

# **Memoria para Optar al Grado**

## **“Efectos Jurídicos y Económicos de la Ley de Opas en el Mercado de Capitales”**

**Autor: José Palma Tagle**

**Profesor: Juan Eduardo Palma**

Departamento de Derecho Comercial  
Escuela de Derecho  
Universidad de Chile  
Santiago de Chile  
2 de Octubre del 2003.



# **“Efectos Jurídicos y Económicos de la Ley de Opas en el Mercado de Capitales”**



- 1-.) ¿Un Avance por la Transparencia o Un Retroceso Regulatorio?
- 2-.) ¿Una Barrera de Ingreso al Mercado de Capitales o una Verdadera Protección al Accionista Minoritario?
- 3-.) ¿Creación de Oligopolios de Control o Atomización Accionaria?

## **Capítulo I.**

### **Introducción**

Antes de comenzar con el estudio, el análisis y las posibles respuestas de las conjeturas planteadas a lo largo de esta tesis, es necesario situar nuestro ámbito de acción de esta monografía, con la finalidad de otorgarle un hilo conductor y un plan de desarrollo.

De esta forma, nuestro estudio debe comenzar por referirnos al marco de acción de la Normativa sobre Opas, siendo parte de un conjunto de regulaciones que versan sobre el Sistema Financiero Chileno, entendido por Cachón Blanco<sup>1</sup> como “El conjunto de Instituciones, mercados, activos y técnicas a través de las cuales se potencia el ahorro hacia la inversión y se consigue un equilibrio entre ambas magnitudes”.

A partir de la definición, se aprecian 3 elementos que componen el sistema financiero. En primer lugar, las Instituciones Financieras, luego los Activos Financieros y los Mercados Financieros, entendido este último como el conjunto

---

<sup>1</sup> Derecho del Mercado de Valores, José Enrique Cachón Blanco, 1992, Editorial Dykinson, Madrid, Tomo I, pág. 13

de fuerzas de oferta y demanda, de ahorro y de inversión, así como los elementos que permiten la canalización del ahorro a la inversión y la obtención de un equilibrio entre ellas.

A partir de la noción de Mercados Financieros se debe distinguir a dos sub-mercados, el mercado de crédito y el de valores. Este último en un sentido amplio se puede entender como aquel donde se incluyen las relaciones de crédito y financiamiento entre una entidad demandante de financiamiento y un número elevado de ahorradores a través de unos valores negociables de carácter homogéneo y fungible<sup>2</sup>.

Esta es la definición dada por este autor, sin perjuicio de los distintos conceptos doctrinarios que existen sobre definiciones y clasificaciones relacionados al Mercado de Valores, que para efectos del sentido y desarrollo de esta Tesis, no se profundizará mayormente, con el objetivo de no perder la hebra de la misma y de no extenderse más allá de lo necesario en temas anteriormente desarrollados por otros autores.

Luego, la esencia del Mercado de Valores consiste en su capacidad para ser un medio eficaz y un vehículo de financiamiento de las instituciones que la componen, en especial, de las compañías o empresas existentes. Hoy en día, la apertura de los mercados y la globalización vigente hacen necesario contar con políticas que permitan y fomenten el crecimiento económico, la liquidez, una mayor transparencia e información en el Mercado mismo.

Juegan un rol principal los inversionistas, quienes facilitan y procuran los recursos suficientes, a través de títulos, valores, bonos o acciones para otorgar liquidez y financiamiento a los distintos proyectos de inversión de las sociedades, de manera general.

Por ello es que la estructura jurídica del mercado de valores es vital para realizar sus objetivos de inversión, por lo que ésta debe responder a esta necesidad, sin colocar trabas u obstáculos excesivos a la canalización de recursos financieros.

Según Bernet<sup>3</sup> el Derecho de Mercado de Valores tiene por contenido “un conjunto de principios y normas jurídicas de naturaleza pública y privada que tienen por objeto regular las relaciones que nacen entre los emisores, intermediarios e inversionistas de valores, como asimismo regular las actuaciones de órganos de control, públicos y privados en su labor de supervigilar tales

---

<sup>2</sup> Derecho del Mercado de Valores, José Enrique Cachón Blanco, 1992, Editorial Dykinson, Madrid, Tomo I, pág. 15

mercados”, en este sentido la naturaleza del derecho que regula el mercado de valores, es por esencia, interdisciplinario, tomando en cuenta no sólo los aspectos comerciales, sino también tributarios, económicos, administrativos, penales, etc. Que están relacionados.

A partir de su definición podemos llegar a señalar los principales fines que se propone el Estado con la dictación normas regulatorias, a saber:

1.-) Otorgar Confianza Pública a los Inversores, a partir de determinadas normas de conducta que los agentes deben respetar, bajo el apercibimiento de sanciones de naturaleza administrativa o penal.

2.-) Garantizar la Igualdad y la Transparencia en el acceso a información de los diferentes actores del Mercado de Valores, con el fin de promover la participación de los inversionistas en el mismo.

Después de conocer la finalidad de la regulación nos interesa señalar el marco regulatorio en que se origina la Ley de Opas.

El 22 de Octubre de 1981 fue publicada la Ley 18.045, que constituyó uno de los hitos más importantes del Mercado de Valores Chileno, ya que fue el primer cuerpo orgánico de regulación sobre esta materia. Con posterioridad la Ley ha sufrido diversas modificaciones con el objeto de adecuarse a los cambios del Mercado, que se han traducido en 15 leyes que han tenido como función perfeccionar la Ley original. De esta manera se infiere que toda normativa que se preste de tal y que tenga como objeto una materia tan dinámica y en continua evolución como el mercado de valores, requiere de un orden mínimo que asegure la igual participación de los agentes del mercado, junto a ciertos principios rectores como la transparencia, eficiencia, protección de inversionistas, etc. pero otorgando una mayor responsabilidad y autonomía a los distintos actores del mercado.

Sólo basta con ver el estancamiento que se ha producido en el Mercado de Capitales en estos últimos 5 años y la falta de liquidez en el mismo para comprender la necesidad de que se tenga una Legislación de Valores Flexible y Abierta a las fuerzas del mercado. En este sentido, pueden recalcarse positivamente las modificaciones que ha sufrido la Ley de Sociedades Anónimas N° 18.046, que hoy en día se caracteriza por establecer el reclamo jurisdiccional frente a las decisiones y sanciones que pueda aplicar el organismo contralor.

---

<sup>3</sup> El Fenómeno de las Opas en el Mercado de Valores, Manuel Antonio Bernet, 2001, Memoria para optar al Grado, Facultad de Derecho, Universidad Adolfo Ibañez, pág. 10

Así también y como lo señala Puelma<sup>4</sup> “en la nueva legislación existe una clara inspiración proveniente del derecho norteamericano, tales como en la distinción entre sociedades abiertas y cerradas, acciones sin valor nominal y la necesidad de fijar el valor de colocación de acción en aumentos de capitales de la sociedad anónima, que puede ser en un valor superior o inferior, sea al valor nominal, al valor libro o al valor de cotización bursátil.” A lo anterior se agrega el aumento de nuevos tópicos usados en legislaciones modernas sobre mercado de valores.

Luego de establecer nuestro hilo conductor, a partir del sistema financiero existente en Chile y del mercado financiero mismo, entramos a analizar su significado, donde el Mercado de Valores juega un rol fundamental como espacio de intermediación financiera y de recursos entre los distintos agentes.

Desde un punto de vista jurídico, el Derecho y el orden normativo presentan determinados fines y principios que señalamos en un sentido teleológico, hacia los objetivos que debe propender nuestro mercado. Sobre este punto es importante destacar el aporte científico de la Escuela Jurídica del Análisis Económico del Derecho (Law & Economics), cuya doctrina expone que el fin último del derecho es la eficiencia normativa entendida como ciertas directrices que tienen por objeto el mejor funcionamiento de los mercados. Como lo señala Bernet<sup>5</sup>, ellas consisten en:

- a) **La profesionalidad**, que debe exigirse a todas aquellas personas o entidades que participan habitualmente en el Mercado de Capitales, siendo obligatorios determinados requisitos a los intermediarios de valores a fin de garantizar seriedad y seguridad en las transacciones de valores.
- b) **La desformalización** de las operaciones sobre valores en el mercado secundario, con el objeto que exista agilidad en el mercado y comodidad en los inversores.
- c) **La confidencialidad** con que deben operar los intermediarios de valores respecto a las informaciones que reciben en razón de su cargo y a la identificación de sus clientes.
- d) **Que no existan regulaciones** que frenen la evolución y las innovaciones en el mercado, como la creación de nuevas operaciones o activos financieros.

---

<sup>4</sup> Sociedades, Tomo II, Sociedad Anónima, 3ª edición actualizada, Álvaro Puelma Accorsi, Editorial Jurídica de Chile, 2001, Pág. 460

<sup>5</sup> El Fenómeno de las Opas en el Mercado de Valores, Manuel Antonio Bernet, 2001, Memoria para optar al Grado, Facultad de Derecho, Universidad Adolfo Ibáñez, pág. 15

Después de ver nuestro orden normativo y las características a que debe propender, de flexibilidad y apertura, nos corresponde analizar y comenzar el estudio de la Ley en cuestión, la Ley Número 19.705 de Oferta Pública de Acciones.

Una de las Legislaciones más controvertidas y esperadas por el conjunto de actores financieros y económicos en el Mercado de Valores y de Capitales fue aquella promulgada el 20 de Diciembre del 2000, la llamada Ley de Opas. Pero el camino para llegar esa normativa fue largo y el detonante de su rápida tramitación y promulgación se debió al “Caso Chispas” que afectó ciertamente al Mercado de Capitales Chilenos tanto por la forma de Transacción como también por los Montos involucrados.

En este sentido el espíritu de esta Memoria consiste en hacer un aporte al debate y a la discusión en torno a la justificación y la aplicación práctica de esta Normativa en el Mercado Chileno de Valores procurando dar algunas respuestas a las conjeturas planteadas al principio de este texto.

Mi intención con esta monografía es plantear una revisión crítica de La Ley sobre Oferta Pública de Acciones (Ley 19.705), que se encuentra en Vigencia a partir del 20 de Diciembre del año 2000, luego de transcurridos 3 años desde su publicación.

No es la pretensión del autor de esta monografía elaborar una “memoria tradicional” semejante a un gran Compendio Normativo, Legal o Doctrinario de la Ley de Opas ni ser un Documento Histórico de la misma, sino realizar una investigación analítica acerca de los efectos de la Ley de Opas en el Mercado Chileno de Valores, privilegiando la calidad por sobre la cantidad de materia que se pudiere exponer, en procura de llegar a una Tesis construida sobre la base de estudios hechos por académicos, autoridades y en especial por el autor sobre el tema, junto a casos estudiados con tal fin.

El objeto de estudio reside en un análisis empírico con elementos jurídicos y económicos sobre los principales efectos de esta Ley, que se han originado en el Mercado, en la Transacción Bursátil y en las Sociedades Anónimas que transan sus acciones en la Bolsa. Es una tesis Jurídico-Descriptiva, ya que procura descomponer una situación jurídica en sus diversos aspectos, estableciendo relaciones y niveles que ofrece en particular el funcionamiento de esta Norma Jurídica, pero también pretende ser Propositiva, al momento que evalúa sus fallos y propone cambios y reformas a futuro.

La Ley de Opas, en este sentido, ha tenido como propósito crear las condiciones para que el mercado chileno sea más atractivo, en especial, para los

accionistas minoritarios y externos, como lo señaló el Superintendente de Valores y Seguros, Álvaro Clarke.

La Legislación abarca cuatro áreas temáticas principales: 1-) Oferta Pública de adquisición de Acciones 2.) Gobiernos Corporativos 3-) Concentración Bancaria y 4-) Recompra de Acciones y Stock Options.

Dada la amplitud de la materia y el fin, en especial, que procura esta Tesis, mi investigación se centra en la Opa, en su mecanismo mismo, junto a la Toma de Control, respecto a la protección de los accionistas minoritarios. Este interés reside en que procuro estudiar los aspectos más medulares de la Legislación y que son más importantes, en cuanto a sus implicancias en las Sociedades Anónimas y en el Mercado de Valores mismo.

### **1.1) Fundamentos Económicos y Jurídicos, en la regulación de las Transacciones entre Sociedades (Liberalización o Regulación Accionaria)**

Una de las premisas para comenzar un estudio sobre la Legislación de Opas, consiste en presentar las distintas posturas existentes sobre los principios que deben regir el Ordenamiento Jurídico del Mercado de Valores, lo cual está en directa relación con la materia en estudio: La ley de Opas.

Por ello, se debe agregar que la legislación de Mercado de Valores es fragmentaria y discontinuada, ya que surge como respuesta a coyunturas del momento en el mercado, por lo que sólo a partir de un análisis posterior es posible deducir los principios constitutivos de una nueva reforma jurídica o de un sistema jurídico determinado.

En este sentido, existen dos principios fundamentales que han primado en la doctrina, uno es el **principio de eficiencia** y otro, el **principio de protección a los inversores**. Me parece un error señalar que se contraponen ya que en muchos casos son complementarios y operan de forma conjunta, pero si ocurre que ciertos principios prevalecen más que otros en algún momento dado, lo cual se desprende de la historia fidedigna, del sentido y del contenido de ciertas normas jurídicas.

Por ello, con la finalidad de enriquecer el propósito de esta tesis pasaremos a analizar cada principio en consideración a la Ley de Opas.

#### **1.1.1) Primacía de la Protección del Inversor frente a la Eficiencia del Mercado.**

Toma como base el modelo económico social de mercado, por el cual a través de las leyes y normas reglamentarias se busca eliminar los fallos o imperfecciones de los mercados, ya que sólo los ahorradores que se sientan protegidos estarán dispuestos a adquirir títulos o acciones en el Mercado de Capitales.

Para esta Doctrina la protección al inversionista es una precondition para que el Mercado de Valores funcione de forma equitativa, lo cual se logra con una Regulación que integre y respete los derechos de los agentes del mercado. Entre algunas opiniones dadas por ciertos autores sobre el concepto o el contenido este principio se encuentran las de los siguientes autores:

1-.) **Bercovitz**<sup>6</sup>, “Sólo si los ahorradores se sienten adecuadamente protegidos estarán dispuestos a la adquisición de los títulos del mercado de capitales y podrá cumplir éste de manera eficiente la función económica que le corresponde”.

2-.) **Cachón Blanco**<sup>7</sup>, señala que “los inversores deben estar eficazmente protegidos contra las actuaciones fraudulentas de cualquier persona o entidad que actúe en el mercado, siendo un conjunto de medidas de carácter jurídico que tiene por objeto la tutela del inversor facilitando las posibilidades de información y su libertad de decisión respecto a su inversión.

Entre las razones y fundamentos más importantes de este principio, se encuentran las siguientes:

1-.) La necesidad de tutela de los inversores con menos experiencia frente a posibles actuaciones fraudulentas de inversores más cualificados dentro del mercado.

2-.) Dentro de las Sociedades Anónimas, se deben tutelar a las minorías sociales frente a comportamientos desleales del grupo controlador, eliminándose todo tipo de trabas a los accionistas externos en el acceso a la información sobre los negocios sociales junto al respeto de los derechos de los accionistas de este grupo al interior de la Compañía.

Una vez señalados los fundamentos que dan sentido al principio de protección al inversionista se debe atender a la **extensión de la tutela del legislador al mismo.**

---

<sup>6</sup> ESTUDIOS JURIDICOS SOBRE PROTECCION DE LOS CONSUMIDORES, Alberto Bercovitz y Rodrigo Benavides, 1987, Editorial Tecnos Madrid, p.102

<sup>7</sup> Derecho del Mercado de Valores, José Enrique Cachón Blanco, 1992, Editorial Dykinson, Madrid, Tomo I, pág. 32

La doctrina está conteste en que se debe garantizar al inversionista seguridad en su inversión, en especial la llamada “Seguridad Jurídica” que constituye una garantía de que el valor que adquiere le atribuye realmente los derechos en él mencionados, con las características y expectativas que se deducen de los datos ofrecidos al público, para ello es preciso asegurar al inversor que realmente ha adquirido los valores en que invierte, lo que significa que la compraventa es válida, que unida a la tradición de los títulos sirve para transferirle la plena titularidad de éstos.

