

Dilema 97

Autores responsables:

Eduardo Kohler
Viviana Hernández

Caso real, presentado con fines académicos.



Boom de M&A: Venta de farmacéutica CFR a Abbott Laboratories

Las implicancias en manejo de información
y toma de decisiones para el gobierno corporativo.

En el año 2014, el mercado farmacéutico global presenció un frenesí de adquisiciones y fusiones, debido a los beneficios tributarios, la escasez y pérdida de patentes, y la baja tasa de interés que fomentaban tales inversiones. Las compañías en Chile no estuvieron exentas del interés de grandes multinacionales por incrementar, mediante la participación de mercado de empresas nacionales en latinoamérica, el alcance global de su oferta. Una de las transacciones más grandes en el país fue la adquisición de CFR Pharmaceuticals (ex Recalcine) por parte de Abbot Laboratories. Es en este contexto, que Juan Bilbao accede a información privilegiada en su condición de miembro del Directorio y la utiliza para obtener beneficios monetarios a través de transacciones en el mercado. Las transacciones que realizó Bilbao fueron concretadas por el ejecutivo Tomás Hurtado, a través de Somerton Resources Limited, domiciliada en un paraíso fiscal en las Islas Vírgenes Británicas, de la cual Bilbao era el beneficiario final. Dichas operaciones fueron sancionadas y multadas tanto en EEUU por la SEC (Security Exchange Commission) y en Chile por la SVS (Superintendencia de Valores y Seguros).

Durante el año 2014, a nivel mundial se presenció una fiebre de fusiones y adquisiciones (en adelante M&A) en la industria farmacéutica, con 94 acuerdos totales. Si bien esta cifra representó un 23,8% menos que el año anterior, en términos del monto total pagado alcanzó

un nivel histórico, con un incremento del 38,4%, que bordeó los US\$284,012 millones: su máximo en veinte años (Pérez-Barros, 2014)¹. Al respecto se señala que este frenesí es el "resultado de un número de factores que incluyen una ola de 'inversiones tributarias' que han

¹ Anexo 1: Evolución Transacciones Boom M&A Industria Farmacéutica.

permitido que empresas extranjeras compren a otras estadounidenses y cambien el domicilio tributario a países con impuestos más bajos, creando beneficios en efectivo inmediatos y considerables para las ganancias” (Pérez-Barros, 2014). A esto se debe sumar el bajo costo de la deuda por bajas tasas de interés y los balances saludables de las empresas involucradas.

Las principales motivaciones, junto con los beneficios de alcanzar una mayor participación de mercado y, por tanto, obtener un mayor poder de negociación, es que las empresas buscaban enfocarse en las áreas de mejor desempeño y en las que tienen mayor conocimiento². Además, generar alianzas o adquisiciones permite a las compañías enfrentar la pérdida de patentes y mantener los ingresos.

En este escenario, Chile no se queda atrás con una de las compras más grandes que una multinacional haya realizado en suelo chileno. Y es que la estadounidense Abbot compró CFR Pharmaceuticals por US\$2.900 millones, durante septiembre de 2014. Sin embargo, dentro del sector, esta no es la única operación que se realizó durante el período de explosión de fusiones y adquisiciones: Laboratorios Andrómaco fue comprado por Grunenthal a fines de 2013 y la cadena de farmacias FASA por Alliance Boots a inicios de 2014 (EL MOSTRADOR, 2014).

Abbott Laboratories, es una compañía global del rubro de cuidado de la salud, líder en el desarrollo de productos en las áreas de diagnóstico, dispositivos médicos, suplementos nutricionales y medicamentos genéricos, que mantiene operaciones en más de 150 países, principalmente en México y Brasil, consolidándose con un fuerte perfil de negocios como actor global dentro del rubro de cuidado de salud, con una amplia diversificación de productos y cobertura geográfica.

Por su parte, CFR Pharmaceuticals S.A (ex Recalcine) con casi 100 años de presencia en el mercado farmacéutico es una empresa multinacional, con operaciones en 15 países de la región (principalmente Chile, Perú y Colombia, donde es líder en ventas de medicamentos bajo prescripción médica) y mercados emergentes de nicho, tanto en Vietnam como en Reino Unido. Se ha consolidado como una de las corporaciones farmacéuticas más grandes de Latinoamérica con su estrategia de negocios basada

en el desarrollo y comercialización de medicamentos genéricos de marca, prescritos principalmente bajo receta médica, liderando en segmentos de salud de la mujer, neurología, psiquiatría y cardiología, sumado al énfasis en el lanzamiento de nuevos productos (FELLER RATE, 2014).

