de 10 días para enviar una copia de las confirmaciones e instrucciones de pago.

## **PÉRDIDAS**

El número de operaciones realizadas en el período septiembre 1993 y enero 1994, fue superior a 5.000. La valoración de pérdidas en las operaciones de futuro, considerando la cotización del precio del cobre en la Bolsa de Metales de Londres, al 3 de febrero de 1994, asciende a US\$206.761.763, según se indica en el siguiente cuadro:

| <b>VALORACION DE PERDIDAS<br/>EN OPERACIONES DE FUTUROS<sup>1</sup></b> |                         |
|---|-------------------------|
| COBRE.....  | US\$ 163.942.925        |
| PLATA.....  | US\$ 30.623.924         |
| ORO.....  | US\$ 12.194.514         |
| <b>TOTAL</b>  | <b>US\$ 206.761.363</b> |

---

<sup>1</sup> Información publicada por EL MERCURIO – Sábado 5 de Febrero de 1994, Cuerpo C, página 2.

## **SEGUNDA ETAPA: DESPUES DE LA INVESTIGACIÓN JUDICIAL**

*Toda la información que presenta a continuación fue extraída de información publicada en los medios de prensa del país.*

En 1990, la nueva administración de Codelco creó el Comité de Mercados de Futuros integrado por el vicepresidente de Comercialización, Gonzalo Trivelli; el vicepresidente de Finanzas y Contraloría, Ignacio Guerrero Gutiérrez; el Gerente de Ventas, Owen Guerrini; el subgerente de ventas, Carlos Derpsch y el jefe del departamento de Mercados de Futuro, Juan Pablo Dávila.

Este grupo instruyó a Dávila para que operara en las bolsas de metales del mundo de acuerdo con ciertas restricciones.

Sin embargo, ninguno de los organismos que Codelco tenía para mantener el control interno de sus operaciones estaba al tanto de las transacciones que el Comité encargó realizar a Dávila, llegando al punto de ignorar la existencia de dicho Comité.

El auditor general de la empresa en esa época, Alfonso Venegas Bravo, aseguró que él siempre ignoró que en el departamento de Mercados de Futuro se realizaban operaciones especulativas o sin respaldo físico, ya que nadie se lo informó y que él desconocía las actas del Comité de Mercados de Futuro.

Además Dávila, Derpsch y Guerrini aseguraban que la empresa no realizaba operaciones especulativas en conversaciones informales con altos ejecutivos de Codelco.

Por lo tanto, los organismos contralores de Codelco se enteraron sólo en enero de 1994, cuando estalló el escándalo que había existido ese Comité de Futuro al margen de la organización de la empresa.

El socio de Price Waterhouse, Alan Stuart Mackenzie Haynes, fue el técnico que aprobó el conocimiento y operacionalidad de Juan Pablo Dávila para especular con los futuros de cobre en las bolsas de metales mundiales. Estos actos de especulación fueron conocidos por el reducido grupo de personas que formaban el Comité de Mercados de Futuro. Por cierto, esa decisión nunca fue informada al área de Contraloría y, por consiguiente, nunca operaron los controles necesarios.

El sistema de operación del Departamento de Futuros consistía en que Juan Pablo Dávila representaba a Codelco en las operaciones de los Mercados a Futuro, pero para transar en ellos necesitaba los servicios de agentes extranjeros.

Estos por su parte, tenían gran interés de incorporar a Codelco a su cartera de clientes debido a las elevadas comisiones que la mayor productora de cobre tiene que pagar por ese servicio.

El operador favorecía a alguno de ellos con esas operaciones, asegurándoles a los brokers una cantidad de transacciones seguras sin importar los vaivenes del mercado, a cambio de comisiones que ellos depositaban en las cuentas que Dávila tenía en las islas Cayman.

Todo esto duró hasta el 21 de enero de 1994. Ese día Dávila debió confesar las millonarias pérdidas las que alcanzaban a 217 millones de dólares, presionado por que ya no podía ocultarlas y por el requerimiento de información de sus superiores.

Una publicación del diario El Mercurio<sup>2</sup>, menciona: “todo lo anterior invita a meditar que Codelco es básicamente una empresa productora, por ello tienen gente muy preparada en esa área y con buenos controles. Pero en la parte financiera es muy diferente. Claramente las capacidades que poseía la empresa para el área productiva no se podían traspasar al negocio del Mercado de Futuros por las diferencias notables en cuanto a

---

<sup>2</sup> Diario EL MERCURIO – Semana del 24 - 31 de enero de 1994, Cuerpo C.

objetivos, estructura, administración, etc. Por lo anterior fue un error haber incursionado en un negocio sin las herramientas necesarias, con un departamento de futuros mal montado y un sistema de control tan deficiente”.