Delimitada la extensión de este principio se debe atender a la **titularidad en la protección de los inversionistas**. Para ello se deben distinguir distintas clases de inversores,

#### 1) **Inversionistas Institucionales:**

La Ley de Mercado de Valores, en su Artículo 4 bis letra e) los define enumerando quienes son, así señala a los bancos, sociedades financieras, compañías de seguros, entidades nacionales de reaseguro y administradores de fondos autorizados por ley. También tendrán este carácter, las entidades que señale la Superintendencia mediante una norma de carácter general, siempre que cumplan las siguientes condiciones copulativas:

- a) Que el giro principal de las entidades sea la realización de inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros;
- b) Que el volumen de transacciones, naturaleza de sus activos u otras características, permita calificar de relevante su participación en el mercado.

Se los ha definido por la doctrina como “ciertas personas jurídicas que administran cantidades de recursos monetarios en volúmenes significativos y cuya inversión en el mercado de valores puede originar variaciones relevantes en el precio de los activos financieros allí transados”<sup>8</sup>. Una de las características principales de estos inversionistas es poseer una cartera de inversión o portafolio diversificada con el objeto de tener seguridad respecto a la rentabilidad de los valores invertidos, disminuyendo de esa manera los riesgos en la inversión.

#### 2-) **Inversionista profesional:**

---

<sup>8</sup> Derecho del Mercado de Valores, José Enrique Cachón Blanco, 1992, Editorial Dykinson, Madrid, Tomo I, pág. 40

Personas jurídicas que realizan habitualmente inversiones en valores negociables, así dichas inversiones se realizan con fondos propios, teniendo una participación relevante en el mercado.

### 3-.) **Inversionistas Particulares:**

Se refiere a personas jurídicas o naturales, no incorporadas en los anteriores grupos, que realizan excepcionalmente inversiones.

A partir de la clasificación anterior se puede inferir, que este último inversionista particular se encuentra en una situación de desequilibrio respecto a los inversionistas institucionales y profesionales, ya que los primeros cuentan con más información y con equipos de trabajo dedicados al tema, a la captación y a la colocación de fondos de inversión.

No así el inversionista particular, quien carece de vías claras de obtención de información con el propósito de realizar juicios fundados sobre su inversión.

Por ello es que el principio de protección al inversor está en directa relación con los inversionistas particulares, por lo que toda legislación moderna de Capitales debe apuntar a superar el desequilibrio entre los distintos partícipes a fin de otorgar confianza a los actuales y futuros inversionistas en los mecanismos del mercado

Sin duda existe un consenso entre la doctrina y la legislación de que no todos los accionistas son iguales, por el contrario, existen diferencias notables entre cada uno de ellos, pero generalmente se distingue a los accionistas basándose en un criterio cuantitativo, esto es, en el hecho de la mayor o menor suma de acciones poseídas, distinguiendo entre **accionistas mayoritarios y minoritarios.**

Pero esta clasificación comentada ha sido absolutamente superada por las categorizaciones y estructuras de las nuevas Sociedades Anónimas Abiertas, en donde un accionista con una pequeña o mediana participación puede controlar la empresa. Por ello actualmente se distingue a los accionistas utilizando un criterio cualitativo o intencional, esto es, se tiene en cuenta el móvil que preside la adquisición de acciones. Así se distingue entre accionistas controladores (Insiders) o administradores y accionistas externos (Outsiders), así "el primer grupo se haya integrado por quienes presentan la voluntad de participar en la gestión de la Sociedad, primando los poderes y derechos políticos de la misma.

El segundo grupo, en cambio, lo conforman aquellos socios que hacen prevalecer los derechos patrimoniales con el objeto de lograr su propósito, que no

es otro que el de obtener la mayor rentabilidad posible de sus ahorros invertidos en la Sociedad Anónima”<sup>9</sup>. Pero todavía se utiliza esta nomenclatura dado que los accionistas administradores suscriben importantes participaciones accionarias, ya que desean con ello obtener el control de su inversión, por ello se les identifica con la denominación de Accionistas mayoritarios, mientras que los accionistas ahorrantes adquieren menores cantidades de acciones y sólo les interesa la rentabilidad de los títulos, sin embargo existen casos en nuestra legislación donde los accionistas externos son a su vez mayoritarios.

Por ejemplo en las Administradoras de Fondos de Pensiones, ya que si deciden invertir recursos en Acciones de Sociedades Anónimas Abiertas, sólo podrá hacerlo como accionista ahorrador<sup>10</sup>

Pero de lo estudiado se infiere, que esta posición general de protección a los inversionistas es la que se plasma en el tenor de la protección de la Ley de Opas con los accionistas minoritarios, la cual se afirma, generaría una mayor atomización de la sociedad y un aumento de la liquidez del Mercado Financiero, al estar resguardados los derechos de los inversores.

### **1.1.2) Primacía de la Eficiencia del Mercado por sobre la Protección del Inversionista.**

Que tiene su base en el Liberalismo Clásico y en la Escuela de Chicago, por el cual la ley o las normas sólo deben evaluar los costos y los beneficios del Mercado, afirmando que aquellas legislaciones proteccionistas y paternalistas sólo restan libertad a los distintos agentes del mercado y encarecen los mecanismos de intermediación de los recursos del Mercado

---

<sup>9</sup> EL REGIMEN JURIDICO DE LAS ACCIONES SIN VOTO EN EL DERECHO ESPAÑOL Y COMPARADO DE SOCIEDADES Y DE VALORES, Josu S. Sagosti Aurrekoexca, 1997, Editorial Civitas, Madrid, p. 113.

<sup>10</sup> 1. El art. 45 del DL N°3500 establece que las inversiones que realicen con los recursos de los fondos de pensiones deben tener como único objetivo la obtención de una adecuada rentabilidad y seguridad, considerándose todo otro objetivo contrario a los interés de los fondos de pensiones. Sobre este art. el Profesor Guillermo Arthur Errázuriz expone lo siguiente: " Por eso, cuando un fondo invierte en acciones de sociedades anónimas, la ley establece que las Administradoras no pueden involucrarse en la gestión de las empresas ni votar en las elecciones de directorio por personas vinculadas con algún accionista mayoritario, ya que tales conductas podrían distraerla de las finalidades específicas que deben tener las inversiones de los fondos de pensiones. % opinión contenida en REGIMEN LEGAL DEL NUEVO SISTEMA DE PENSIONES, Guillermo Arthur Errázuriz, 1998, Editorial Jurídica de Chile, p. 323.

Algunos autores señalan que cualquier regulación destinada a proteger al inversionista minoritario es ingenua, toda vez que es una falacia que el accionista minoritario sea la parte débil del mercado.

Arruñada señala que “En realidad el pequeño accionista se beneficia gratuitamente de que otros operadores y accionistas especializados concentren la propiedad, sustituyan el equipo directivo, o proponen información y liquidez al mercado. El pequeño accionista es un viajero sin billete o free rider, pero que cuenta con voto político”.

El sentido de este principio reside en que deben fomentarse los distintos medios o instrumentos de financiamiento entre los distintos agentes del Mercado, desde un punto de vista general, por lo que tiende hacia un Orden Jurídico que permita, como lo señala Bernet<sup>11</sup> “Que el mercado cumpla de la manera más eficiente las funciones económicas que le están atribuidas, como son las de permitir una relación fluida y transparente entre ahorradores y emisores de títulos para conseguir la canalización de los ahorros hacia las inversiones más productivas. Por ello, la organización o estructura jurídica que regula el mercado de valores debe transformar a éste en un asignador de recursos eficiente, de tal forma que no existan variaciones artificiales que hagan derivar los recursos a inversiones poco productivas o que desalienten a los inversores a colocar sus ahorros en activos financieros que se intermedien en los mercados de valores”.

Dentro de los criterios de eficiencia existentes, se encuentran el:

1-.) **Institucional**, a partir de ciertas garantías jurídicas, legales y reglamentarias al momento de acceder al mercado y uno segundo,

2-.) **Operativo**, que se refiere a las transacciones que se realizan en el Mercado y el,

3-.) **Informativo**, con relación al Derecho a Información dentro del Mercado ya que sólo a partir de éste un inversor actual o potencial puede tomar sus decisiones de manera racional. A lo anterior debe agregarse:

4-.) **Eficiencia Normativa**, ya que es la base que permite o facilita una mayor cantidad de transacciones en el Mercado.

Por Ejemplo, al encarecer los costos de las operaciones de valores de Sociedades Anónimas (reparto del premio de control) se está contradiciendo el principio de eficiencia normativa, prefiriendo otras formas de financiamiento y restando liquidez a la transacción accionaria.

---

<sup>11</sup> El Fenómeno de las Opas en el Mercado de Valores, Manuel Antonio Bernet, 2001, Memoria para optar al Grado, Facultad de Derecho, Universidad Adolfo Ibañez, pág. 13

Luego de analizar los dos principios que operan en el Mercado de Valores, es necesario reflejar, junto a los fundamentos teóricos y económicos, el contexto nacional e internacional en que se encuentra Chile en el ámbito del Mercado de Capitales para, posteriormente, profundizar los temas de Opas.

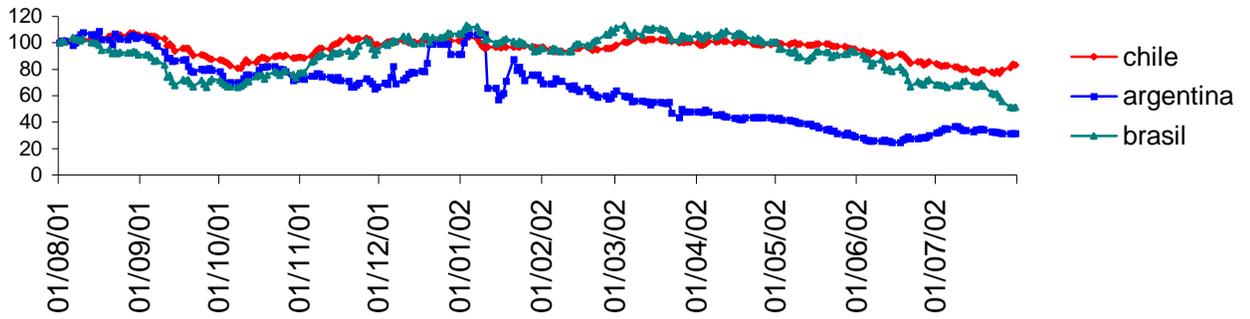
### 1.1.3) Contexto Económico Nacional e Internacional

Es necesario tomar en consideración la situación en que se encuentra Chile en el Mercado Internacional por lo que se ha hecho necesario contar con una regulación adecuada para que el mercado local sea tan atractivo para inversionistas nacionales como internacionales. Tal objetivo se ha planteado y se ha concretizado con una serie de medidas económicas en los últimos años, tales como la Reducción de la Tasa de Encaje a un 0%, la Eliminación de trabas burocráticas sobre la Cuenta de Capitales, Apertura total de la Cuenta de Capitales, Eliminación del Impuesto a las Ganancias de Capital para inversionistas extranjeros, La 1ª Reforma al Mercado de Capitales y recientemente la Aprobación de la IIª Reforma al Mercado de Capitales.

Durante estos últimos 5 años, la Situación Económica y Financiera Internacional ha estado viviendo una coyuntura, por dos razones en particular:

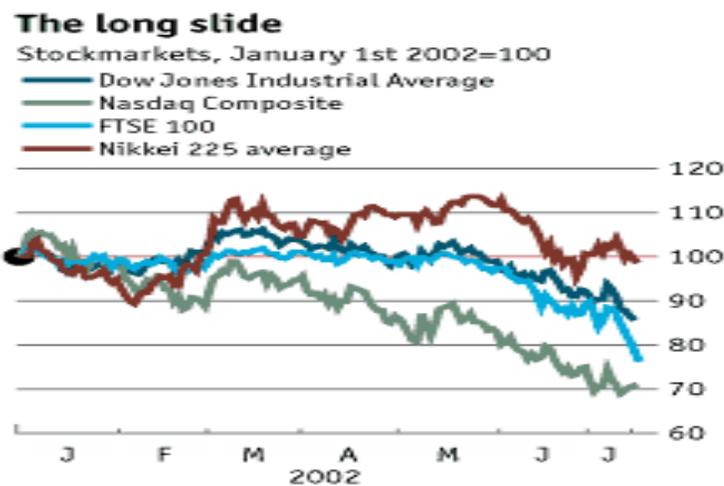
1-.) Por la Crisis Económica Mundial de los países desarrollados, lo cual ha llevado a una fuerte contracción económica de los países en vías de desarrollo como en el caso de Chile, así como

2-.) Por las distintas regulaciones que han entorpecido y obstaculizado los Mecanismos de Asignación de Recursos en el Mercado. Esta tendencia se ha reflejado en una disminución de los índices accionarios nacionales y una baja en la cantidad y en el valor de las transacciones realizadas por Entidades Sociales o Financieras, en comparación al período 1994-1996. Lo cual se ha visto Reflejado en los índices accionarios de las Bolsas de Argentina, Brasil y Chile.



Fuente, D. Yarur (Exposición Facea, 4/10/2002)

A lo anterior deben agregarse los Escándalos Financieros, que se produjeron en EE.UU. con el caso Worldcom y Enron, que originó la dictación de una serie de medidas impulsadas por la Security Exchange Comision (SEC) que regulan y fiscalizan el cumplimiento de normas contables por las Compañías Norteamericanas, estableciendo sanciones a los Directorios por la Infracción de tales normas.



Ello ha llevado a una gran perdida de Credibilidad en el Mercado. **Las empresas que cotizan en EE.UU. han perdido 4 trillones de US\$ desde enero del 2000 (57 veces el PIB de Chile).**

#### 1.1.4) Reactivación del Mercado Financiero

Pero, hoy en día, se visualiza un repunte del valor accionario y un mayor crecimiento económico, que le ha otorgado un mayor dinamismo al Mercado de

Valores<sup>12</sup> "El ímpetu reactivador que está tomando forma en los Estados Unidos y en la economía global es impresionante. Los distintos mercados alrededor del mundo han sido el principal espejo para reflejar las buenas expectativas planetarias" señala Saéz, sobre la base de los informes de JP Morgan.

En Chile, La bolsa y el peso han acusado recibo de las expectativas positivas y se han estado ajustando al alza. El Índice de Precios Selectivos de las Acciones (IPSA) de la Bolsa de Comercio de Santiago ha subido hasta 1.365 puntos (36,5% en el año) y el dólar se ha depreciado frente al peso hasta caer por debajo de los \$670, durante el mes de Septiembre del año 2003.

Por primera vez desde 1997, empresas chilenas han comenzado a ver a la bolsa de nuevo como una alternativa de financiamiento para incipientes proyectos. La ola de optimismo nacida en el exterior podría consolidar las ideas de abrirse con transacciones en la bolsa principal o en la de empresas emergentes.

Descontando los riesgos, lo que se ve en actividad para el próximo año según las últimas informaciones financieras es que habría un crecimiento que estaría entre 4% y 5%, según el Banco Central.

Estados Unidos ha sido uno de los motores centrales de esta reactivación, con varios indicadores de actividad favorables. El Instituto de Gerencia de Abastecimiento de EE.UU., ISM por sus siglas en inglés, dio a conocer su índice de producción industrial que rozó en agosto los 54,7 puntos, la lectura más alta del año 2003.

Junto a la preponderancia norteamericana también se encuentra el rol que juega Asia y también Japón. Ésta última cuyo desempeño afecta a la mayoría de las variables económicas internacionales y tiene un particular efecto positivo sobre el precio de las materias primas, como el cobre y la celulosa que exporta Chile.

En línea con las mejores expectativas, el principal indicador de la bolsa de Tokio, el Nikkei, ha subido 40% en los últimos cuatro meses.

Asia emergente no podría quedarse fuera de este movimiento de mayor crecimiento. Este año, la zona, excluyendo a países como el mismo Japón, Australia y Nueva Zelandia, crecería 5%, con una inflación de 1,9%, según constata un análisis del Economista Francisco Garcés<sup>13</sup>.

Los países en desarrollo de Europa, en especial del centro de ese continente, también muestran dinamismo y este año crecerían 4,4%.