CFR favorece su posición competitiva en la región por el foco y experiencia en medicamentos de alta complejidad, participando en el tratamiento de enfermedades crónicas que requieren de consumo permanente por parte de los pacientes y en donde se dificulta la sustitución de marcas. A los factores que determinan el éxito en los mercados donde participa, se debe agregar la experiencia y capacidad técnica en el desarrollo y elaboración de fármacos de formulaciones complejas y específicas que, debido a los altos requerimientos tecnológicos, operativos y financieros que traen consigo, permiten el registro y lanzamiento de productos antes que la competencia. Ello restringe, en parte, el ingreso de nuevos competidores y permite alcanzar una mayor estabilidad relativa a sus ingresos (CFR Pharmaceuticals, 2015)

Los esfuerzos que CFR realizaba para posicionarse en el mercado latinoamericano, se enmarcan dentro de un plan de expansión que sostuvo entre los años 2010 y 2013, basado en la estrategia de crecimiento de desarrollo orgánico en cuatro pilares de negocios: (1) crecimiento de la industria, (2) aumento de la participación de mercado, (3) lanzamiento de nuevos productos y (4) expansión geográfica de las divisiones. En este contexto, el plan de inversiones buscaba incrementar las operaciones a nivel de mercados emergentes, lo que derivó en un plan de adquisiciones que permitiera el ingreso de un mix de productos acordes a la cartera de CFR en nuevos mercados (CFR Pharmaceuticals, 2014).

En este contexto, Abbot manifestó interés por adquirir el 100% de la compañía. Esta oferta se materializó el 23 de septiembre de 2014, informándose mediante hecho esencial que CFR pasó a ser controlada por la multinacional Abott Laboratories, con la compra de 8.474.497.215 acciones emitidas con derecho a voto, alcanzando una participación accionaria del 99,89%. Las transacciones se llevaron a cabo a través de una exitosa Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) en Chile y paralelamente, a una oferta dirigida a titulares

² Según un estudio de Bain & Company, de los diez líderes en creación de valor a largo plazo (que han superado a la industria en un periodo de 20 años, según su rentabilidad para el accionista), siete generaron al menos 50% de sus ingresos a partir de una sola área terapéutica o de cuidado (PULSO, 2014).

de acciones residentes en Estados Unidos y a titulares de acciones representadas por ADS's³ (CFR Pharmaceuticals, 2014).

En 2011, cuando CFR debutó en bolsa, poseía una capitalización bursátil de US\$1.532 millones y posteriormente, en mayo de 2014, con el anuncio de la multinacional Abbott Laboratories sobre el acuerdo para adquirir a la compañía, la operación fue valorada en unos US\$3.300 millones, lo que en contexto significó que CFR duplicara su valor en bolsa en tres años (PULSO 1.a, 2014).

Mientras se realizaban las operaciones de negociación de la venta, el directorio de CFR Pharmaceuticals en Chile se encontraba compuesto por siete miembros titulares, designados en el año 2011: Alejandro Weinstein Crenovich, presidente del Directorio; Nicolás Weinstein Manieu, Juan Antonio Guzmán Molinari, Alberto Eguiguren Correa, Juan Bilbao Hormaeche, Guillermo Tagle Quiroz y Eliahu Shohet (CFR Pharmaceuticals, 2014)

En coherencia con su estrategia de crecimiento, durante el 9 de enero y 5 de marzo de 2014 se informó a los miembros del directorio sobre el inicio de las conversaciones para la eventual adquisición del 100% de una compañía farmacéutica en México y otra compañía en Tailandia. A estas negociaciones CFR les otorga el carácter de reservado y se informan a la SVS acerca de este carácter. El 6 de marzo del mismo año, como consecuencia de la información confidencial que manejaban en materia de fusiones y adquisiciones, que se mantenían como Hecho Reservado en la SVS, el fiscal de CFR, Agustín Eguiguren indica a los directores de la sociedad se encuentran en un período de bloqueo para realizar transacciones con el título de CFR.