***Por fin ha llegado el día de la Audiencia y ya está usted preparado para contestar las preguntas que se le hagan para la investigación que se está llevando a cabo.***

1. Mencione las principales fallas que detecta en este caso, en función de los procedimientos, sistemas de control contable y de gestión. ¿Qué intereses pudieran estar en oposición, que llevaron al sigilo y poca información en la existencia de operaciones de tipo especulativo?
2. ¿Cómo guiaría usted una investigación en este caso?
3. Basándose en el comentario del diario El Mercurio (enero 1994), si le pidieran a usted asesorar a Codelco en lo que respecta específicamente al control de las operaciones y a la calidad de la información para mejorar el desempeño del Departamento de Futuros, ¿qué aspectos más relevantes destacaría?
4. ¿Analice y califique la participación y responsabilidad del Directorio de Codelco respecto al caso en estudio? (ver Anexos 4 y 5); ¿usted cree que la situación sería diferente si esta empresa fuera privada o tuviera otra calidad jurídica?

## ANEXO N° 1

### Mercados a Futuro

#### **Consideraciones preliminares**

Los productos o bienes transados en los mercados a Futuro tienen como característica común y relevante, el estar sometido a fuertes fluctuaciones en sus precios, debido a que sus condiciones de oferta y demanda son muy cambiantes y de difícil predicción.

En las Bolsas de Futuros, se opera mediante la compra y venta de contratos legalizados, entre un agente y una Bolsa oficial (en el caso de los metales existe: La Bolsa de Metales de Londres y el COMEX). En éstos se especifica la entrega o recibo (venta o compra) en una fecha futura, de cierta cantidad de producto, de una calidad estipulada y a un precio establecido.

En este mercado, sólo una muy pequeña cantidad del total de contratos transados en la Bolsa de Futuro (alrededor de 2%), se materializa con la entrega física del bien. La gran mayoría de ellos se cancela mediante una nueva operación de compra o de venta que anula la posición establecida en el contrato primitivo (venta o compra).

Usando la terminología corriente en las Bolsas, al “comprar un futuro” se establece de hecho un contrato, para comprar y pagar totalmente cierta cantidad de producto, a un precio determinado, el cual será entregado en una fecha especificada en dicho contrato.

Cuando se “vende un futuro”, la operación es inversa y se acepta un contrato para entregar una cantidad determinada de producto en las mismas condiciones.

## Cobertura

Una de las operaciones que se realizan con mayor frecuencia en los Mercados de Futuro son las Coberturas (“Hedges”).

Por cobertura se entiende, en términos generales, el asumir en la Bolsa, una posición contraria, compradora o vendedora, a la que de hecho se tiene en el mercado físico o de contado<sup>3</sup> y por una cantidad exactamente igual de producto.

El propósito principal de las coberturas es reducir el riesgo inherente de la fluctuación de precios en cualquiera de las etapas por las que atraviesa un metal (o producto) hasta llegar a su último comprador: producción, transformación, fabricación, almacenamiento y consumo.

El riesgo de variaciones en los precios está siempre presente, puesto que el equilibrio entre oferta y demanda para cualquier metal sufre constantes alteraciones.

La cobertura es algo similar al seguro. Se sabe que los precios fluctúan. Lo que no puede predecirse es, en qué medida, en qué dirección y cuando varían.

El objetivo de asumir en la Bolsa una posición contraria y por la misma cantidad de producto a la mantenida en el mercado físico, es hacer coincidir la fecha de maduración del contrato respectivo con la fecha de la operación de compra o venta convenida previamente, que se hará efectiva en el mercado físico.

De este modo, en tal fecha, se efectuará un contrato compensatorio en la Bolsa, el cual tendrá dos efectos simultáneos:

---

<sup>3</sup> El mercado de contado o físico es aquel en el cual se compra y vende el producto físico, basándose en transacciones directas entre los operadores. Todas las negociaciones en este mercado consideran la transferencia de una cantidad de producto, de una calidad determinada y cuya entrega puede ser inmediata o futura. Estos convenios sólo quedan perfeccionados por mutuo acuerdo entre las partes, del mismo modo que cualquier otra operación comercial.

1. Cancelar o liquidar el compromiso adquirido al asumir la posición original en la Bolsa.
2. Anular la operación efectuada en el mercado físico.

La clave está, en que el precio de cancelación de ese contrato o posición compensatoria, teóricamente, sea el mismo (o uno muy aproximado), al que existirá en el mercado físico o de contado, en ese momento.

Por todo lo anterior, es posible protegerse de los riesgos de la variación de los precios utilizando coberturas en la Bolsa.