---

<sup>12</sup> Ver CRECIMIENTO: La fuerte ola reactivadora, Domingo, Septiembre 14, 2003

Enfoques, Economía y Negocios ALEJANDRO SÁEZ ROJAS, Diario El Mercurio S.A.

<sup>13</sup> Director de Economía internacional del Instituto Libertad y Desarrollo, Ver CRECIMIENTO: La fuerte ola reactivadora, Domingo, Septiembre 14, 2003 Enfoques, Economía y Negocios, Diario el Mercurio S.A.

### 1.1.5) Corolario

Recapitulando, esta Introducción, en su Capítulo I, comienza con una explicación sobre el funcionamiento del Mercado Financiero, donde el Mercado de Valores juega un rol fundamental como espacio de intermediación financiera y de recursos, luego hacia el Objeto de Estudio de esta Tesis, que se sitúa dentro del Mercado de Valores y que reside en un análisis empírico con elementos jurídicos y económicos sobre los principales efectos de esta Ley. Posteriormente el mismo Orden Normativo y las características a que debe propender, de flexibilidad y apertura, luego señalamos los fundamentos económicos y jurídicos, en la regulación de las Transacciones entre Sociedades donde nos encontramos con 2 principios fundamentales, que han primado en la doctrina, el principio de eficiencia y el de protección a los inversores. A lo anterior se agrega la extensión de la tutela de estos principios por parte del legislador, en este sentido, la relevancia de la Seguridad Jurídica. Luego la de la Clasificación de los Inversionistas nos referimos al principio de protección al inversor, que está en directa relación con los inversionistas particulares, entre ellos principalmente los accionistas minoritarios, para terminar con el contexto económico en que se ha visto sumido el mercado de valores chileno, por diversos factores como las crisis internacionales y los desplomes financieros, para posteriormente hacer una breve referencia a los síntomas de recuperación del Mercado Financiero Chileno.

La finalidad de esta parte Introdutoria fue dar un contenido general y amplio a los aspectos más relevantes y que giran en torno a la regulación de Opas, con una mirada sobre el Sistema Financiero, a la Realidad Económica Nacional e Internacional, junto a una necesaria concepción de ciertos presupuestos valorativos que configuran los fundamentos de las Opas en el Mercado de Valores.

En el próximo Capítulo II, me referiré a las características en particular del Mercado Accionario Chileno, para comprender la importancia del Mercado de Control, existiendo en el nuestro una alta concentración de la propiedad accionaria. Luego nos referiremos someramente a los casos más importantes de Opas, en consideración a los volúmenes transados, anteriores a la dictación de la Ley 19.705, para posteriormente referirme brevemente al Caso Chispas, con el objeto de entregar datos relacionados con transacciones antes de la regulación de Opas.

Posteriormente, veremos el funcionamiento, el mecanismo y origen de las Opas, tanto en el Derecho Nacional y Comparado, para luego entrar a conocer la

actual legislación de Opas, con sus características propias y refiriéndome, en especial, al Control y al Problema de Agencia con sus consecuentes opciones de solución. Después, haré un breve resumen con los principales cambios de la Ley de Opas.

## Capítulo II

### Desarrollo

#### 2.1) OPAS

##### 2.1.1. Descripción del Mercado Accionario Chileno

En las Sociedades Anónimas chilenas impera una tendencia en la que existe una alta concentración de la propiedad accionaria, por lo que son grandes grupos económicos los que en definitiva reúnen la mayor cantidad de capital. Por ello, uno de los objetivos tomados en consideración por la Ley de Opas es la disminución de las ventajas de las estructuras de propiedad concentradas.

Este tema será estudiado en el Capítulo III, en relación a los efectos de la Legislación de Opas en Chile.

A Continuación se muestra un Porcentaje Promedio de Acciones de Propiedad de 3 y 12 Principales Accionistas de Algunas de las Compañías más importantes del País y de EE.UU:

Fuente, C. Maquieira (exposición, Facea 4/10/2002)

<b>Principales accionistas Chile</b>			
	<b>D&amp;S</b>	<b>Andina</b>	<b>Santander</b>
<b>3 principales accionistas</b>	75.56	68.55	98.84
<b>12 principales accionistas(%)</b>	98.22	92.13	99.54
<b>Estados Unidos</b>			
	<b>IBM</b>	<b>G.Electric</b>	<b>Microsoft</b>
<b>3 principales accionistas</b>	0.0966	0.088	0.122
<b>12 principales accionistas(%)</b>	0.17	0.188	0.22

Del análisis de la tabla, se desprende que los 3 mayores accionistas de EEUU, de Microsoft sólo tienen un 0,122% de la propiedad a diferencia del

98,84% del Santander, por lo que la diferencia es abismante pero también ello ocurre porque las condiciones en que opera el mercado estadounidense son completamente diferentes a la nacional.

Entre las principales ventajas que presenta una Sociedad Anónima con un controlador dueño de un alto porcentaje de las acciones, es que permite un incentivo para alinear los intereses del controlador con el resto de los accionistas. En Estudios Realizados por Jensen y Meckling<sup>14</sup> se establece que cuando el controlador tiene derecho a un alto porcentaje a los flujos de caja que genera una sociedad existe un incentivo para alinear los intereses del controlador con el resto de los accionistas

En Estudios realizados por Pagano y Röel<sup>15</sup>, se argumenta que en una estructura de sociedad dispersa existe poco incentivo para monitorear la administración de la sociedad. Por lo tanto para el caso de una sociedad con estructura de propiedad concentrada, el monitoreo de la agencia lo hará más eficientemente el controlador. Un Accionista con una fracción alta de la compañía tiene un incentivo mayor para tomar parte de las decisiones corporativas e internaliza los beneficios de su esfuerzo de monitoreo.

De esa forma llegamos a punto que está íntimamente ligado al tema de estudio. Existe un problema de **Free-Rider** asociado a los accionistas minoritarios de la sociedad por el cual los accionistas que poseen una fracción muy pequeña del capital de la empresa reciben los beneficios de la toma de decisiones que hace el controlador, sin realizar ninguno de los costos asociados a los beneficios. Cuando la Propiedad es Concentrada, los costos mayormente los hará el Controlador pero el también recibirá gran parte de los beneficios.

Las Principales desventajas que presenta la Concentración Propietaria de las Sociedades Anónimas Abiertas que transan sus acciones en la Bolsa de Valores dicen relación con los problemas asociados con el alineamiento de los intereses del controlador con los del resto de los accionistas de la sociedad ya que el hecho de que el controlador no vea amenazada su posición puede significar un aumento de sus beneficios privados y no una maximización del valor de la sociedad. En una estructura de propiedad dispersa con una administración eficiente y con los incentivos adecuados, se logrará que los esfuerzos de la administración tiendan a maximizar el valor de la sociedad

---

<sup>14</sup> “Theory of the firm: Managarial Behavior, Agency Costs, and Ownership “Journal of Financial Economics 3, Jensen, M. Y William Meckling,1976, 305-360

<sup>15</sup>Ver “The Choice of Stock Ownership, Structure Agency Costs, Monitoring and the Decisión to go Public” The Quartely Journal of Economic Research, Pagano M. Röel A, February, 1998.

El accionista debe asumir el costo de no diversificar sus inversiones y el costo de la poca liquidez. En la Propiedad Dispersa existe el beneficio de compartir el riesgo de la inversión con el resto de los accionistas<sup>16</sup>

En este sentido, la alta concentración de capital le puede otorgar poca liquidez a las acciones de la compañía y el precio de la acción no será una señal real del valor de la compañía.

Una de las Motivaciones de la Ley de Opas tiene relación con la disminución de ventajas asociadas a estructuras de propiedad concentradas, con el fin de mejorar la protección de los accionistas minoritarios de las sociedades anónimas chilenas, en pos de crear un marco regulatorio eficiente y transparente para Tomas de Control y para favorecer que la Bolsa de Valores de Chile sea un Mercado Atractivo de Inversión para accionistas no controladores.

## **2.1.2) Caso Chileno:**

### **Opas antes de la Vigencia de la Ley 19.705**

#### **2.1.2.1) Antecedentes**

Entre 1997 y febrero de 1999, ocurrieron catorce grandes casos de opas sobre empresas locales, involucrando recursos por más de MM\$2.286.716 (a valor histórico, incluyendo remates para tenedores de ADR).

Un 78,5% del monto total correspondió a operaciones efectuadas en 1999 (MM\$1.795.419). Ese año, los remates en bolsa asociados representaron aproximadamente un 41% del monto transado en la Bolsa de Comercio de Santiago. Las compras del 32% de Enersis por parte de Endesa España y del 34,7% de Endesa Chile por parte de Enersis concentraron un 95,8% de los recursos.

---

<sup>3</sup> Opas: Posibles Consecuencias del Proyecto de Ley, Memoria de Francisco Colchero Ducci, Dpto. De Ingeniería de la PUC, Profesor Supervisor Ricardo Rainieri, Santiago de Chile, 2000

En la mayoría de los casos, la Opa se asoció a procesos previos (recientes) de transacciones privadas de paquetes accionarios de control.

Entre las posibles causas de la seguidilla de Opas ocurridas en esa tiempo, destacan:

Sector / Compañías Objetivo	Nº de casos	Monto (MM\$)	% Monto
<u>Eléctrico</u>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>Chispas, Enersis, Endesa, Emelsa y filiales, Enerquinta y Emec.</li> </ul>	6	2.132.396	93,3%
<u>Servicios Financieros</u>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>AFP Habitat, Santander Chile Holding, Banco Bhif, Banco Santiago, AFP Santa María</li> </ul>	5	82.638	3,6%
<u>Otros</u>			
<ul style="list-style-type: none"> <li>Santa Isabel, Lord Cochrane, Campos Chilenos</li> </ul>	3	71.682	3,1%
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>2.286.716</b>	<b>100,0%</b>

**Fuente Exposición Maquiera Facea**

**4/10/2002**

1-.) La coyuntura de bajos precios de las acciones;

2-.) El relativo bajo costo de financiamiento de capital en el exterior para las compañías extranjeras que actuaron como compradores y;

3-.) La promulgación de una normativa que regulaba estas operaciones y que protegía a los accionistas minoritarios.

Compañía	Comprador / Vendedor	Fecha Toma Control	% Adquirido	Fecha OPA	% ofrecido comprar en OPA
Santa Isabel	Velox / Eduardo Elberg	Mayo '97	36,96%	Enero '98	28,04%
AFPHabitat	Citicorp / CCHC	Abril '96	19,01%	Marzo '98	12,00%
Lord Cochrane	R.R. Donelley / Imm. Los Nogales	Mayo '94	51,0%	Julio '98 / Octubre '99	12,00% / 1,54%
Campos Chilenos	Ebro Agrícolas / Grupo Pathfinder PP&L /	Enero '99	38,23%	Marzo '99	12,77%
Emelsa	Inv.Gavilla e Inv. Las Espigas	Junio '99	29,28%	Octubre '99	10,00%
Enerquinta	Inv. Sempra Energy / Chilquinta	Abril '99	90,23%	Enero '00	9,77%
Emec	CGE / Sigdo Koppers	Agosto '99	75,77%	Enero '00	24,23%

**Fuente. D. Yarur, Exposición Facea, 4/10/2002**

Sólo en uno de los casos (Endesa España / sociedades Chispas), las compañías adquiridas tenían una estructura de propiedad conformada por series de acciones, una de las cuales tenía preferencias en términos de control.

#### 2.1.2.2) Breve Análisis del Caso Chispas.

Las sociedades Chispas tenían el 29,04% de las acciones de Enersis, siendo sus controladores (agosto 1997).

Este ha sido uno de los únicos casos en que las compañías objetos de la oferta, las llamadas sociedades Chispas, tenían dos series accionarias en que cada una de ellas gozaba del derecho de control.

#### **ENDESA-España anuncia OPA por sociedades Chispas**

Algunos Aspectos discutibles de la operación:

1. Endesa España pagó tres precios distintos en la oferta, diferenciando por serie y por tipo de accionista, aún cuando en este último caso todos tuvieran un activo con iguales derechos.

2. A los tenedores de la serie B (ex ejecutivos) se les ofreció pagar \$200.000 por acción. Esto es un 91.000% más que el precio pagado por las acciones serie A de propiedad del público en general. Al público en general, tenedor de las acciones serie A, se les pagó \$220 por acción (18,2% menos que a los trabajadores, directores y ex trabajadores tenedores de esa serie).

3. Del monto total invertido por Endesa España, un 37% fue recibido por los tenedores de la serie B, quienes sólo poseían un 0,06% del capital.

<b>Series</b>	<b>Nº</b>	<b>Acciones Emitidas</b>
Serie A	4	99,94%
Serie B	5	0,06%
Total	9	100,00%

Fuente Maquieira, Exposición Facea, 4/10/2002

### **2.1.3) Derecho Nacional y Comparado**

La figura de las OPAS dentro de la doctrina jurídica comparada ha sido objeto de estudios desde la década de los cincuenta, siendo desde esa época el fenómeno jurídico-económico más estudiado en los autores de raigambre anglosajona. Se debe destacar que el origen de las OPAS es de nacionalidad británica, siendo en dicho país junto a Estados Unidos donde ha tenido un mayor desarrollo, no obstante, ambos países adoptan modelos regulatorios absolutamente contrapuestos. Así aparece la normativa inglesa de origen privado que establece un sistema obligatorio de OPAS, a diferencia a Estados Unidos donde la normativa es de carácter legal estructurando un modelo de OPAS facultativas.

Dichos modelos responden necesariamente a una concepción diametralmente distinta respecto a la protección a los accionistas externos, concepciones que han sido adoptadas por los demás países, así la mayoría de las naciones europeas continentales, como Francia, España e Italia, establecen sistemas de OPAS obligatorias acogiendo el sistema británico, no obstante, existen otros países que hacen suyo el sistema norteamericano como es el caso de Alemania y Suiza. Pero para tener una claridad de cada sistema de Opas es

necesario contar con los modelos clásicos de regulación existentes sobre los Mercado de Valores en el Mundo.

a-) **Modelo Anglosajón:** “Se encuentra caracterizado por su estructuración como organizaciones autónomas y de carácter privado, con escasa intervención estatal en el ámbito normativo; con un Estatuto Jurídico Privado de sus miembros, y sin efectos especiales para las operaciones o contratos allí realizados, aunque con un organismo autónomo de control”<sup>17</sup>. Este es el modelo imperante en países como Reino Unido, Estados Unidos, Canadá, Australia y en general los países de habla inglesa.

b-) **Modelo Latino o Francés:** “Caracterizado por ser organizaciones públicas, con amplia intervención en el ámbito normativo, con estatuto jurídico público y de carácter federativo para sus miembros, y con efectos especiales de carácter jurídico para las operaciones realizadas y para los precios formulados”<sup>18</sup>. Este es el Modelo que impera en España pero con los años más cerca del Modelo Anglo-Sajón.

c-) **Modelo Germánico:** Es aquel donde las Instituciones Bancarias tienen un claro predominio en el mercado de valores, en donde existe un menor control estatal asumiendo los bancos las funciones que originalmente tuvieron los agentes de la bolsa.

A su respecto, el Mercado Chileno de Valores es un Sistema Mixto, pero en estos últimos años con crecientes regulaciones, algunas acertadas y otras no tanto, que se ha acercado más al sistema o modelo latino, que al anglosajón. Muchas de estas normas y en particular, la que es objeto de estudio, es criticada en esta tesis por los efectos que ha producido en el Mercado Accionario

No existe una opinión común acerca de cual modelo de OPA es más beneficioso, por lo contrario, existe un caluroso debate entre los autores, llegando a su plenitud en la ardua lucha en la aprobación de la propuesta de directiva comunitaria sobre OPAS en el seno de la comunidad europea a fin de unificar criterios en estas materias.

Hoy en día adquieren importancia en países de origen anglosajón, como EEUU y el Reino Unido, los conflictos existentes entre los intereses de los administradores de las empresas y los de sus dueños, los accionistas, ya que existe gran dispersión de la propiedad de las sociedades anónimas, debido como lo

---

<sup>17</sup> Derecho de Mercado de Valores, José Enrique Cachón Blanco, 1992, Editorial Dykinson, Madrid, Tomo I, Pág. 23

<sup>18</sup> La Bolsa de Valores en España, José Enrique Cachón Blanco, 1990, Editorial Gesmadrid, P.34

afirma Alvaro Clarke<sup>19</sup> “a que no existen accionistas ni grupos de accionistas con suficiente participación en la propiedad para ejercer un control efectivo sobre los administradores, los que controlan de hecho a las compañías”.