Días después, el 10 de marzo, en una nueva sesión se informa al Directorio la intención de Abbott Laboratories de adquirir el 100% de las acciones de CFR, por lo tanto, entre el 9 de enero y el 15 de marzo hubo información reservada relacionada a CFR (PULSO 1.b,

2014). Conociendo esta información, entre el 12 de marzo y el 7 de mayo Juan Bilbao⁴ inició un proceso de compra de acciones, totalizando 707.222 unidades de las American Depositary Shares (ADS) de CFR por un total de US\$ 14.358.392,49 a nombre de la entidad Somerton Resources Limited, domiciliada en un paraíso fiscal de las Islas Vírgenes Británicas. Bilbao era el beneficiario final de la transacción, sin embargo, fue Tomás Hurtado, ejecutivo encargado de la administración y gestión del portafolio de inversiones personales de Juan Bilbao, quien materializó la operación y también compró para sí mismo 35.000 ADS de CFR por US\$717.710,5 en transacciones realizadas el 29 de abril y el 6 de mayo (PULSO 1.b, 2014).

Sin embargo, no fue sino hasta el 16 de mayo que CFR anunció, mediante hecho esencial, que el controlador de la sociedad (que ostentaba el 72,6% de CFR), había llegado a un acuerdo con Abbott para la venta de su participación y el lanzamiento de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) para llegar al 100% de la propiedad de la firma chilena, que se realizaría tanto en Chile como en Estados Unidos (RRP Noticias, 2014). Tras el anuncio, la primera transacción de acciones de CFR elevó el valor de este título en un 45% respecto al precio de cierre del día anterior (SVS, 2015)⁵. Esta operación no fue concretada sino hasta el 23 de septiembre, cuando Abbot completó la oferta y adquirió el 99% de los papeles de CFR.

Al conocerse el contrato con la empresa estadounidense, la SVS solicitó el 19 de mayo de 2014, los antecedentes de las personas que tuvieron acceso a la información antes de que esta fuera conocida por el mercado, ya que hubo información reservada relacionada a CFR en el directorio. Posteriormente, el fiscal de CFR, solicitó a los directores de la sociedad el 27 de mayo el detalle de sociedades o fondos de inversión donde tuvieran participación en CFR. Ante este requerimiento, Bilbao no informó respecto de Somerton (SVS, 2015).

3 *American Depositary Receipt, por su sigla en inglés es un título que respalda el depósito en un banco estadounidense de acciones de compañías cuyas sociedades fueron constituidas fuera de aquel país, de manera de poder transar las acciones de la compañía como si fueran cualquiera otra de ese mercado (SVS, s.f).*

4 *Ingeniero Comercial y ex profesor de la Universidad Católica de Chile, se vió involucrado en los hechos siendo un actor emblemático dentro de la elite empresarial chilena, reconocido por su agudeza y sofisticación en el mercado financiero comenzó su trayectoria en New York, como gerente comercial de Bankers Trust, que luego fue vendido a Deutsche Bank, y consolidándose como banquero en Wall Street. Entre 1997 y 1999 lidera la venta de Consorcio desde Deutsche Bank a los que se convertirían en sus futuros socios, Hurtado Vicuña y Fernández León (EL MOSTRADOR, 2015). Por invitación de estas familias, Bilbao llega a fines de los 90 a la presidencia del grupo Consorcio, una de las compañías de seguros más grandes de Chile, la que mantuvo por 15 años, hasta el 23 diciembre de 2014. Fecha hasta la que también presidía los directorios de Entel, Watt's, Blumar y Paz Corp (Que Pasa, 2014).*

5 *Anexo 2: Evolución precio de acciones CFR*

Como consecuencia de los hechos, los implicados fueron sancionados y multados por organismos reguladores del mercado de valores tanto en Chile como en Estados Unidos. La Securities and Exchange Commission (SEC), el regulador del mercado de valores de Estados Unidos, presentó una demanda civil ante la corte de Nueva York en diciembre de 2014 contra Juan Bilbao Hormaeche y Tomás Hurtado Rourke, acusándolos de participar en transacciones bursátiles de CFR Pharmaceuticals (Recalcine) con uso indebido de información privilegiada. La SEC acusaba a Bilbao de obtener ganancias por US\$ 10,1 millones y a Hurtado por transacciones con las que habría ganado casi US\$ 500 mil. Tras la acusación, Bilbao renunció a la presidencia de Consorcio y a otros cuatro directorios que presidía (EL MERCURIO, 2014).

