



Sergio Sáez Fuentes

MBA de Wharton, empresario y uno de los analistas financieros más directos del mundo de los negocios en Chile, Tomás Casanegra revisó a fondo los estados financieros de Codelco. Para él, la cuprífera estatal lleva 15 años viviendo una transformación que nadie explicó bien: pasó de ser la vaca lechera del país a comportarse como una gran startup que sistemáticamente necesita levantar capital porque no genera caja suficiente. Con una deuda que escaló de US\$9.000 a US\$25.000 millones y proyectos estructurales que aún no rinden los frutos prometidos, Casanegra sostiene que la administración Pacheco tomó un "sartén caliente" y que Fontaine, tendrá una labor muy difícil.

— **¿Cómo es la situación financiera de Codelco a fines de mayo?**

— La situación financiera de una compañía, al final, siempre pasa por su capacidad de generar caja. O de conseguir financiamiento para pasar aquellos periodos en los cuales no puede generarla, o sea porque está invirtiendo mucho, o porque está creciendo. Pero Codelco, y no es un fenómeno de ahora, lleva cerca de 15 años mostrando un flujo de caja bastante negativo, pero reportando utilidades. Porque ahí está el tema: cuando tú ganas plata contablemente no quiere decir que eso te sirva para pagar la cuenta del cine. La caja es la realidad de la empresa.

— **¿Es una empresa con poca caja, pero con facilidad de endeudarse?**

— En cerca de 15 años ha invertido más de US\$50.000 millones, lo que es una brutalidad. La parte negativa es que la generación de caja es deficitaria; la parte positiva —entre comillas— es que Codelco nunca tendrá problemas para conseguir financiamiento. El aval implícito del Estado de Chile como propietario le otorga al inversionista una tranquilidad considerable

— **¿La inversión en los proyectos estructurales ha sido la sombra de los estados financieros?**

— Revisé todos los estados financieros hacia atrás, y la verdad es que si en los últimos 15 años Codelco ha reportado utilidades en torno a US\$12.000 millones, el flujo de caja libre ha sido negativo en cerca de US\$13.000 millones. Entonces hay un gap que tiene que ver con muchos aspectos, siendo el principal estos US\$50.000 millones en inversión. La inversión no se considera un gasto en el reporte de utilidades, pero sí representa una salida de caja. Se asume que va a rentar en el futuro; si no renta, pasará a ser plata perdida. Y desde que no se reconoce ese gasto hasta que se sabe si fue rentable, pueden pasar 10 o 15 años, como estamos viendo ahora. Estamos ante una tremenda apuesta.

De vaca lechera a startup: el cambio que nadie explicó

— Para Tomás Casanegra, "Codelco siempre ha sido como una vaca lechera. Pero la verdad es que en estos últimos 15



El columnista sostiene que Codelco "ya dejó de ser una vaca lechera".

Los números de la minera

Tomás Casanegra: "Codelco es como una startup, todos los años le falta plata"

El analista examina quince años de decisiones, una deuda que ya pasa la cuenta y un debate que Chile evita: la presencia privada en la cuprífera estatal.

años ha sido una apuesta. Es como una gran startup. Cambió el perfil, y yo creo que eso también se ha explicado bastante poco. La gente no entiende que el Codelco de hoy no tiene nada que ver con el Codelco de hace 20 años", comenta.

— **¿Por qué parece una startup?**

— Mira, en general tú tienes startups que parten muchos años sin generar caja,

invirtiendo mucho, apostando a que algún día vamos a comerlos el mundo. Pero el desarrollo natural de cualquier startup es un desarrollo de rondas de levantamiento de capital. Les falta plata siempre. Y lo puedes ver en Codelco: hace 15 años tenía una deuda de US\$9.000 millones y hoy tiene una deuda de US\$25.000 millones. Codelco es como una startup, todos los años le falta plata. A eso es a lo que me refiero con startup: alguien que sistemáticamente necesita levantar recursos porque su generación de caja es deficitaria, apostando a generar mucha caja en el día de mañana. Que es todo lo contrario de una vaca lechera, que es alguien que no te chupa recursos —o te chupa poco— pero a cambio te entrega mucho hoy.

— **Este nivel de deuda que pasó de US\$9.000 a US\$25.000 millones en 15 años, ¿cuándo se vuelve insostenible?**

— Si la compañía no logra generar un flujo de caja positivo, quien sirve esa deuda es el Estado de Chile sistemáticamente. Es el riesgo país el que está detrás. Tú ya no miras el riesgo de la compañía, miras el riesgo país. Esos US\$25.000 millones hoy no aparecen como deuda del gobierno central en ningún lado, pero lo son mientras la compañía no genere caja para servirla. No le puedes poner un número tope, nadie sabe. Pero lo que sí ocurre es que el precio de esa deuda se dispara, eso se dispara en el país entero: en los créditos de consumo, en los créditos hipotecarios, en todos lados. Y ya estamos viendo un poquito de eso. El problema de la deuda —Bassett dice eso— es que todos los días en la mañana te tienes que levantar, mirarte al espejo y preguntarte qué es lo que el mundo piensa de ti. Un día puede pensar cosas buenas, y eso cambia rápidamente.

— **¿Fue una mala estrategia salir con todos los proyectos estructurales a la vez?**

— Yo creo que sí. Te voy a decir que a la reciente administración de Codelco (Pacheco) le ha salpicado mucho, aunque yo creo que agarraron un sartén caliente hirviendo.

— **¿Tal vez la idea es asociarse con privados en pequeñas operaciones?**

— Si quieres introducir un poquito de mano privada y generar un cambio desde dentro, puedes hacer unas pequeñas privatizaciones —entre comillas— aguas abajo, en las filiales. Y ahí es donde entran los joint ventures.

— **¿Siente que hay alergia a conversar una privatización, aunque sea parcial de Codelco?**

— Cuando se me pregunta si privatizaríamos Codelco, yo diría que estudiaría si conviene o no conviene. Es como cuando tienes un negocio: no estás en la mentalidad de decir "lo vendo o no lo vendo". Vas a decir, ¿me conviene o no me conviene? El tema es políticamente muy hipócrita, porque consiste en hacerle creer a todo el mundo que privatizar significa regalarla. Eso es lo que venden los críticos. Y no estamos hablando de eso. Primero, no es una vaca lechera. Y segundo, no significa regalarla. Entiendo que en Chile esto le cruje y explota el cerebro a la gente, porque estamos hablando de hacer un pacto con el diablo.

— **¿Cómo ves el futuro de lo que se le viene a Bernardo Fontaine?**

— Se le viene lo mismo que se les ha venido a los presidentes del directorio pasado. Fontaine tendrá un desafío enorme. Ya el esqueleto, el muerto, salió del clóset. En buen chileno, antes tú te podías hacerte el tonto con el tema. Pero el mismo Fontaine ya ha dicho que esta es una compañía que para cumplir la ley reservada, pagar los impuestos y pagarle al fisco, se tiene que endeudar en montos iguales o superiores a lo que le tiene que pagar al fisco. Antes pasaba a piola. Sacaban pecho con los excedentes que le pagaron al fisco. Pero tú no sacas pecho por excedentes que pagaste endeudándote. Ahora ya no va a pasar piola como se dice en buen chileno.