A diferencia de lo anterior, en Chile, al igual que en Europa Continental y Canadá, la mayoría de las Sociedades Anónimas son controladas por un solo accionista, familia o grupo económico por lo tanto el conflicto de intereses se da realmente entre accionistas controladores y los inversionistas que se encuentran fuera del grupo controlador, es decir, los accionistas minoritarios y los acreedores.

El siguiente Cuadro refleja el porcentaje de Concentración de Propiedad Accionaria en los Mercados de Capitales más relevantes del mundo, donde aparece Chile aparece con más de un 50% de Acciones de Propiedad de los tres mayores accionistas de las 10 Compañías más grandes del País.

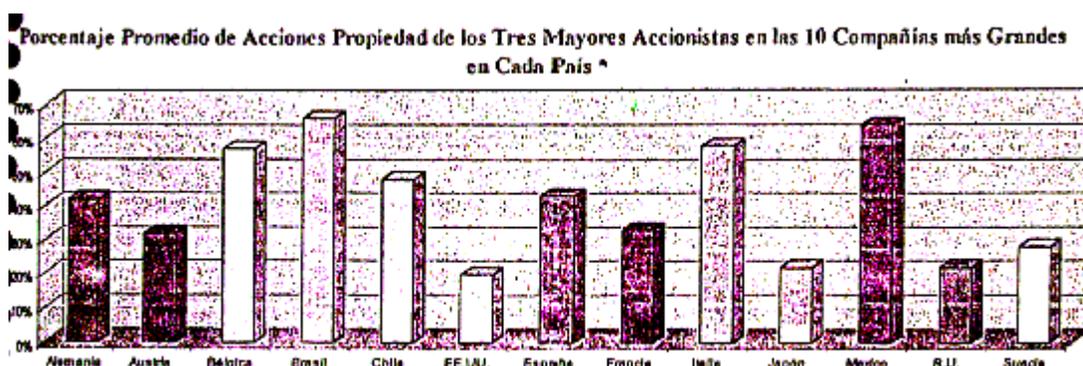


Figura 2.1: Estructuras de Propiedad en el Mundo

Fuente: La Porta R., Lopez de Silanes F., Schleifer A y Vishny r. “Law and Finance”, National Bureau of Economic Research,1996, Working Paper

Por todo lo dicho, en estas materias no existen actualmente verdades absolutas acerca de que sistema es mejor, es necesario analizar su fundamento, especialmente se debe examinar en términos económicos cuál modelo es el más adecuado en atención al mercado que será objeto de la regulación.

Es decir, cada sistema legislativo debe estar diseñado para las necesidades del Mercado Financiero y de Capitales que va a regular. Tener el conocimiento de factores como la concentración de la propiedad y los beneficios que proporciona el control para lograr una legislación adecuada para las tomas de control de las sociedades.

En los siguientes recuadros, para el objeto de un estudio comparado, se señalan las diferentes regulaciones, de forma general, sobre la Oferta Pública de Acciones en países con Mercados de Capitales Desarrollados y de mayor

<sup>19</sup> “Elementos Conceptuales de la Ley de Opas”, Documentos para la Discusión, Alvaro Clarke, Mayo del 2001

Volumen de Transacciones y de Capital. La fuente medular de esta Información se encuentra en “Opas: Posibles Consecuencias del Proyecto de Ley”, Francisco Colchero Ducci, Memoria para Optar al Título de Ingeniero Civil, Santiago de Chile, 2000, Pág. 90 y Sgtes.

### Regulación Legal

País	Fuente Normativa
Estados Unidos	Securities Exchange Act of 1934 (SEA).
Reino Unido	City on take overs and Mergers
Francia	Ley N° 351 del 2 de Agosto de 1989, el Reglamento del <i>Consejo de Bolsas de Valores</i> , y reglamentaciones de la Comisión de Operaciones de Bolsa.
España	Ley N° 24 del Mercado de Valores de 1988 y el Real Decreto N° 1197 de 1991.
Chile	Ley 19.705 de Opas del año 2000.

### Definición de Opa

País	Definición de OPA
Estados Unidos	La legislación Norteamericana no define un concepto de Oferta Pública de Adquisición de Acciones o “Tender Offer”, en la Williams Act. La misión de señalar la Oferta que cae en el marco de una Opa queda a disposición de los Tribunales de Justicia, según los hechos que se presentan en cada caso. La Security and Exchange Comision (SEC), ha establecido Ocho factores por los cuales se gatilla una “Tender Offer”
Francia	El artículo 1° del Reglamento COB (Comisión de Operaciones de Bolsa) define las Ofertas públicas de Adquisición De Acciones, de la siguiente forma "es el procedimiento por el que una persona física o Moral hace saber públicamente que se propone adquirir o cede todo o Parte de los títulos de <b>una sociedad</b> con cotización oficial, o negociados en el mercado secundario o en el mercado que no es parte de una Bolsa de Valores.
Chile	Se entenderá que oferta pública de adquisición de acciones es aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ellas, que por cualquier medio ofrezcan a los accionistas de aquéllas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado, de acuerdo al art. 198, Título XXV, de la Ley 18.045 de Mercado de Valores.

## Condiciones para Informar

País	Condiciones para Informar
Estados Unidos	1-.) Cuando se adquiere más del 5% de cualquier tipo de acciones de una Sociedad Anónima Abierta, se debe informar a la SEC, a las Bolsas de Valores relevantes y al emisor de acciones dentro de los 10 días posteriores a la operación 2-.) Cuando una persona posee 5% o más del Capital de la Sociedad y realiza compras por más de 2% del Capital en un plazo menor a 12 meses
Reino Unido	1-.) Al adquirir un porcentaje superior al 3% del Patrimonio Social de una Compañía 2-.) Cualquier variación sobre un 1% del capital luego de haber adquirido un 3% o más de la Compañía.
Francia	1-.) La Legislación establece la obligación de informar la compra de acciones en los casos que se obtenga un porcentaje sobre 5%, 10%, 20%, 33%, 50% o 75% de las acciones de una Sociedad que transe sus títulos en Bolsa de Valores. 2-.) Para el caso que se adquiriera más del 5% se debe entregar por escrito un informe con los objetivos del adquirente para los próximos 12 meses.
España	A partir de una presentación formal, que realiza la Sociedad Oferente, con un Prospecto o Folleto Explicativo, ante la Comisión Nacional de Mercado de Valores
Chile	En el momento que una Sociedad pretenda adquirir el Control de otra sometida a la fiscalización de la SVS

## Obligación de realizar una Opa

País	Casos de Obligatoriedad
Estados Unidos	No existe la Obligación de realizar una Opa
Reino Unido	1-.) Cuando se supere el 30% de los derechos a voto de la Compañía 2-.) Si un accionista es dueño de al menos un 30% de las acciones pero menos del 50%, deberá hacer una Opa cada vez que incremente su participación en un porcentaje superior a 1% dentro de un período de 12 meses
Francia	1-.) Cuando se pretenda adquirir más del 33,33% de las acciones de una Sociedad (1/3), se debe realizar una Opa por el total de las acciones

Chile	<p>Opera en determinados casos por lo que el <b>Sistema Nacional es Mixto</b>, que para efectos de la tesis del autor distingue en:</p> <p><b>1.-) <u>Obligatoriedad General</u></b></p> <p>Por lo que deben adquirirse a través del procedimiento de Opas, sea en forma directa o indirecta, las acciones que permitan a una persona tomar el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ellas, de acuerdo al art. 199 inc. 1°.</p> <p>Pero en determinados supuestos se aplican <b>Excepciones Administrativas, Legales y Especiales (normas transitorias)</b></p> <p><b>2.-) <u>Obligatoriedad Especial</u></b></p> <p>Pese a la generalidad de los casos en que se aplica el régimen de Opas por Toma de Control la Ley impone a una persona efectuar una Opa cuando concurren determinados presupuestos de hecho señalados en la ley, de forma definida.</p> <p>Son los siguientes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>a) <b>Art. 69 ter de la L.S.A,</b></li> <li>b) <b>Art. 199 c) de la L.M.V</b></li> <li>c) <b>Art. 209, de la L.M.V</b></li> </ul>
España	<p>1.-) Cuando una persona adquiera más del 50% y a la vez que pretenda, por primera vez desde que hubiese adquirido o recuperado tal porcentaje de derecho de voto, modificar los estatutos de dicha sociedad. Por lo que deberá formular previamente una Oferta Pública de Adquisición de Acciones dirigida al resto de las acciones con voto de dicha sociedad.</p> <p>2.-) Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 25% del Capital de la Sociedad, la oferta deberá realizarse sobre un número de acciones que represente como mínimo, el 10% del capital de la sociedad afectada</p> <p>3.-) Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50% del Capital de la sociedad, la oferta deberá realizarse sobre un número de acciones que le permita al adquirente alcanzar, al menos, el 75% del capital de la sociedad afectada.</p> <p>4.-) Cuando ya se posea una participación en el capital de la sociedad igual o superior al 25%, pero inferior al 50%, y se pretenda incrementar dicha participación en, al menos, un 6% en un período de 12 meses, la oferta deberá realizarse sobre un número de acciones, que represente, como mínimo, el 10% del Capital de la sociedad afectada.</p> <p>5.-) Si como consecuencia de una reducción de capital la participación de un accionista llegara a superar cualquiera de los porcentajes de participación a que se refieren los puntos 2, 3 y 4, dicho socio no</p>

	<p>podrá llevar a cabo una nueva adquisición de acciones sino de acuerdo a lo señalado en los puntos respectivos.</p> <p>6-.) Cuando la Sociedad pasa a ser una Sociedad Abierta a una Cerrada y el Ente Regulador del Mercado de Valores considera que los accionistas minoritarios fueron perjudicados, se establece para la Sociedad la obligación de realizar una Opa a todos los accionistas que no aprobaron el cierre de la Sociedad</p>
--	---

### Cuadro de la Información que se debe entregar

<b>País</b>	<b>Información</b>
Estados Unidos	<p>1-.) Número Exacto de Acciones que fueron adquiridas</p> <p>2-.) Identificación del adquirente, datos comerciales y antecedentes en causas criminales</p> <p>3-.) Origen de los fondos que fueron utilizados para la adquisición</p> <p>4-.) Detalle de los préstamos que se han tomado y todo otro contrato relacionado con la adquisición</p> <p>5-.) Número de acciones que posee</p> <p>6-.) Descripción detallada del propósito del adquirente al comprar las acciones, incluyendo los planes que tenga para una futura toma de control, fusiones o venta de gran parte de los activos de la sociedad</p> <p>7-.) Aclarar si la compra fue hecha sólo con fines de inversión</p> <p>8-.) Detalle de cualquier tipo de relación entre el adquirente y la sociedad objetivo (target)</p>
Reino Unido	<p>1-.) Nombre del Controlador</p> <p>2-.) Nombre del Intermediario o cualquier otro agente actuando para el comprador</p> <p>3-.) Nombre de la Compañía objeto de la Oferta</p> <p>4-.) Número máximo de acciones o porcentaje de los derechos a voto que se desea adquirir.</p> <p>5-.) Una declaración donde se especifica que si el total de las acciones que aceptaron la oferta es menor al 1% en correlación al derecho a voto en la sociedad, la oferta queda invalidada. El oferente puede establecer un número mínimo de acciones que deben aceptar la oferta</p> <p>6-.) Una declaración que acompañe a la anterior en los casos que así sea, declarando que la oferta es irrevocable</p> <p>7-.) El precio ofrecido</p> <p>8-.) Actual participación del oferente en la</p>

	sociedad, distinguiendo los derechos que se tienen dependiendo de la serie de ellas. 9-) Vigencia de la Oferta
Francia	El informe debe señalar lo siguiente: 1-) Continuidad en la Compra de acciones de la Sociedad 2-) Si quiere o no ser nombrado miembro del Consejo de Administración, del Directorio, o del Consejo de Vigilancia de la Sociedad.
Chile	El oferente tiene una serie de obligaciones, a saber:  1-) <b>Aviso:</b> El oferente deberá publicar un aviso informando del inicio de la vigencia de la oferta de adquisición, (Art. 202 de la Ley 18.045)  2-) <b>Prospecto:</b> El oferente deberá poner a disposición de los interesados, a contar de la fecha del aviso de inicio y durante la vigencia de la oferta, un prospecto que contenga todos los términos y condiciones de la oferta. Las menciones esenciales del prospecto son las siguientes:  a) Individualización completa de las personas naturales o jurídicas que efectúan la oferta; b) Una descripción financiera, jurídica y de los negocios del oferente o de sus controladores efectivos y finales, c) Acciones o valores a que se refiere la oferta y número de acciones o porcentaje de las acciones emitidas. d) Precio y condiciones de su pago. e) Vigencia de la oferta y procedimiento para aceptarla. f) Forma y oportunidades en que los oferentes adquirieron las acciones que poseen al inicio de la oferta, g) Relaciones existentes con otros controladores de la sociedad o accionistas mayoritarios, h) Forma en que el oferente financiará el pago del precio de las acciones que sean adquiridas al final de la oferta. i) Monto y forma de la garantía constituida por los oferentes, j) Condiciones o eventos que puedan producir la revocación de la oferta. k) Individualización completa y domicilio del tercero que el oferente hubiere designado para que organice o administre la

	<p>oferta,</p> <p>l) Individualización completa y domicilio de las personas y profesionales independientes que han asesorado al oferente,</p> <p>m) Las demás que disponga la Superintendencia,</p> <p>3-.) <b>Garantía</b> (Art. 202), Formal de cumplimiento por el oferente, ante la SVS, que asegura el pago de una indemnización mínima y a todo evento a los afectados por una Opa.</p> <p>4-.) <b>Aviso de Resultado de la Oferta</b> (Art. 212), Al tercer día de la fecha de expiración del plazo de vigencia de una oferta o de su prórroga, el oferente deberá publicar en los mismos diarios en los cuales se efectuó la publicación del aviso de inicio, el resultado de la oferta, desglosando el número total de acciones recibidas, el número de acciones que adquirirá, el factor de prorrateo, si fuere el caso, y el porcentaje de control que se alcanzará como producto de la oferta.</p>
--	--

### Cuadro Precio

<b>País</b>	<b>Precio</b>
Estados Unidos	Si un oferente durante la vigencia de la oferta aumenta el precio que está dispuesto a pagar, deberá pagar el nuevo precio a todos los accionistas que aceptaron la oferta.
Reino Unido	No puede ser menor al que el oferente haya pagado por acciones de la empresa objetivo en los tres meses precedentes. Si el oferente adquirió más del 10% de las acciones con derecho a voto, en los 12 anteriores a la oferta, la oferta debe incluir el mejor precio pagado.
Francia	En caso que se pretenda adquirir el control de la sociedad el oferente esta obligado a comprometerse a comprar todos los títulos al mismo precio que el ofrecido por el paquete controlador.
España	El precio de la oferta no podrá ser inferior al: <ul style="list-style-type: none"> <li>a) Valor teórico contable de la Sociedad,</li> <li>b) Valor liquidable de la Sociedad,</li> <li>c) Cotización media de los</li> </ul>

	<p>títulos durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de exclusión, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado,</p> <p>d) Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición de acciones de adquisición en el último año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.</p>
Chile	<p>De acuerdo al Art. 201 de la Ley 18.045, si dentro del plazo que media entre los 90 días anteriores a la vigencia de la oferta y hasta los 120 días posteriores a la fecha de publicación del aviso de aceptación dispuesto en el artículo 212, el oferente, directa o indirectamente, haya adquirido o adquiriese de las mismas acciones comprendidas en la oferta en condiciones de precio más beneficiosas que las contempladas en ésta, los accionistas que las hubieren vendido tendrán derecho a exigir la diferencia de precio o el beneficio de que se trate, considerando el valor más alto que se haya pagado. En tales casos, el oferente y las personas que se hubieren beneficiado serán obligadas solidariamente al pago.</p>

#### Cuadro de los Plazos en una Oferta

País	Plazos de Vigencia y Prórroga de la Oferta
Estados Unidos	La oferta debe permanecer vigente por un plazo no inferior a 20 días desde la fecha de la primera publicación. En caso que exista cualquier tipo de modificación en la oferta, ésta deberá prorrogarse como mínimo 10 días más.
Reino Unido	La oferta debe tener una vigencia de al menos 21 días, en caso de modificaciones a la oferta, debe haber una prórroga de al menos 14 días. En caso que no se obtenga al menos un 50% de las acciones con derecho a voto de la empresa objetivo dentro de los 60 días posteriores al inicio de la oferta, la misma caducará y no podrá hacerse una oferta antes de un año.