Al presentar la demanda, el regulador obtuvo una orden judicial para congelar los activos en cuentas financieras de EE.UU. que fueron utilizadas por los ejecutivos para realizar las operaciones en cuestión. Finalmente, Juan Bilbao logra acuerdo con la SEC para poner fin a su acusación en el país norteamericano y paga mucho menos de lo que arriesgaba, que podía llegar a US\$40 millones (US\$10 millones en reposición de utilidad obtenida y una multa de máximo tres veces esa cifra), quedando obligado a pagar sólo US\$13,2 millones, que se componen en una multa y en la renuncia a las ganancias de Somerton Resources Ltd., por aproximadamente US\$6,5 millones (LA TERCERA, 2015).

Por otra parte, en Chile, como resultado de un análisis de la operación y sus antecedentes, la SVS inició el 30 de enero de 2015 procedimientos para sancionar a Juan Bilbao por infracciones a los artículos 12, 17, 59 y 165 de la Ley No. 18.945 (Ley de Mercado de Valores) y el artículo 42 no. 4 la Ley No. 18.046 (Ley de Sociedades Anónimas)⁶. Los delitos se enmarcan en un contexto donde los directores de la sociedad fueron notificados el 6 de marzo de 2014, por parte del fiscal de CFR, Agustín Eguiguren, que debido a la información confidencial que manejaban en materia de fusiones y adquisiciones, no podrían realizar transacciones con el título de CFR.

Finalmente, la Superintendencia de Valores y Seguros aplicó una multa de UF 90.000 (aproximadamente US\$3,2 millones) por las infracciones relacionadas con uso de información privilegiada a Juan Bilbao Hormaeche con el título de la sociedad anónima CFR Pharmaceuticals, mientras se desempeñaba como director de la compañía en 2014 (SVS, 2015).

Aun cuando la transacción tuvo consecuencias que implicaron el uso de información privilegiada y sanciones para los involucrados, Abbott logró gracias a la participación que CFR Pharmaceuticals mantenía en el mercado posicionarse como una de las diez principales compañías farmacéuticas de América Latina. Esto permitió que la compañía expandiera sus operaciones en un mercado de fuerte crecimiento, en comparación al desarrollo de la industria farmacéutica en países desarrollados, donde hasta ese momento, Abbott mantenía la mayoría de sus operaciones.

La adquisición de CFR permitió a Abbot aportar con el “know-how sobre desarrollo, fabricación y comercialización de productos y servicios de atención de salud”, mientras que CFR Pharmaceuticals contaba con una “especialización en investigación, desarrollo, producción y comercialización de medicamentos (...) y conocimiento de los mercados Latinoamericanos” (CFR Pharmaceuticals, 2015).

Feller Rate, en su informe de clasificación de noviembre 2014 de CFR Pharmaceuticals S.A, se refiere a las operaciones y asigna perspectivas positivas a la clasificación de la compañía luego de que Abbott tomara el control. Ello se debe a que en el mediano y largo plazo las operaciones de negocios de CFR podrían beneficiarse con la potencial transferencia de tecnología, experiencia, economías de escala, marcas propias y mejores prácticas por parte de Abbott, junto con la alta capacidad financiera de Abott que vendría a apoyar el desarrollo y financiamiento de futuras inversiones por parte de AFR, de acuerdo con sus políticas de crecimiento (FELLER RATE, 2014)

6 Anexo 3: Infracciones a la Ley de Mercado de Valores y de la Ley de Sociedades Anónimas.

A partir de los antecedentes del caso,

¿Qué elementos de ambas empresas condicionaron la estrategia implementada de adquirir a CFR Pharmaceuticals versus una alianza estratégica?

¿Qué recursos y sinergias consideras clave para la implementación de la estrategia?

¿De qué forma crees que inciden los factores del mercado (incertidumbre y competitividad) en esta adquisición?