### **Líneas de Crédito de Cobertura**

Para operar en los Mercados a Futuro, es preciso abrir una cuenta corriente operacional con algunas de las firmas de corretaje (brokers), que sea miembro del mercado con el cual se desea negociar. Luego, se firma el contrato respectivo (“Commodity Account Agreement”), y se deposita un valor en garantía exigido por el corredor, o alternativamente se entrega una Boleta de Garantía Bancaria por el monto estipulado.

El margen inicial exigido para operar en futuros, varía con el monto del contrato. Normalmente fluctúa entre el 5 y el 20% del valor de cada contrato.

Si durante la vigencia del contrato, el precio sufre variaciones desfavorables, tales que signifiquen una pérdida en su valor, por montos cercanos al “margen inicial” depositado, éste último deja de ofrecer la protección adecuada. En tal caso, el corredor puede exigir el depósito de márgenes adicionales. Si el cliente no está en condiciones de enterar el nuevo margen solicitado (en un plazo de 24 horas), el corredor está facultado para liquidar el contrato.

En el caso de producirse diferencias de precios favorables, las utilidades son liquidadas de inmediato.

La diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de cada contrato representa la ganancia o pérdida bruta, antes del pago de comisiones y gastos al corredor.

## ANEXO N° 2

### De Azúcar y Cobre <sup>4</sup>

#### Cuando el “Futuro” Depara Sorpresas

Pese a que para muchos la situación ocurrida en el caso Codelco es una verdadera novedad, si se revisa la historia de la economía de las últimas décadas, se aprecia que no es la primera vez que una empresa chilena comete un error tan importante al especular en el mercado futuro, aunque existen muchas diferencias con el caso actual.

A principios de mayo de 1981, se descubrió un hecho relacionado con la Compañía de Refinería de Azúcar de Viña del Mar (CRAV), el que más tarde la llevó a la quiebra. Durante meses, la firma y su grupo de empresas especularon en los mercados futuros del azúcar, generando pérdidas estimadas en un primer momento en \$ 1.006 millones, alrededor de un tercio de su patrimonio. Además se cometió una serie de irregularidades de tipo administrativo y financiero que con el tiempo fueron descubiertas. Por cierto, estas anomalías tuvieron consecuencias en el precio de las acciones, responsabilidades legales y otros.

En un primer momento, la sociedad presidida por Jorge Ross informó que la crisis se debía a una equivocación en los cálculos de la tendencia del precio del azúcar en los mercados mundiales. Esto hizo que se vendiera 83 mil toneladas de azúcar a un precio promedio de US\$ 770 por tonelada, habiendo comprado el producto a un costo promedio de US\$ 1000.

---

<sup>4</sup> Extracto diario *ESTRATEGIA*, Lunes 7 de febrero de 1994, sección Actualidad, página 23.

Se afirmó también que el error más grave fue gestionar la compra de azúcar de caña, sin cobertura de riesgos, lo que implicó no asegurarse una estabilización de un precio adecuado en el tiempo, minimizando las pérdidas eventuales.

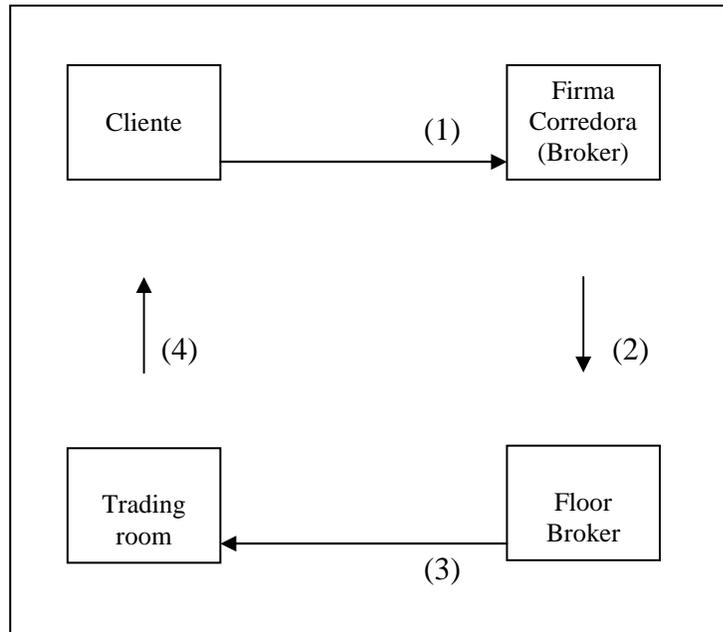
En su primer momento, entre las cosas que más llamaron la atención en el caso CRAV estuvo que se comenzó responsabilizando de los hechos a “errores” producto de malas estimaciones en los precios, para que, con el pasar del tiempo y el avance en las investigaciones, se conocieran problemas de insolvencia, acusaciones de contrabando de azúcar y otros manejos irregulares.