Francia	El plazo mínimo es de 25 días y máximo de 35 días, sin posibilidad de prórroga
España	El plazo para la aceptación de la oferta se fijará por el oferente, no siendo inferior a un mes ni superior a dos meses. Existe la posibilidad de prorrogar la oferta con la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
Chile	La oferta debe tener una vigencia determinada por el oferente, que no puede ser inferior a 20 días ni superior a 30 días. La oferta puede prorrogarse por voluntad del oferente, por una vez, por un mínimo de 5 y hasta 15 días adicionales, debiendo comunicarse ella a los interesados, antes del vencimiento de la oferta, mediante un aviso publicado en un mismo día en los diarios en los cuales se efectuaron las publicaciones del aviso de inicio.

### Cuadro Ofertas Parciales

País	Ofertas Parciales
Estados Unidos	Se permiten ofertas parciales.
Reino Unido	Toda oferta obligatoria debe abarcar la totalidad de las acciones restantes. Sólo se aceptan ofertas parciales con el consentimiento del “Panel on Takeovers and Mergers”, que constituye una comisión que regula las Ofertas Públicas en caso de Conflicto sobre la base de un Conjunto de Regales y Principios que se encuentran en el “City Code on Takeovers and Mergers”
Francia	Las ofertas obligatorias y voluntarias deben hacerse por el total de las acciones de la sociedad.
España	Se permiten ofertas parciales.
Chile	Se permiten ofertas parciales, con la posibilidad de prorrateo si el número de acciones que aceptaron la oferta es mayor al número de acciones que él oferente ofreció comprar.

### Cuadro Derecho a Retiro

País	Derecho a Retiro
Estados Unidos	Durante la vigencia de la OPA.
Reino Unido	Hasta 21 días después del día de cierre de la oferta.
Francia	Durante la vigencia de la OPA.
España	Una vez aceptada la oferta no existe la posibilidad de retractarse de la aceptación. La única posibilidad de retractarse es si existiese una nueva OPA competidora con mejores condiciones.

Chile	Los accionistas que hayan entregado sus acciones pueden retractarse total o parcialmente, hasta el plazo que vence la oferta o de sus prórrogas.
-------	--

### Cuadro Squeeze Out

País	Squeeze Out
Estados Unidos	Dentro de la regulación estatal en la mayoría de los estados existe la posibilidad de hacer un squeeze out. En Delaware en caso que el accionista mayoritarios supere el 85% de las acciones de la sociedad, tiene la facultad de obligar al resto de los accionistas a venderle sus acciones. Lo anterior es un squeeze out, para fijar el precio de venta los accionistas minoritarios pueden acceder a tasaciones.
Reino Unido	Cuando el accionista mayoritario alcanza el 90% o más de las acciones con derecho a voto.
Francia	Los propietarios del 95% de las acciones de la sociedad tienen la facultad de comprar la totalidad de las acciones. El precio de las acciones será determinado por peritos independientes.
España	No está contemplado.
Chile	No está contemplado,

### 2.2) Ley de Opas (Número 19.705,

Publicada el 20 de Diciembre del año 2000)

#### 2.2.3) Regulación de la Oferta Pública de Acciones a partir de la Ley 19.705.

La Ley N° 18.045 de Mercado de Valores es el cuerpo jurídico donde se hace referencia a las tomas de control y a las ofertas públicas de adquisición de valores. En comparación a las Legislaciones Internacionales Vigentes, antes de la dictación de la Ley Actual, no existía una regulación en la Ley mencionada sobre

vigencia de las ofertas, factores de prorrateo, regla de mejor precio ni obligación de realizar una OPA bajo ninguna circunstancia.

El anterior Artículo 40 de la Ley 18.045 definía la oferta pública de adquisición de acciones de valores como la dirigida al público en general, en caso de duda la Superintendencia tenía la facultad de determinar si ciertas ofertas debían ser Opas.

El Artículo 6° establecía que para poder hacer oferta pública de adquisición de acciones de las acciones de una sociedad, el emisor y los títulos debían estar inscritos en el Registro de Valores. La inscripción obligaba al emisor a divulgar toda "información esencial" respecto de sí mismo, de las acciones ofrecidas y de la oferta.

Respecto a las Tomas de Control el Artículo 54 hacía referencia a la información que se debía entregar cuando se obtenía el control de una sociedad anónima abierta. Informar previamente al público en general, así como el precio, el número de acciones que se deseaba adquirir, el porcentaje que estas acciones representaban del capital suscrito de la sociedad cuyo control se pretendía obtener, y las condiciones de la negociación que traería como consecuencia un cambio de control en la sociedad.

Luego de analizar distintas legislaciones acerca de OPAS y tomas de control se puede observar que en comparación con otros países más desarrollados, Chile tenía una regulación que permitía una mayor libertad para hacer transacciones aunque también se puede interpretar como un vacío legal.

Con posterioridad, como reacción a los hechos ocurridos en el Caso Chispas se dicta una regulación especial para la adquisición de acciones con la intención de tomar el control de una Sociedad Anónima. De acuerdo a la Ley, la nueva definición de Opas, señala lo siguiente: *“Es aquella que se efectúa por personas que expresan públicamente su voluntad de adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en aquellas, hasta alcanzar la cantidad determinada por el oferente, durante el lapso fijado por éste”*

Se cambia, en este sentido, el régimen legal de la Ley de Mercado de Valores (Ley 18.045) en su Título XXV (Arts. 128 a 218) a fin de:

- 1.-) Garantizar la protección a los accionistas,
- 2.-) Asegurar la transparencia de la información y
- 3.-) El trato igualitario para accionistas con derechos equivalentes.

Entre otros se intenta dar solución a los conflictos que surgen entre los accionistas de una compañía ante la existencia de un posible intento por tomar el control de ésta.

Uno de los aspectos importantes que toma en cuenta la Ley de Opas consiste en procurar una solución al “Problema de Agencia”, por cuanto los intereses de los administradores pueden diferir de los intereses de los accionistas.

En este sentido pareciera razonable estructurar contratos entre inversionistas y administradores de forma que se dejen claramente establecidas las responsabilidades de la administración, así como el destino del dinero invertido por la empresa y la forma de división de ganancias de las compañías. Pero según Clarke<sup>20</sup> “esta solución presenta el problema de ser técnicamente imposible ya que no se pueden estructurar contratos completos, que consideren las innumerables situaciones que enfrentan los administradores y su capacidad de reacción ante ellos”.

A lo anterior agrega que estos contratos deben ser eficientes, claros y precisos además de existir un conjunto de accionistas más concentrados por cuanto por cuanto al estar dispersos se hace más difícil un control estricto hacia ellos. Este último problema es conocido como el “Free Rider Problem”, donde los administradores, a falta de lo anterior, podrían utilizar los recursos de la sociedad para alcanzar sus propios objetivos.

### **2.2.3.1) Soluciones al Problema de la Agencia.**

Según el Ex-Superintendente de la Valores y Seguros, operan 3 mecanismos posibles para dar una solución al problema de Agencia.

#### **1.-) Derecho a Control de los Inversionistas,**

Mecanismo que opera a través de la Legislación, donde se le entregan a los inversionistas derechos de control sobre la administración a cambio de los recursos que aportan a las compañías, por lo que en el supuesto que los administradores no cumplan sus obligaciones, los inversionistas tendrán derecho a demandarlos y a una aplicación de sanciones, conforme a la ley.

---

<sup>20</sup> “Elementos Conceptuales de la Ley de Opas”, Alvaro Clarke, SVS, Mayo del 2001. Pág. 15

Mecanismos tales como el Derecho a voto dentro de la Juntas Generales de Accionistas así como ciertas limitaciones a las “autocontrataciones” que realizaren los administradores, eliminando la posibilidad de que participen en la determinación de sus sueldos y en decisiones respecto a transacciones con empresas en las que poseen algún interés económico.

## **2.-) Reputación**

Por el que los administradores deben conservar o proteger un prestigio o nombre, siendo reconocidos por los mercados como tales, a fin de obtener recursos de los inversionistas para llevar a cabo sus futuros proyectos, aunque en este caso no se soluciona totalmente el problema de la agencia por cuanto la información no es perfecta.

## **3.-) Concentración de la Propiedad en pocos Accionistas**

Ello en el sentido de que asegura un adecuado control de las decisiones de la administración por parte de los accionistas, al arriesgar un mayor porcentaje de riqueza.

Pero el problema que presenta esta situación consiste en la razón de ser de la Ley de Opas: la protección de los accionistas minoritarios, por cuanto los mayoritarios pueden usar el control que ejercen sobre la compañía a través de sus directores para expropiar a los accionistas minoritarios y a los que poseen acciones sin derecho a voto. También, operando el caso de accionistas con baja participación en la sociedad pero con acciones preferenciales y diferentes derechos a voto. Con ello los mayoritarios o controladores tienen herramientas necesarias para extraer valor de las empresas, ya sea, a través de empresas en que tienen algún interés económico u otras formas relacionadas.

Se afirma que a partir de una mayor protección de los minoritarios se lograría una mayor dispersión de la concentración propietaria y de esa forma disminuye el riesgo entre los accionistas, contando los inversionistas minoritarios con mayores mecanismos de obtención del retorno de su inversión.

La ley de Opas pretende construir un “contrato eficiente”, con la creación de comités de auditoría, reglamentando las transacciones entre partes relacionadas, estableciendo la acción civil y el concepto de director independiente. La finalidad es aumentar la confianza de los accionistas mejorando la liquidez, incrementando el nivel de inversiones.

La opinión al respecto, que plasmo en esta tesis, es que pese a establecer de forma adecuada y correcta estos mecanismos de control, lo relevante es la protección igualitaria de los accionistas y no sólo de los minoritarios por cuanto deben existir incentivos reales a invertir en acciones que reporten un mayor valor de retorno.

Por lo que el objetivo es lograr aquel porcentaje de valor sobre la acción, pero garantizando una parte considerable para aquel accionista o inversionista que invirtió.

Es decir, lo que falta hoy en día son medios y mecanismos que aseguren también la liquidez del mercado accionario a partir de aportes importantes de capital a las sociedades, que en la actualidad ha sido escaso, en consideración a las circunstancias imperantes y no sobre la base de un supuesto ideal pero realizable en otras condiciones de mayor actividad en el mercado.

Así también se modifica la legislación sobre S.A. al establecerse un conjunto de normas que regula el gobierno corporativo con el objeto de:

1-.) Proteger en forma adecuada y resguardar los derechos de los accionistas minoritarios y de los inversionistas no controladores y;

2-.) Mejorar los mecanismos de autorregulación al interior de las sociedades

Uno de los Efectos Esperados con esta nueva Normativa consiste en:

A-.) Mejora en la clasificación de riesgo de las Empresas.

B-.) Disminuir el costo de capital de las empresas.

C-.) Aumento de la liquidez del mercado.

#### **2.2.4) Principales Avances**

Con la Finalidad de no extenderme más en las mismas modificaciones legales ya estudiadas por distintos autores, entre ellos Clarke<sup>21</sup>, Puelma<sup>22</sup>, Illanes<sup>23</sup>, Bernet<sup>24</sup>, etc. Me referiré a los 3 aspectos que significaron un avance en comparación a la antigua regulación de Opas.

---

<sup>21</sup> "Elementos Conceptuales de la Ley de Opas", Documentos para la Discusión, Alvaro Clarke, Mayo del 2001, Superintendencia de Valores y Seguros

<sup>22</sup>, Sociedades, , Tomo II, Tít. IV y V, Del Capital y las Acciones, Número B, Limitación legal a la adquisición de acciones mediante Opas Obligatorias, Alvaro Puelma Accorsi, pág. 560 a 590

<sup>23</sup> Texto de Seminario Magister Facultad de Derecho, Universidad de Chile, de Claudio Illanes del Río sobre Ley de OPAS, año 2001, Stgo.

<sup>24</sup> El Fenómeno de las Opas en el Mercado de Valores, Manuel Antonio Bernet, 2001, Memoria para optar al Grado, Facultad de Derecho, Universidad Adolfo Ibañez pág 204

1.-) **Control**<sup>25</sup>: Una de las principales preocupaciones del legislador consistió en regular el mecanismo de Toma de Control de una Sociedad Anónima con el propósito de que fuera Transparente y que resguardara, debidamente, el interés de todos los accionistas.

2.-) **Mecanismos de la Opa y Gobiernos Corporativos**: Junto a lo anterior cobra importancia lo que se refiere a los mecanismos y efectos de la Oferta Pública junto a las Modificaciones al Gobierno Corporativo. Los primeros aspectos, la Toma de Control y la Opa misma, son los temas que pretende profundizar esta Tesis.

Por ello es que la Ley de Valores, N° 18.045, incorporó dos Títulos nuevos: el XXV y el XXVI. Este último referente a la oferta pública de acciones o valores convertibles en el Extranjero.

Las normas del Tít. XXV son aplicables a las ofertas que se formen voluntariamente como a aquellas en que opera la obligatoriedad por ley.

3.-) **Rol de la Superintendencia de Valores y Seguros**: la función de la SVS, bajo la regulación de Opas, es más activa por cuanto todos los administradores de una OPA como también sus Agentes quedan sujetos en relación con esas ofertas a la fiscalización de la SVS, quien está dotada de las facultades para vigilar todas las actuaciones de este proceso y aplicar en su momento las medidas correctivas o sancionadoras respecto de quienes hayan infringido sus normas.

## Capítulo III

### Aspectos Jurídicos y Financieros de la Legislación de Opas en el Mercado Accionario Chileno (Revisión Crítica de la Ley de Opas)

#### 3.1 Introducción

El análisis realizado anteriormente nos ha permitido entender la razones y las características más importantes de esta Norma Legal. En este Capítulo haré una Revisión Crítica de la Ley de Opas, sobre una mirada jurídica y económica, en consideración a los aspectos desfavorables de la regulación, tanto por su

---

<sup>25</sup> Por **Control** entiéndase la facultad de tomar decisiones estratégicas y operativas de una empresa, las que afectan sus flujos presentes y futuros, opinión del autor.

contexto como por sus puntos importante. Antes de referirse al desarrollo mismo de los puntos criticados por la legislación es preciso conocer, con certeza, su régimen de aplicación en el Mercado de Valores, es decir, los hechos o condiciones cuya ocurrencia generan la obligación de someterse a la Normativa de Opas, es decir, los presupuestos de hecho. Entonces, una vez estudiado su sistema de aplicación desde un punto de vista formal pasamos a analizar su contenido y el mecanismo por el cual se realiza: La Oferta.

En ese sentido es que se explican: los requisitos de la Oferta, su ejecución y los efectos de la misma, desde el particular punto de vista crítico del autor. Por ello es que para estudiar los intereses de las partes involucradas en una Opa y en el Premio por Control, primero es necesario comprender las características y las particularidades de las Estructuras de las Sociedades Anónimas en Chile en relación al Mercado de Control.

Hoy en día, a 2 años y medio de su vigencia legal, esta norma ha traído consigo serios problemas por la sobrerregulación del Mercado de Valores y la consiguiente baja en el nivel de participación de Inversionistas y Accionistas en las Sociedades Anónimas. De acuerdo a la información dada anteriormente, los índices accionarios han bajado y no ha crecido la Bolsa de Valores en la participación accionaria. Sin duda ello ha ocurrido por diversos factores ajenos a la situación nacional pero también al sistema de regulación del Mercado, como se se ha señalado anteriormente, y en especial la Ley de Opas que no ha sido capaz de otorgar una respuesta flexible y dinámica ante la Crisis Económica.