¿Qué dilemas podrían enfrentar los miembros de un directorio al manejar información privilegiada que resulta crucial para la administración de la sociedad?

¿Cómo evalúas la función de las instituciones reguladoras en la prevención de los delitos en el mercado de valores?

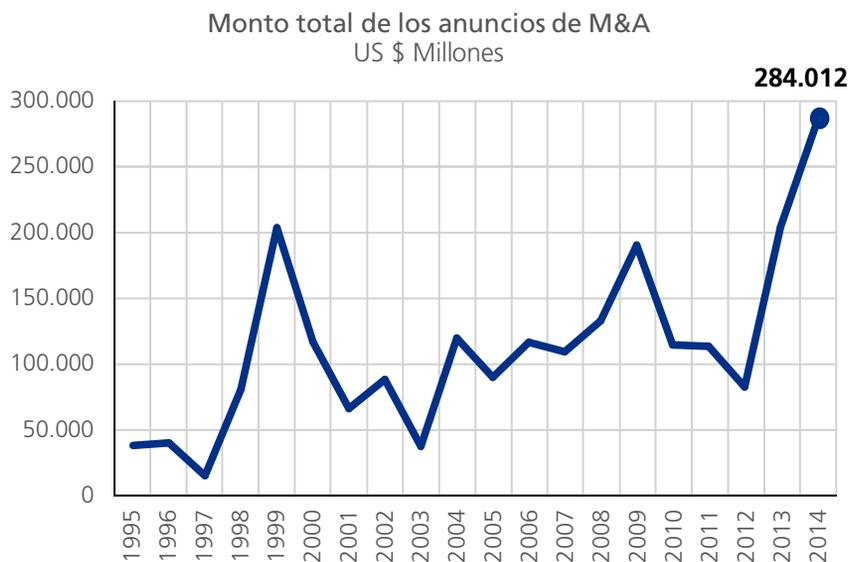
Considerando que las sanciones son individuales,

¿Qué responsabilidad tienen las empresas ante los delitos cometidos en sus operaciones?

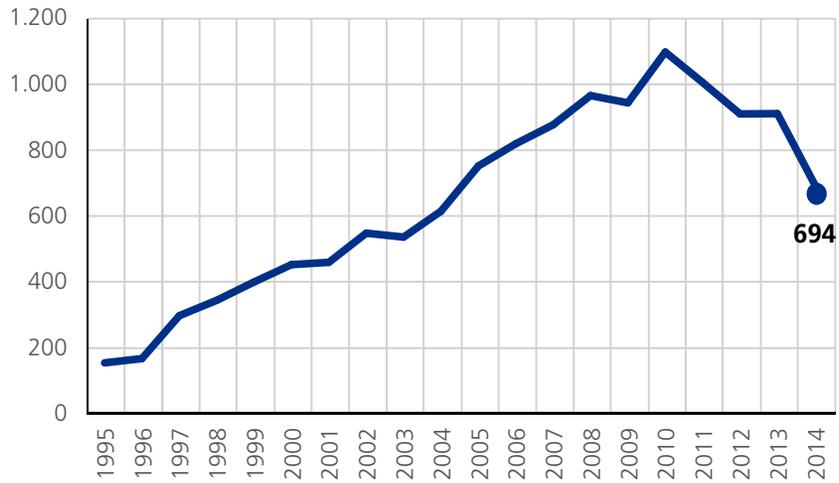
¿Qué impacto tienen en la sociedad los delitos con implicancias éticas que son cometidos por grandes ejecutivos?