También se puede comparar los dos casos respecto del gran impacto generado. Al conocerse la crisis de la empresa azucarera y la suspensión de las cotizaciones de los títulos de CRAV y Craval – firma propietaria en ese entonces del 47.8% de CRAV - se creó todo un clima de desconfianza no sólo en un plano nacional sino que también externo. Y no era para menos, ya que se trataba de firmas consideradas de las más solventes del país y, sin embargo, CRAV tenía una deuda millonaria con 12 bancos.

El problema radicaba en que esta empresa había efectuado sus operaciones respaldándose, en gran medida, en recursos obtenidos con préstamos que la banca y el Gobierno les habían concedido sin una suficiente garantía. Esta situación llevó a que las entidades financieras chilenas, luego de conocerse la crisis, aumentaran sus exigencias para otorgar créditos, lo mismo que hicieron los bancos internacionales.

### ANEXO N° 3

#### Forma de operar en los mercados de Futuro



1. El cliente le avisa su decisión de compra o venta a su firma corredora (broker).
2. Inmediatamente, la orden es transmitida por línea privada al corredor de la firma instalado en la rueda de la Bolsa (Floor Broker). El corredor ofrece los respectivos contratos a un precio que está en relación con la firmeza del mercado en ese momento. Si encuentra compradores, subirá el precio; de lo contrario deberá bajarlo. Así procede a vender los contratos por el monto ordenado, al precio generado en ese momento.
3. Concluida la operación, inmediatamente avisa al “Trading room” de la oficina de corretajes el cumplimiento de la orden y el precio a que se cerró la operación.
4. Una vez registrada la venta, se avisa al cliente el resultado de la misma y las obligaciones que contractualmente deben ser cubiertas.

## ANEXO N° 4

### **Atribuciones del Directorio**

Entre las principales atribuciones del Directorio podemos señalar:

- Fijar las políticas generales de la compañía y las de cada una de las divisiones operativas.
- Designar y remover al Presidente Ejecutivo.
- Señalar normas generales para la venta, exportación, embarque, consignación y en general la comercialización del cobre, minerales, productos y subproductos.
- Contratar auditoría externa con el objeto de certificar Balances Generales de las divisiones y de la empresa.
- Establecer políticas generales de contratación de personal, remuneraciones y beneficios.
- Conocer materias tendientes al cumplimiento de los objetivos de la empresa.

Cabe hacer notar, que el presidente ejecutivo, no está obligado a llevar al Directorio las resoluciones de otros asuntos que aquellos que la ley señala específicamente en su articulado. Aún, en éstos, por fuerza de las circunstancias, se ha visto en la necesidad de otorgar autorizaciones de tipo muy general, como ocurre con las ventas de los bienes de los activos de la empresa, según aparece en los acuerdos adoptados el 7 de mayo de 1990.

Se acompaña respecto de esta materia parte pertinente de nota interna SJ-428, de 20 de marzo de 1990, emitida con motivo de las modificaciones introducidas al DL 1.350 por la Ley N° 18.958, de 7 de marzo de 1990, que entraron en vigencia el 7 de mayo de ese mismo año.

Específicamente, en materia de ventas, el artículo 9, letra c) del DL 1.350, señala lo siguiente:

“Artículo 9º.- El Directorio tendrá la conducción superior y la supervigilancia de la marcha de la empresa, correspondiéndole las siguientes atribuciones:

.....

c) Señalar las normas generales para la venta, exportación, embarque, consignación y, en general, la comercialización del cobre, minerales, productos y subproductos, en concordancia con las disposiciones generales que dicte el Gobierno.

Por su parte, el artículo 10, letra b) del DL 1.350 dispone que al presidente ejecutivo de la empresa le corresponden en especial:

“b) Administrar la empresa, sin perjuicio de las facultades del Directorio.”

#### Atribuciones delegadas en el vicepresidente de Comercialización y en la Gerencia de Ventas

El Directorio, ratificó la organización interna y el manual de funciones contenido en la Resolución 33, de 4 de mayo de 1990, del presidente ejecutivo de la empresa.

En el Anexo C de la referida Resolución 33 se establecen las funciones de la Vicepresidencia de Comercialización, las que muestran el campo de facultades delegadas que puede ejercer dicha vicepresidencia.

En el anexo G de la misma Resolución 33 se señalan las facultades que se delegan en la Gerencia de Ventas, entre las cuales destaca la número 7 que dice:

“Ejecutar operaciones de “flexibilización comercial”, tales como las de mercados de futuro, opciones y otras. Mantener la relación con los mercados terminales en el extranjero”.

## ANEXO N° 5

### Organigrama de Codelco