La Política Monetaria a su vez ha fomentado el uso de Instrumentos de Financiamiento de las Compañías, ya sea con la Emisión de Bonos con bajas tasas de interés o por otros Instrumentos de Deuda. Sin perjuicio de ser positivas este tipo de medidas también ello origina un aumento de la deuda financiera de las sociedades y no permite un mayor grado de capitalización de las sociedades con el ingreso de un número mayor de accionistas.

A su vez, las regulaciones tienen un costo económico. Las empresas asumen costos al tener que asignar recursos para generar información, para cubrirse de los riesgos eventuales de errores de información, para asesorarse debidamente con expertos respecto de la legalidad o rectitud de determinadas decisiones. Hay también costos para la economía como un todo cuando estas normas no contribuyen al perfeccionamiento del mercado de capitales.

Certeza jurídica, transparencia, fe pública y diligencia directiva son los activos que deben estar siempre presentes junto a una regulación que estimule estas prácticas evitando que ella limite la creatividad y los deseos de emprender.

Hoy en día podemos observar que hay una reducción en el número de sociedades inscritas como abiertas o sujetas a la supervisión de la autoridad.

En efecto, de aproximadamente 200 sociedades inscritas en 1981, se llegó al máximo de 287 sociedades en 1998 y a partir de ese año se ha ido reduciendo hasta llegar a 241 en Junio pasado.

Esta tendencia, de persistir, es preocupante ya ello restringe las posibilidades de que las empresas se expandan, no sólo con deudas, sino además con capital.

Un distinguido abogado de la plaza, director de varias sociedades, entrevistado por el Diario Financiero a mediados de Septiembre, al ser interrogado sobre el costo de las mayores regulaciones respondió "la concentración en los últimos tres años efectivamente ha aumentado. Se han cerrado mas de 19 compañías y es que los empresarios dicen: tanta regulación, tanto costo, prefiero cerrar la compañía y acceder al mercado de los bonos".

Es por ello que el desafío que enfrenta el mercado de valores es muy importante.

Ya a principios del 2001, en la Edición de la Revista Jurídica de Enero, Álvaro Puelma señalaba a propósito de los posibles efectos de la Ley de opas lo siguiente<sup>26</sup>: "las regulaciones deben ser siempre las mínimas necesarias, pero tratar de regular los precios y repartir de unos a otros es un poco iluso. Siempre se le paga más al que tiene el control, es natural. La compra de los Lucksic del Banco de Chile tuvo que apurarse para no entrar a la OPA. ¿Por qué? Antes la ley decía: "Un accionista un voto". Ahora cambió y debemos ajustarnos a las prácticas internacionales. Un buen controlador es quien reparte dividendos y ganan los accionistas a, b y c. Ese controlador puede capitalizar poco".

Agrega Puelma que "La OPA apunta a atomizar sociedades, pero puede generarse el efecto contrario, con más sociedades cerradas que abiertas. Es muy difícil torcerle la mano al instinto de las personas a ganar plata. Veremos qué sucederá cuando a los minoritarios cambien de tramo en impuestos por el mejor precio de las acciones".

Este tema se analizará con mayor profundidad en el Capítulo IV.

### **3.2) Régimen de Aplicación de Opas en Chile: Un Sistema Mixto con Obligatoriedad Definida.**

---

<sup>26</sup> Revista Jurídica, Edición de Enero, año 2001

### 3.2.1) Introducción

Entre los documentos, artículos, exposiciones y libros de estudio sobre Opas, no existe una clasificación sobre los términos que se utilizan en cuanto a la aplicación misma del Régimen Legal de Opas y de las Condiciones que operan a su respecto, Por lo tanto, con el objeto de clarificar y de facilitar su análisis y aplicación, en los siguientes párrafos realizo una descripción de la misma.

La Legislación nacional establece un Sistema Mixto de Opas, pero prescribiendo como regla general su obligatoriedad. Para los efectos del análisis hay que distinguir entre la Obligatoriedad General y Especial, junto a las Excepciones Legales, Administrativas y Temporales.

Pero es relevante distinguir, que la diferenciación no dice relación entre el carácter Facultativo u Obligatorio como así se señala originalmente en los estudios realizados por Clarke, Álvaro, “Modernización del Mercado de Capitales Chileno: La nueva Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Gobierno Corporativo”, del Libro “Elementos Conceptuales de la Ley de Opas”, con fecha 22 de Mayo del 2001, pág. 27, Item 4.3, de la SVS. O por Colchero, Francisco en su Memoria “Opas, Posibles Consecuencias del Proyecto de Ley”, año 2000, Pág. 93. y la mayoría de la doctrina.

Estos Autores señalan que el carácter mixto tiene su origen en el supuesto facultativo de una Opa, en cuanto por ese hecho queda sujeto al sistema de regulación del Título XXV de la Ley 18.045, al existir un interés en un cambio de control en una Sociedad Anónima Abierta, sujeta a fiscalización de la SVS. Pero el cambio de control en verdad opera como condición, que en el caso de que vaya ocurrir, genera una obligación para el oferente de aquel paquete accionario, de someterse a la normativa antes mencionada. Es más, la ley establece sanciones en caso que no se sujete a la Legislación y a las disposiciones del Título XXV, como lo señala Puelma<sup>27</sup> “La Ley prohíbe en ciertos casos, aun mediante, sanción penal, la adquisición de valores emitidos por sociedades que hacen Oferta Pública de Acciones, que no se efectúe mediante el procedimiento de Opas señalado en la Ley”. Así es que la SVS en diversas situaciones donde se han entregado señales al Mercado de una posible Oferta Pública o de uso de Información Privilegiada, ha requerido a los supuestos oferentes la manifestación de su interés, de forma

---

<sup>27</sup> Sociedades, Tomo II, 3ª edición aumentada y actualizada, Alvaro Puelma Accorsi, Editorial Jurídica de Chile, año 2001, página 562.

expresa, si lo hubiere, de materializar su oferta de acuerdo a la Normativa de Opas.

Por ejemplo, en el Caso de Información Privilegiada del Banco de Chile, que actualmente se encuentra en los Tribunales de Justicia, donde la SVS aplicó sendas multas a los ex-dueños del mismo Banco en Mayo de 2001.<sup>28</sup> Cuando a partir del análisis de los hechos el responsable directo fue Andrónico Luksic del grupo Quiñenco, al anunciar su interés en participar en la Sociedad Anónima Banco de Chile, sin oficializar inmediatamente la compra accionaria, aunque en este caso el Banco de Chile se encontraba sujeto al Art. 10° transitorio de la Ley 19.705, por lo tanto, no estaba sujeto a la regulación de Opas. Sin embargo debía cumplir con ciertos deberes de información ante la SVS, por estar sujeta a su fiscalización.

Como lo señala Puelma<sup>29</sup> “Todas las personas que intervienen en una Operación OPA, sus organizadores y los administradores de la Oferta, quedan sujetos en relación con ella, a la fiscalización de la Superintendencia, como lo señala el art. 148 inc. final de la Ley de Mercado de Valores, la cual se traduce en la posibilidad de aplicar las sanciones de multa que tratan los arts 58 de dicha ley, 27 y 28 del D.L. 3538 del año 1980, modificado por la ley 9.705.”

Volviendo al tema del carácter obligatorio o facultativo de la Oferta, el punto es determinar cuando se está bajo los supuestos de adquisición del Control de una Sociedad y la respuesta la señala el Art. 97 de la Ley 18.045, que se explica a continuación.

Cuando se señala que opera una Regla Mixta, ella dice relación con las excepciones que existen por Ley, sean propiamente legales o administrativas pero no respecto del supuesto carácter facultativo de la adquisición de un paquete accionario de Control de una Sociedad, cuando en verdad, es una obligación condicionada a un hecho futuro, como lo avalan las disposiciones del Art. 198 y 199 de la Ley 18.045. Por lo tanto, aunque la obligatoriedad aparezca más tenue

---

<sup>28</sup> El ex pacto controlador del Banco de Chile reclamó de la multa que les aplicó la entidad reguladora por el supuesto uso de información privilegiada, en el marco de la toma de control del banco por parte del grupo Luksic. En mayo de 2001, la SVS decidió aplicar sendas multas administrativas a Patricio Parodi, Eduardo Fernández León, José Antonio Garcés, Juan José Mac Auliffe, Juan Hurtado Vicuña, Carlos Eugenio Lavín y Carlos Alberto Délano, de 1.000 UF (casi \$17 millones) cada una por haber aumentado su participación en el Banco de Chile en diciembre de 2000, días después de que Andrónico Luksic les informara que tenía intención de lanzar una oferta pública de compra de acciones (OPA) por la entidad financiera. Actualmente este caso se ventila en los Tribunales de Justicia, radicado en el 20° Juzgado Civil de Santiago. Fuente: La Estrella de Arica, N° 10.017, Viernes 5 de Septiembre de 2003.

<sup>29</sup> Sociedades, Tomo II, Sociedad Anónima, 3ª edición actualizada, Álvaro Puelma Accorsi, 2001, Pág. 577.

en aquellos casos que señalan como facultativos, el hecho de estar sometido a las mismas normas y sanciones que señala la ley, en este último caso, por la contravención de las disposiciones sobre Opas, refleja el carácter vinculatorio y obligatorio de la misma, de forma general.

De esta manera se debe concluir que La Ley de Opas tiene un Carácter Mixto, a partir de una regla general obligatoria con determinadas excepciones legales, administrativas y especiales (normas transitorias).

### **3.2.2) Obligatoriedad General**

Deben adquirirse a través del procedimiento de Opas, sea en forma directa o indirecta, las acciones que permitan a una persona tomar el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ellas, de acuerdo al art. 199 inc. 1°.

La definición de los casos en que opera el Control, se encuentra señalada en el artículo 97 de la Ley 18.045, “Cuando directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas se participa de la propiedad de la sociedad y se tiene poder para realizar una de las siguientes actuaciones:

1-.) Asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores.

2-.) Influir decisivamente en la Administración de la Sociedad.”

Luego, podemos distinguir ciertas situaciones donde operan determinadas excepciones a la aplicación de la normativa de Opas. Para efectos del estudio las he distinguido entre Excepciones Legales, Administrativas y Especiales (Normas Transitorias)

#### **3.2.2.1) Excepciones Legales**

La Norma general contempla determinadas excepciones señaladas en el Art. 199 de la L.M.V. desde su numeral 1° al 5°, que dicen relación con:

1) Las adquisiciones provenientes de un aumento de capital, mediante la emisión de acciones de pago de primera emisión, que por el número de ellas, permitan al adquirente obtener el control de la sociedad emisora;

- 2) La adquisición de las acciones que sean enajenadas por el controlador de la sociedad, siempre que ellas tengan presencia bursátil y el precio de la compraventa se pague en dinero y no sea sustancialmente superior al precio de mercado;
- 3) Las que se produzcan como consecuencia de una fusión;
- 4) Las adquisiciones por causa de muerte, y
- 5) Las que provengan de enajenaciones forzadas.

### **3.5.2.2) Excepciones Administrativas (Art. 198 inc. 5°)**

La SVS puede eximir del cumplimiento de una o más normas del Tít. XXV respecto de aquellas ofertas de hasta un 5% del total de las acciones emitidas por una Sociedad, cuando ellas se realicen en Bolsa y a prorrata para el resto de los accionistas, conforme a la Reglamentación Bursátil establecida para estos efectos en la Circular N° 1514 de la SVS, con fecha 5 de Enero de 2001.

### **3.5.2.3) Excepciones Especiales (Normas Transitorias)**

**1) Artículo 10° Transitorio**<sup>30</sup>. De acuerdo con el art. 10 transitorio de la Ley 19.705 y no obstante lo que se dispone en el art. 199 del Título XXV de la Ley 18.045, los controladores actuales de las sociedades anónimas abiertas, que hagan oferta pública de sus acciones, podrán optar por enajenarlas libremente, aún cuando el precio sea sustancialmente superior al de mercado.

---

<sup>30</sup> **Artículo décimo transitorio.-** No obstante lo dispuesto en el artículo 199 de la ley N° 18.045, los controladores actuales de las sociedades anónimas abiertas que hagan oferta pública de sus acciones, podrán optar por enajenarlas libremente, aun cuando el precio sea sustancialmente superior al de mercado, siempre que realicen dicha enajenación dentro del curso de los próximos tres años contados desde el día primero del mes siguiente a la fecha de publicación de la presente ley y sea acordado en una junta extraordinaria de accionistas. El directorio de la sociedad convocará a la junta y ésta resolverá por la mayoría absoluta de las acciones emitidas con derecho a voto. Este beneficio podrá invocarse por una sola vez. Para acogerse a lo previsto en el inciso anterior, se deberá convocar a junta extraordinaria dentro de los seis meses siguientes a la fecha de vigencia de la presente ley. Si el adquirente de las acciones provenientes del control pretendiere enajenar las acciones, no podrá utilizar el procedimiento señalado en los incisos anteriores y deberá ceñirse estrictamente al cumplimiento de las disposiciones del Título XXV de la ley N° 18.045.

Podrán disponer de las acciones en la forma antes dispuesta, siempre que lo hagan dentro del curso de los próximos 3 años contados desde el día primero del mes siguiente a la fecha de publicación de la Ley 19.705. Como ésta se publicó el día 20 de diciembre del 2000, el plazo referido se cuenta desde el 1 de enero del 2001 y corre hasta el 1° de Enero del 2004.

En tal caso la citada enajenación debió ser acordada en una Junta Extraordinaria de Accionistas de la sociedad de que se trata, citada especialmente al efecto.

La convocatoria debió efectuarse por el directorio de la sociedad y el acuerdo debió haberse aprobado por la mayoría absoluta de las acciones emitidas con derecho a voto. Este beneficio sólo se podrá invocar por una sola vez.

La convocatoria a la Junta Extraordinaria de Accionistas debió efectuarse dentro de los 6 meses siguientes a la fecha de vigencia de la ley 19.705, vale decir, contados desde el 20 de Diciembre del 2000.

Ahora, si el adquirente de las acciones proveniente de la enajenación que efectuaron sus ex controladores, conforme la normativa antes señalada, decidieran por su parte, enajenarlas, deberán ceñirse estrictamente al cumplimiento de las disposiciones del Título XXV de la Ley 18.045.

Esto es, no podrían utilizar para su enajenación el mismo mecanismo que si usaron para su adquisición.

En los Registros de la SVS se encuentran todas las Sociedades Anónimas que se acogieron el Art. 10° Transitorio, así como aquellas que no se acogieron en el plazo respectivo:

**2) Artículo 1° Transitorio de la Ley 19.705** <sup>31</sup>, que se refiere a disposiciones o estipulaciones que se encuentran en un Pacto de Accionistas, que otorgan Derechos Preferentes para comprar o vender acciones, o que se refieran a una nueva adquisición de acciones de una Sociedad Anónima que efectúe Oferta Pública de sus acciones. Los requisitos fundamentales son los siguientes:

1-) Que el Pacto de Accionistas se haya realizado o celebrado con anterioridad a la vigencia de la Ley 19.705 (20 de Diciembre 2000).

---

<sup>31</sup> **Artículo primero transitorio.**- Los pactos de accionistas que hubieren dado cumplimiento al artículo 14 de la ley N° 18.046 y celebrados con anterioridad a la vigencia de esta ley, en que se haya acordado por las partes derechos preferentes de compra o venta de acciones o de una nueva suscripción de acciones de una sociedad anónima que haga oferta pública de sus acciones, no le serán aplicables las normas del Título XXV de la ley N° 18.045, si es que se hiciera una operación de las reguladas por ese Título.

2-.) Que el pacto haya sido inscrito en el registro de accionistas, de conformidad con el Art. 14 de la Ley 18.046 sobre Sociedades Anónimas<sup>32</sup>, que se refiere a la Libre Cesibilidad de Acciones, con anterioridad a la Vigencia de la Ley 19.705.

Aquellas enajenaciones que cumplan con las anteriores condiciones, no les serán aplicables las normas del Título XXV de la Ley 18.045 pudiendo realizarse aquella en cualquier época, siempre y cuando otorguen para el adquirente el Control de la Sociedad.

### **3.2.3 Obligatoriedad Especial**

Pese a la generalidad de los casos en que se aplica el régimen de Opas por Tomas de Control la Ley impone a una persona efectuar una Opa cuando concurren determinados presupuestos de hecho señalados en la ley, de forma taxativa.