Anexos

Anexo 1: Evolución Transacciones Boom M&A Industria Farmacéutica

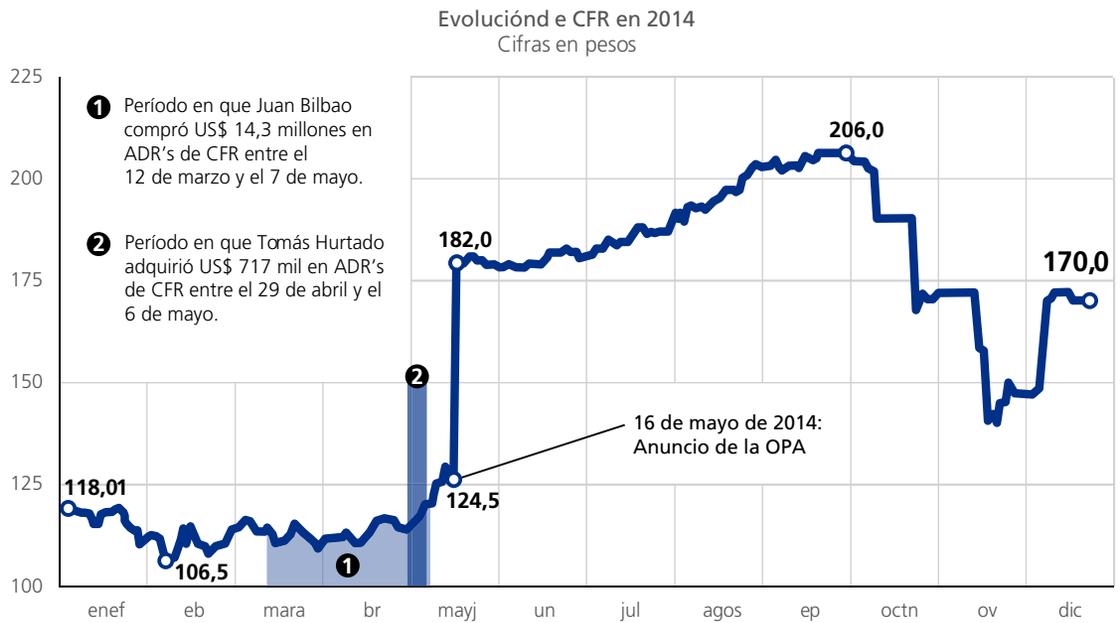


Número de anuncios M&A
N°



Fuente: PULSO (2014).

Anexo 2: Evolución acción CFR en 2014



Fuente: EL MERCURIO, Economía y Negocios (2014).

Anexo 3: Infracciones a la Ley de Mercado de Valores y de la Ley de Sociedades Anónimas

Artículo 165 de la Ley N°18.045 (Ley de Mercado de Valores): Cualquier persona que en razón de su cargo, posición, actividad o relación con el respectivo emisor de valores o con las personas señaladas en el artículo siguiente, posea información privilegiada, deberá guardar reserva y no podrá utilizarla en beneficio propio o ajeno, ni adquirir o enajenar, para sí o para terceros, directamente o a través de otras personas los valores sobre los cuales posea información privilegiada.

Artículo 12 de la Ley N°18.045 (Ley de Mercado de Valores): Las personas que directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, posean el 10% o más del capital suscrito de una sociedad anónima abierta, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentaje, como asimismo los directores, liquidadores, ejecutivos principales, administradores y gerentes de dichas sociedades, cualesquiera sea el número de acciones que posean, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, deberán informar a la Superintendencia y a cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tenga valores registrados para su cotización, de toda adquisición o enajenación que efectúen de acciones de esa sociedad.

Artículo 17 de la Ley N°18.045 (Ley de Mercado de Valores): Los directores, gerentes, administradores y ejecutivos principales, así como las entidades controladas directamente por ellos o a través de otras personas, deberán informar a cada una de las bolsas de valores del país en que el emisor se encuentre registrado, su posición en valores de éste y de las entidades del grupo empresarial de que forme parte. Esta información deberá proporcionarse dentro de tercer día hábil cuando las personas asuman su cargo o sean incorporadas al registro público indicado en el artículo 68, cuando abandonen el cargo o sean retiradas de dicho registro, así como cada vez que dicha posición se modifique en forma significativa.

Artículo 59 de la Ley N°18.045 (Ley de Mercado de Valores):

Letra a): Sufrirán las penas de presidio menor en su grado medio a presidio mayor en su grado mínimo:

a) Los que maliciosamente proporcionaren antecedentes falsos o certificaren hechos falsos a la Superintendencia, a una bolsa de valores o al público en general, para los efectos de lo dispuesto en esta ley.

f) Los directores, administradores y gerentes de un emisor de valores de oferta pública, cuando efectúen declaraciones maliciosamente falsas en la respectiva escritura de emisión de valores de oferta pública, en el prospecto de inscripción, en los antecedentes acompañados a la solicitud de inscripción, en las informaciones que deban proporcionar a las Superintendencias de Valores y Seguros o de Bancos e Instituciones Financieras en su caso, o a los tenedores de valores de oferta pública o en las noticias o propaganda divulgada por ellos al mercado.