Son los siguientes:

3.2.3.1) **Art. 69 ter de la L.S.A**, que fue introducido por la Ley 19.705, por el que como consecuencia de cualquier adquisición de acciones, provenga o no de una Opa, si una persona llega a adquirir o supera los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, dentro del plazo de 30 días contado de la fecha de aquélla, debe realizar una oferta por el resto de las acciones, en los términos establecidos en la ley, a un precio no inferior en el caso de existir derecho a retiro. De no efectuarse la oferta en el plazo señalado, nacerá para el resto de los accionistas el derecho a retiro en los términos del artículo 69. En este caso, se tomará como fecha de referencia para calcular el valor a pagar, el día siguiente al vencimiento del plazo indicado en el inciso primero. No regirá la obligación establecida en el inciso primero, cuando se alcance el porcentaje ahí referido como consecuencia de una reducción de pleno derecho del capital, por no haber sido totalmente suscrito y pagado un aumento dentro del plazo legal. En caso que todos los accionistas ejercieren la opción de enajenar la totalidad de sus acciones al controlador o ejercer el derecho a retiro en su caso, a la sociedad no le será aplicable la causal de disolución establecida en el N° 2) del artículo 103, a menos que el controlador decida lo contrario y así lo señale conforme al artículo 213 de la ley N° 18.045."

---

<sup>32</sup> Art. 14 de la Ley 18.046, Los estatutos de las sociedades abiertas no podrán estipular disposiciones que limiten la libre cesión de las acciones. Los pactos particulares entre accionistas relativos a la cesión de acciones, deberán ser depositados en la compañía a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en

Esto último es importante ya que establece un caso muy particular, dentro de la regulación legal de las Sociedades Anónimas, donde se señala una primera referencia a la existencia de Sociedades Unipersonales, por lo que el accionista mayoritario, luego de realizar una Oferta por las restantes acciones al superar los 2/3, no tendrá la obligación de disolver la sociedad por la confusión de las acciones en su sola mano. Siendo en este sentido el primer caso donde la ley permite una Sociedad con un solo socio. Posteriormente se dictaría la Ley 19.857 que autoriza la creación de Empresas Individuales de Responsabilidad Limitada, respecto de Sociedades Colectivas. En la Actualidad la reciente aprobada Reforma de Capitales II, con la finalidad de reducir los costos de transacción y acoger la contratación comercial sofisticada, establece determinadas normas que regulan la Organización societaria, en especial a la industria de capital de riesgo con formas de organización societaria más flexibles que posibilitan, por ejemplo, controlar ciertas decisiones de una sociedad, sin necesidad de ser el accionista mayoritario de la compañía o de llamar a una junta de accionistas. Lo que se logra por la vía de tener contratos entre privados y con mecanismos que hacen prevalecer los acuerdos entre las partes. Bajo esta consideración, es que se crea un nuevo tipo de organización societarias: Las Sociedades de Responsabilidad Limitada por Acciones (SPA), que actúan como un instrumento de organización corporativa flexible y dinámico, donde los estatutos de la sociedad pretenden reflejar los intereses de quienes la conforman, incluyendo la participación del capital, la estructura administrativa y el rol de las juntas de accionistas. Esta nueva forma de organización resulta, particularmente útil, para aquellas sociedades de pocos accionistas, con participaciones de inversionistas más sofisticados.

### **3.2.3.2) Art. 199 c) de la Ley de Mercado de Valores.**

En el que luego de definir este procedimiento señala que deberán efectuar dicha oferta las adquisiciones de acciones que permitan a una persona tomar el control de una sociedad o de una sociedad que tiene a su vez el control de otra y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado.<sup>33</sup>

---

el Registro de Accionistas. Si así no se hiciere, tales pactos se tendrán por no escritos.

<sup>33</sup> Artículo 199.- Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este Título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad que haga oferta pública de las mismas: c) Si una persona pretende adquirir el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra que haga oferta pública de sus acciones, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, deberá efectuar previamente una oferta a los accionistas de esta última conforme a las normas de este Título, por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control.

### 3.2.3.3) Art. 209 de la Ley de Mercado de Valores.<sup>34</sup>

Los argumentos dados para apoyar su obligatoriedad como regla general y especial reside en que, se afirma, incentivaría una mayor dispersión de la propiedad accionaria, lo que a su vez, generaría liquidez y profundidad en el mercado. Por otra en los menores costos económicos de un sistema de OPA obligatoria. Conforme a los defensores de un sistema de OPA obligatoria, se debe evitar que los accionistas controladores extraigan valor de una compañía en perjuicio de los accionistas externos. Lo cual empíricamente no ocurre, sin embargo, si así fuese, no se pueden olvidar los enormes costos que genera una reglamentación de este tipo, esto es: Que, elevan ostensiblemente los costos en el intercambio del control de las sociedades abiertas, consecuentemente se desincentiva las tomas de control.

Las relaciones económicas son de naturaleza recíproca, así en un sistema de OPA obligatoria que impone una igualdad en el reparto del premio de control, efectivamente ha mejorado la situación de los accionistas minoritarios, sin embargo, se ha olvidado que tal ventaja necesariamente ha perjudicado al oferente. Así, los posibles interesados en adquirir el control de una Sociedad, al tener que sujetarse a un sistema de OPA obligatoria (especialmente en los casos de OPAS totales), deben hacerse de un número mayor de acciones, que el que realmente necesitan para obtener el control de la Sociedad (por no poder negociar el paquete de control directamente), elevando de esta forma los costos de transacción. Así, conforme a los numerosos estudios que se han realizado en el mercado norteamericano el efecto que han producido las legislaciones sobre OPAS "no fue generar mayor riqueza ni mejorar su distribución, sino que transferirla aún más desde los accionistas de las firmas adquirentes a los de la sociedad adquirida"<sup>35</sup>. De esta forma en este mecanismo de OPA obligatoria los

---

<sup>34</sup> Artículo 209.- En caso de ofertas dirigidas a una serie específica de acciones, ellas deberán ser hechas en iguales condiciones para los accionistas de dicha serie. Si las preferencias o privilegios establecidos para una serie específica de acciones otorgaren preeminencia en el control de la sociedad, toda oferta que se dirija a dicha serie de acciones, obligará a realizar una oferta conjunta por igual porcentaje respecto de las demás series de acciones de la sociedad. Para los efectos de este artículo, se entenderá que el control de la sociedad podrá obtenerse a través de alguna de las actuaciones señaladas en el art. 97

<sup>35</sup> 1) THE EFFECT OF THE WILLIAMS AMENDMEENT AND OTHER FACTORS ON TRANSACCION COST IN TENDER OFFERS, R.Smiley, en Industrial Organization Review, 1979, p. 117-161.

accionistas de la sociedad target ganan en desmedro de los accionistas de la sociedad ofertante.

La obligatoriedad de realizar una OPA bajo ciertas condiciones establecidas por la SVS cuando se desea acceder a su control, en forma indirecta, a través de su sociedad controladora, intenta proteger los intereses de los accionistas minoritarios de la sociedad controlada, evitando redistribuciones de riqueza (esto último se observa claramente al comprar control vía sociedades de inversión).

La obligación de realizar una OPA por todas las acciones restantes de la compañía cuando se ha alcanzado los 2/3 de la propiedad, intenta:

1. Dar una puerta de escape al accionista minoritario ante la caída en la liquidez de sus títulos e intereses divergentes del controlador. Es importante recordar que con 2/3 se tiene el *quórum* suficiente para hacer variados cambios en la empresa.
2. Sin embargo, después de todo el análisis anterior, no es menos cierto que, por otro lado, se está forzando la salida de bolsa de las compañías, reduciéndose la liquidez del mercado como un todo y las posibilidades de diversificación para los inversionistas. El siguiente cuadro nos ayuda a visualizar lo anterior.

	Argentina Buenos Aires	Brasil San Pablo	Chile Santiago	México C México	Perú Lima
1993	44,011,198	99,430,045	52,006,710	200,613,319	5,084,443
1994	36,867,223	189,058,183	67,878,108	129,850,362	8,162,541
1995	37,779,558	147,567,569	78,813,005	90,939,451	11,701,246
1996	44,670,349	216,927,182	67,561,869	106,780,006	13,842,188
1997	59,239,905	255,409,311	71,934,623	156,182,327	17,382,974
1998	45,291,521	160,886,690	51,866,200	91,978,285	11,035,320
1999	83,879,018	228,535,767	68,499,038	153,488,501	13,407,413
2000	86,395,389	235,391,840	70,554,009	158,093,156	13,809,635
2001	73,436,080	153,004,696	68,415,680	192,873,650	13,395,346
27/09/02	36,718,040	99,453,052	51,995,917	135,011,555.25	9,376,742

Fuente, D. Yarur, exposición Facea, 4/10/2002

### Comparación del Valor de Transacción en el Mercado Accionario de las Sociedades en algunos países de América Latina.

Estos datos reflejan una caída amplia en todos los mercados sudamericanos del nivel de transacción accionario y no hace excepción el caso chileno.

Aplicando lo expresado en el punto anterior, una elevación en el precio por el control ha producido una disminución de los posibles adquirentes del mismo. Avalan estas conclusiones importantes investigaciones realizadas en el mercado norteamericano, el cual sufrió una importante baja de OPAS durante la década anterior, debido a numerosas regulaciones que incrementaban los costos

para obtener el control, "las adquisiciones a través de OPAS declinaron de 217 en 1988 a 20 en 1991. (...) Las posibles razones de la declinación en el número de OPAS serían un mayor desarrollo y efectividad de las tácticas antiopa y la dictación de leyes estatales de opas"<sup>36</sup>. De esta forma, ello también se ha visto reflejado en Chile al disminuir con la dictación de la ley el número de oferentes. Sólo se ha perjudicado al mercado en general, y en especial a los accionistas minoritarios, al decaer ostensiblemente la demanda por sus acciones.

Uno de los Efectos que ha originado el Art. 69 Ter de la Ley de Sociedades Anónimas ha sido el provocar un daño irremediable a la eficiencia institucional de los mercados.

Por el cual se han introducido perniciosos efectos en la libre circulación de las participaciones sociales, al extremo de producir un verdadero congelamiento en los cambios de control de una Sociedad Cotizante. Esto se explica porque al exigir que la OPA sea dirigida al restante tercio de accionistas en el caso de superar la adquisición los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto, dicha exigencia sólo puede ser cumplida por el grupo controlador, por consiguiente se ha eliminado toda posibilidad de crear o mantener un activo control sobre las sociedades, fomentando aun más la concentración de la propiedad en una mano, provocando un verdadero estancamiento en los cambios de control, esto se ha explicado ya que en esta especie de OPA, al obligar a realizar tal oferta, los accionistas podrán hacer efectivo su derecho a retiro y tendrán derecho al pago por parte del controlador del valor de las acciones a un precio no inferior al que corresponde en el caso de Derecho de Retiro, pero de acuerdo a lo señalado por el Art. 69, inc. 3º y 7º es aquel valor Bursátil, frente a lo cual el precio que debería pagarse realmente es el promedio del precio de mercado de la acción ya que el valor bursátil de las acciones puede ser notablemente inferior al valor real de mercado.

Como Señala M.A. Bernet<sup>37</sup> "esto ha entorpecido notablemente la salida de los accionistas de control, que se han visto constreñidos a permanecer en la misma ante la imposibilidad de abandonarla en unos términos mínimamente favorables o convenientes".

Las consecuencias han sido, la pérdida de todo incentivo para supervigilar las sociedades al dificultarse los cambios en la administración, debiendo soportar

---

<sup>36</sup> 2) ECONOMICS EFFECTS OF FEDERAL AND STATE REGULATION OF CASH TENDER OFFERS, G.Jarrell y M.Bradley, en Journal of Law and Economics, Oct. 1980, p.371-407.

<sup>37</sup> Tesis de Grado sobre el fenómeno de las Opas en el Mercado de Valores, de M.A. Bernet Facultad de Derecho, Universidad Adolfo Ibañez, Prof. Guía Raúl Novoa Galán, año 2001

los accionistas minoritarios una indefensión total. Sin embargo, no sólo el controlador y los externos padecen de los efectos de la perniciosa regulación obligatoria sobre OPAS, además el mercado accionario en su conjunto ha perdido todo atractivo como medio de financiamiento para las sociedades anónimas, no es difícil razonar que los directivos de una Sociedad Anónima abierta frente a la posibilidad de abrirse al mercado, hayan decidido algunos su abstención, debido a las numerosas regulaciones que entaban la libre disponibilidad de su participación mayoritaria, ya que por un lado no pueden negociar libremente la cesión de control con los posibles compradores, debiendo someterse al sistema de OPA que establece la obligación de compartir la prima con todos los accionistas, sin recibir un justo precio por su labor directiva.

Por ello, con estas regulaciones que han entabado su libertad de disponer a su arbitrio de su propiedad, el controlador ha preferido que la Sociedad que administra quede cerrada, ya que solamente de esta manera puede disponer como mejor le parezca de su propio patrimonio. Según Maquieira<sup>38</sup>, “se estaría forzando la salida de bolsa de compañías, reduciéndose la liquidez del mercado como un todo y las posibilidades de diversificación para los accionistas”.

Pero se ha producido un fenómeno en los mercados que consiste en el desarrollo cada vez mayor de Inversionistas Institucionales y de Instrumentos de Financiamiento que han permitido contar con recursos para realizar Proyectos de Inversión, crecimiento y desarrollo de las compañías pero a costa de una menor Capitalización Accionaria, a través de la emisión de bonos a corto, mediano y largo plazo con bajas tasas de interés. Lo cual se Refleja en este Gráfico que se acompaña a continuación, donde aparece señalado el nivel de crecimiento del total de activo de inversionistas institucionales.

---

<sup>38</sup> Exposición sobre Opas, 4/10/2002, Maquieira, en Facea, Universidad de Chile

	Pensiones	Seguros	Mutuos	FICE	Inversión	
1980		401	725	-	-	
1981	181	435	686	-	-	
1982	564	495	430	-	-	
1983	1,020	528	97	-	-	
1984	1,348	653	83	-	-	
1985	1,858	790	109	-	-	
1986	2,430	954	203	-	-	
1987	2,977	905	274	-	-	
1988	3,646	1,078	374	-	-	
1989	4,489	1,308	329	95	-	
1990	6,679	1,884	435	455	-	
1991	10,088	2,541	849	954	22	
1992	12,416	3,341	944	1,091	60	
1993	15,972	4,153	1,240	1,563	107	
1994	22,332	5,868	2,099	2,097	304	
1995	25,433	7,101	2,549	1,949	901	
1996	27,523	8,494	2,810	1,408	1,073	
1997	30,863	9,860	4,241	1,386	1,273 (1)	
1998	31,145	10,484	2,739	852	1,254	
1999	34,501	11,140	3,668	1,024	1,322	51,655
2000	36,967	11,230	4,480	742	1,302	54,720
2001	33600	10760	4704	792.87	1302.103	51,159
30/06/02	34555	11544	5211	666	1233	53,209

Fuente, D. Yarur, exposición Opas en Facea, 4/10/2002

### 3.3) Características de la Oferta y Efectos Negativos por su Presentación.

#### 3.3.1) Caracteres.

El concepto de Oferta tradicional y doctrinario dice relación con un Acto Jurídico Unilateral, en virtud del cual una persona comunica su voluntad de celebrar un acto o contrato en determinadas condiciones, que cuando es dirigido a persona indeterminada es oferta pública. De acuerdo al art. 99 y 105 del Código de Comercio las ofertas indeterminadas no son obligatorias para quien las hace.