Artículo 42 de la Ley N°18.046 (Ley de Sociedades Anónimas):

Los directores no podrán: 4) Presentar a los accionistas cuentas irregulares, informaciones falsas y ocultarles informaciones esenciales.

Fuente: Ministerio de Hacienda, 2014.

Referencias

CFR Pharmaceuticals. (2014). Memoria Anual.

CFR Pharmaceuticals. (2015). Memoria Anual.

EL MERCURIO. (22 de noviembre de 2014). Ex director de CFR, demandado por la SEC.
Obtenido de <http://www.elmercurio.com/inversiones/noticias/acciones/2014/12/22/ex-director-de-cfr-es-demandado-por-uso-de-informacion-privilegiada.aspx>

El Mercurio, Economía y Negocios. (23 de diciembre de 2014). Regulador del mercado de valores de EE.UU. demanda a Juan Bilbao y Tomás Hurtado.
Obtenido de <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=132011>

EL MOSTRADOR. (19 de mayo de 2014). CFR-Abbott: La fiebre de las grandes transacciones farmacéuticas llegó a Chile y no importó la Reforma Tributaria.
Obtenido de <http://www.elmostrador.cl/mercados/destacados-mercado/2014/05/19/cfr-abbott-la-fiebre-de-las-grandes-transacciones-farmaceuticas-llego-a-chile-y-no-importo-la-reforma-tributaria-2/>

EL MOSTRADOR. (27 de noviembre de 2015). El "Knock Out" de la SVS contra Juan Bilbao.
Obtenido de <http://www.elmostrador.cl/mercados/2015/11/27/el-knock-out-de-la-svs-contra-juan-bilbao/>

FELLER RATE. (Noviembre de 2014). Informe de Clasificación CFR Pharmaceuticals S.A.

LA TERCERA. (23 de octubre de 2015). Juan Bilbao sella acuerdo con la SEC y paga US\$ 13 millones.
Obtenido de <http://www.latercera.com/noticia/juan-bilbao-sella-acuerdo-con-la-sec-y-paga-us-13-millones/>

Ministerio de Hacienda. (2014). Ley de Mercado de Valores.
Obtenido de <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29472>

Ministerio de Hacienda. (2016). Ley Sobre Sociedades Anónimas.
Obtenido de <https://www.leychile.cl/Navegar?idNorma=29473>

Pérez-Barros M. J. (21 de noviembre de 2014). Fiebre de M&A en la industria farmacéutica llega a su récord en 2014. En PULSO.
Obtenido de www.pulso.cl/empresas-mercados/fiebre-de-ma-en-la-industria-farmaceutica-llega-a-su-record-en-2014

PULSO 1.a. (19 de mayo de 2014). Recalcine duplica su valor en tres años tras oferta de compra.
Obtenido de <http://www.pulso.cl/post/ajax/154146/>

PULSO 1.b. (23 de diciembre de 2014).
Obtenido de Las operaciones de los ejecutivos que motivaron la demanda de la SEC de EE.UU:
<http://www.emol.com/noticias/economia/2014/12/23/695907/las-operaciones-de-los-ejecutivos-que-motivaron-que-la-demanda-de-la-sec-de-eeuu.html>

Que Pasa. (30 de diciembre de 2014). Bilbao en la mira.
Obtenido de <http://www.quepasa.cl/articulo/negocios/2014/12/16-15984-9-bilbao-en-la-mira.shtml/>

RRP Noticias. (16 de mayo de 2014). Abbot compra farmacéutica chilena CRF por US\$2.900 millones.
Obtenido de <http://rpp.pe/economia/economia/abbot-compra-farmaceutica-chilena-crf-por-us2900-millones-noticia-692488>

SVS. (26 de noviembre de 2015). SVS hace pública sanción por uso de información privilegiada en contra de Juan Bilbao Hormaeche.
Obtenido de <http://www.svs.cl/portal/prensa/604/w3-article-21580.html>

SVS. (s.f). American Depositary Receipts (ADR's). Obtenido de <http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-507.html>