En lo que respecta a la Oferta Pública de Adquisición de Acciones, el Título XXV de la Ley sobre Mercado de Valores ha conferido a estas ofertas ciertas características especiales. Según Puelma<sup>39</sup> son las siguientes:

1.-) **Universalidad**, de acuerdo al Art. 208 de la Ley de Mercado de Valores, por lo que debe estar dirigida a todos los accionistas de una Sociedad o de una Serie.<sup>40</sup>

<sup>39</sup> Sociedades, Tomo II, Sociedad Anónima, Alvaro Puelma Accorsi, Edit. Jurídica de Chile, pg. 568, 2001

<sup>40</sup> **Artículo 208.**- La oferta deberá estar dirigida a todos los accionistas de una sociedad o de la serie de que se trate, en su caso. Si el número de acciones comprendidas

2.-) **Irrevocabilidad**, de acuerdo al Art. 210 de la Ley, señala que las ofertas que se efectúen de conformidad a sus disposiciones son irrevocables, por lo que no pueden ser dejadas sin efecto al solo arbitrio del oferente, aunque, la ley permite que operen causales objetivas de caducidad, que no dependen del oferente y que son llamadas Condiciones Casuales y no meramente potestativas.<sup>41</sup>

3.-) **Transitoriedad**, de acuerdo al Art. 205, la oferta debe tener una vigencia determinada por el oferente, que no puede ser inferior a 20 días ni superior a 30 días. La oferta puede prorrogarse por voluntad del oferente, por una vez, por un mínimo de 5 y hasta 15 días adicionales, debiendo comunicarse ella a los interesados, antes del vencimiento de la oferta, mediante un aviso publicado en un mismo día en los diarios en los cuales se efectuaron las publicaciones del aviso de inicio.<sup>42</sup>

---

en las aceptaciones de la oferta supera la cantidad de acciones que se ha ofrecido adquirir, el oferente deberá comprarlas a prorrata a cada uno de los accionistas aceptantes. Para este efecto, se calculará un factor de prorrato que resultará de dividir el número de acciones ofrecidas comprar por el número total de acciones recibidas. La adquisición se efectuará sólo por el número entero de acciones que resulte de la fórmula antes descrita.

<sup>41</sup> **Artículo 210.**- Las ofertas que se efectúen conforme a las disposiciones de este Título serán irrevocables. Sin perjuicio de ello, los oferentes podrán contemplar causales objetivas de caducidad de su oferta, las que se incluirán en forma clara y destacada tanto en el prospecto como en el aviso de inicio. En caso de haberse propuesto por el oferente la adquisición de un número mínimo de acciones, la oferta quedará sin efecto cuando no se logre, circunstancia que estará indicada en forma destacada tanto en el aviso de inicio como en el prospecto a que se refieren las disposiciones precedentes. Lo anterior es sin perjuicio que el oferente redujere su pretensión a los valores recibidos en la fecha de expiración de ésta. Ello será también aplicable en el caso que el comprador condicione resolutivamente la oferta, al evento de ser adquirido un número mínimo de acciones de otra sociedad durante una oferta simultánea. Con todo, las ofertas podrán modificarse durante su vigencia sólo para mejorar el precio ofrecido o para aumentar el número máximo de acciones que se ofreciere adquirir. Cualquier incremento en el precio, favorecerá también a quienes hubieren aceptado la oferta en su precio inicial o anterior. El oferente podrá efectuar nuevas ofertas por las mismas acciones, sólo transcurridos 20 días después que la oferta quedare sin efecto por alguna de las causas contempladas en esta disposición.

<sup>42</sup> **Artículo 205.**- La vigencia de la oferta será establecida por el oferente mediante la fijación de un plazo, que no podrá ser inferior a 20 días ni superior a 30 días, salvo que la sociedad tenga inscritas en sus registros a entidades depositarias, en cuyo caso el plazo será de 30 días. Sin perjuicio de lo anterior, el oferente podrá prorrogar la oferta por una sola vez y por un mínimo de 5 días y hasta por 15 días adicionales. Esta prórroga deberá comunicarse a los interesados antes del vencimiento de la oferta, mediante un aviso publicado en un mismo día, en los diarios en los cuales se efectuaron las publicaciones del aviso de inicio.

Estas son las 3 características a que se refiere Puelma en su Libro, a lo cual se deben agregar otras. Una que dice relación con la **Pluralidad de Ofertas**. La ley señala que durante la vigencia de una Oferta pueden presentarse otras respecto de

las mismas acciones a que se refiere la Oferta primera, por cuanto el 1er oferente no tiene la exclusividad en cuanto a ser el único que puede adquirir las acciones a que se refiere la oferta.

Estas Ofertas deberán cumplir los mismos requisitos de publicidad y los que debe contener el prospecto respectivo.

Según Claudio Illanes<sup>43</sup> “el nuevo o nuevos oferentes están constreñidos a comunicar el inicio de su interés de adquirir acciones de la misma sociedad respecto de la cual ya se ha lanzado una Opa, a lo menos con 10 días de anticipación al vencimiento de la Opa ya lanzada.” Así también, no pueden existir, simultáneamente, Opas respecto de las mismas acciones de una sociedad, formuladas por las mismas personas jurídicas o naturales. Por lo que la ley procura que haya una real competencia en una Opa, entre personas naturales o jurídicas distintas, si las hubiere.

Luego, otro aspecto consiste en la **Inmutabilidad de la Oferta** como regla general, en el sentido de que el Oferente se encuentra Imposibilitado, durante su vigencia, de modificar alguno de sus términos. Pero ello hace excepción en el supuesto que implique mejorar la Oferta.

Por mejorar se entiende que puede aumentar el precio ofrecido por la adquisición de acciones o aumentar el número máximo de acciones que ofreció adquirir originalmente.

Uno de los puntos relevantes es la indicación en el prospecto que debe hacer el oferente acerca de su propósito de mantener o no sujeta a la sociedad respectiva a las normas aplicables a las sociedades anónimas abiertas e inscrita en el Registro de Valores por un plazo o indefinidamente. Ello tiene importancia, por cuanto, luego de la realización de Opas, en algunos casos, las Sociedades anónimas abiertas han debido “Cerrar” su inscripción en el Registro de Valores, por dejar de cumplir los requisitos respectivos.

### **3.3.2) Efectos Negativos por la Oferta.**

De acuerdo al Art. 201 de la L.M.V, durante la vigencia de la oferta de adquisición de acciones no podrá la Sociedad Target:

- 1) Emitir acciones de propia emisión.
- 2) Resolver la Creación de Sociedades Filiales
- 3) Enajenar Bienes del activo que representen más del 5% del valor total de éste,  
y
- 4) Incrementar su endeudamiento en más del 10% que mantenía antes del inicio de la oferta.

En el Derecho Norteamericano este tipo de normas se denomina: **Passivity Rule**<sup>44</sup>

Por el cual el Directorio y/o accionistas opuestos a una oferta, no pueden variar aspectos sustanciales de una Compañía desde el momento que se presentó la oferta. Pero la diferencia es que en Europa y EE.UU. se requiere un Acuerdo por la mayoría de la Junta de Accionistas de la Sociedad Target, por lo que no opera por disposición legal, con lo cual le otorga una mayor flexibilidad al sistema.

Tal efecto es altamente perjudicial ya que opera automáticamente en Chile y aunque la OPA no prospere, lo cual:

A-) **Dificulta negociaciones importantes**, como fusiones, y provoca problemas financieros, ya que la permanencia de un grupo financiero es el que posibilita el otorgamiento de créditos y la realización de negocios importantes

B-) **Se está sometido indefinidamente o por largos períodos a Opas sucesivas.**

Por lo que no es conveniente que la Legislación permita que las compañías se encuentren en estado permanente de venta o en una situación de Incertidumbre frente a su controlador y limitada en las operaciones que puede realizar.

Por lo que la sanción debe imponerse a quienes hagan un uso indebido de este mecanismo de Opas pero no respecto a la generalidad de ofertas presentadas.

### **3.4 Cambio de Perspectiva de las Estructuras Societarias,**

La doctrina ha intentado explicar las causas por las cuales se edifica en la actualidad un sistema oligárquico de control de las Sociedad Anónimas, siendo los principales motivos los siguientes:

- a) Algunos autores señalan como causas principales la atonicidad de la propiedad y el fin especulativo que tienen los inversores al adquirir

---

<sup>43</sup> Seminario sobre Opas, 2001, Claudio Illanes Ríos, Facultad de Derecho, Universidad de Chile

<sup>44</sup>, Sociedades, tomo II, Cáp. V, Álvaro Puelma, Editorial Jurídica de Chile, pág. 573.

acciones, así la existencia de una multitud de pequeños accionistas con un capital reducido y carentes de toda *affectio societatis*, para quienes la rentabilidad de su inversión, en la doble forma de dividendos y de cotización, es el único factor explicativo de su ingreso en la Sociedad."<sup>45</sup>.

b) Para algunos expertos la principal causa es el fenómeno llamado absentismo, entendiendo por tal "la incomparecencia de los pequeños accionistas, a la Junta General de las sociedades Anónimas y, por consiguientemente, la renuncia a ejercer en ella el derecho de voto y el control sobre la gestión social"<sup>46</sup>.

Se ha señalado por la doctrina diversos motivos para explicar el absentismo de los accionistas, entre los cuales está el lugar de celebración de las juntas de accionistas es insuficiente, desde un punto de vista físico, debido al gran número de accionistas, la dispersión geográfica de los accionistas, la simultaneidad en la celebración de las juntas de distintas Compañías, la ineficacia de la publicidad en la convocatoria de la Junta y la incompetencia técnica de la mayoría de los accionistas. Algunos autores expresan que esta actitud de pasividad de los accionistas responde a una verdadera apatía racional, en caso de estar descontento con la gestión de la empresa dicho accionista vende su participación, conducta conocida en el mercado como Wall Street Rule.

De esa forma, los directores de la empresa pueden adoptar decisiones que persigan beneficios propios desatendiendo el interés social, a su vez los accionistas actualmente no ejercen sus poderes fiscalizadores. Surge la interrogante de como controlar a los directores, no encontrándose respuestas absolutas. Una parte de la doctrina ha hecho hincapié en la creación de órganos estatales tendientes a asegurar el respeto de la legalidad y de los estatutos sociales a través de entes como en Chile es la Superintendencia de Valores y Seguros.

Por otra parte, uno de los remedios jurídicos más eficaces para reducir los conflictos de intereses está dado por el control otorgado por el mercado, es decir, la solución la resuelve de mejor forma el mismo Mercado. "Para un mejor entendimiento de lo expresado se puede recurrir a un ejemplo, señalado por Arruñada: Puede ocurrir que una empresa, que debido a un erróneo manejo directivo, sufra numerosas pérdidas en sus ejercicios, no obstante ello, sobrevive sobre la base de un fuerte endeudamiento.

---

<sup>45</sup> DERECHO COMERCIAL, Ricardo Sandoval López, 1994, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, TI, p.466. \*' EL CONTROL DEL PODER SOCIETARIO EN LA GRAN EMPRESA Y LA FUNCIÓN DISCIPLINAR DE LAS OPAS, Javier García de Enterría, en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, NO 47, Julio-Sept. 1992, p.668.

<sup>46</sup> LAS ACCIONES SIN VOTO EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA, Leopoldo José Porfirio Carpio, 1991, Editorial La Ley, Madrid, p. 19.

Lo común en este caso es que sus directores no son sustituidos por un escaso nivel de fiscalización de los accionistas ni tampoco pueden ser sancionados por el órgano estatal al no violar ninguna norma legal, en tal caso la única solución para reemplazar a los directores ineficaces está dado por la compra de dicha Sociedad, sustituyendo a dicho equipo directivo por otro en miras del interés social”.<sup>47</sup>

Así, las distintas legislaciones deben estar apuntadas a facilitar la creación de un mercado en que los distintos equipos directivos luchen por el control de las grandes Sociedades, dicho mercado se denomina por la doctrina como mercado de control societario. Dicho mercado tiene importantes funciones, enumerando entre las más importantes:

a) La protección a los accionistas, ya que al verse superados los controles internos dentro de la sociedad, es posible reemplazar al directorio ineficaz a través de un proceso de tomas de control de la Sociedad.

b) La motivación por el uso eficiente de los recursos por parte de los directores de las Sociedad, ya que al verse amenazados a perder sus puestos ante un posible cambio en el control de la Sociedad a través de procesos de tomas de control, se verán forzados a realizar una gestión destinada a satisfacer los intereses sociales con preferencia a sus intereses particulares.

De esta forma la sola existencia de un mercado activo y transparente de control provee un mecanismo gratuito para vigilar las actividades de los directivos a fin salvar la cuestión de los conflictos de interés.

### **3.5 Intereses por las Opas y el Premio de Control,**

#### **3.5.1) Respecto al Controlador**

---

<sup>47</sup> Esta doctrina tiene como máximos exponentes a los autores norteamericanos Berle y Means, que en 1932 publicaron la obra *The Modern Corporation and Private Property* iniciando el debate, en autores hispanos se recomienda el estudio de Benito Arruñada titulado " Control y Regulación de la Sociedad Anónima ",1990 Editorial Alianza, Madrid. Sobre este punto, nuestra ley de Sociedades anónimas contienen ciertas normas destinadas a regular la conducta de los directores, por ejemplo: **Art. 42.** Los directores no podrán: En general, practicar actos ilegales o contrarios a los estatutos sociales o al interés social o usar de su cargo para obtener ventajas indebidas para sí o para terceros relacionados en perjuicio del interés social.

Según la opinión de algunos autores<sup>48</sup>, el Premio por Control, consiste en la diferencia entre el valor de una acción minoritaria y una acción controladora. Dado que el valor de una acción corresponde al valor presente de los beneficios que ella genera, el premio por control debe ser consecuencia de que los accionistas controladores tienen acceso a flujos monetarios o beneficios no pecuniarios mayores que los percibidos por los accionistas minoritarios

A partir de las diferentes motivaciones para realizar una toma de control, las más relevantes dicen relación con lograr una administración más eficiente, con asimetrías de información, Sinergias con empresas relacionadas y beneficios de control. Pero los móviles que eventualmente inspiran esas iniciativas no siempre tienen en vista el interés social, sino que consideraciones ajenas a éste. Pueden citarse, como ejemplo, campañas dirigidas a adquirir el control de empresas para enajenar bienes sociales o aprovecharse de sus reservas en demanda de liquidez financiera, lo que puede también lograrse con la disolución de la sociedad. Por estos medios los controladores obtienen recursos para sus fines, resultantes de su participación en otras entidades, a las cuales sucesivamente pueden someter al mismo tratamiento.

Pero el punto a analizar son los beneficios que el control puede proporcionar a un controlador de una compañía chilena, con el supuesto de una administración eficiente.

La ley establece que cuando opera una transferencia de control, obligatoriamente el oferente deberá realizar una Opa. La regla que se aplica en este caso y que contempla la Ley de Opas es llamada “Regla de la Igualdad de Condiciones” que es distinta de la Regla de Mercado, por cuanto en la primera, cada vez que se venda un paquete controlador, el oferente debe darles a los accionistas minoritarios condiciones equivalentes a las del controlador saliente. Regla que prevalece en países como Reino Unido y Polonia. En cambio la Regla del Mercado permite que la venta de un paquete controlador y su precio sea determinado en una negociación privada entre el controlador oferente y el saliente, sin participación alguna de los accionistas minoritarios, regla que opera en Estados Unidos.

El problema con la Regla de Igualdad de Condiciones es que entorpece las transacciones por el Control impidiendo transferencias que podrían haber sido eficientes y beneficiosas para los minoritarios.

---

<sup>48</sup> Elementos Conceptuales de la Ley de Opas, SVS, Mayo 2001. Capítulo II, Regulación de las Transferencias de Control Corporativo, Discusión Teórica e Implementación Empírica. Ángel Cabrera, Sergio de la Cuadra, Alexander Galetovic, Sergio Quintana y Felipe Zurita, Junio 2000

Al respecto, existen dos argumentos señalados por Autores como Eduardo Walker y Fernando Lefort<sup>49</sup> para fundamentar la Obligatoriedad de las Transferencias de Control en consideración a la Ley de Opas y que para efectos del estudio se exponen a continuación:

### **3.5.1.1) Equidad y Protección del Derecho de Propiedad de los Accionistas.**

Por definición, todos los accionistas de una Sociedad Anónima tienen iguales derechos sobre los mismos activos, por lo que resulta difícil justificar que una fracción de ellas valga más que otra. De hecho, permitir que haya premios por control diferenciados pagados por el “paquete” controlador de acciones, es equivalente a crear series especiales. “Más allá del ahorro de costos de transacción no es claro por qué una forma de completar un 51% de la propiedad, por ejemplo, pueda ser más valiosa que otra,” señalan los autores.

Señalan también que es importante tener presente que durante un proceso de toma de control por parte de un nuevo potencial controlador se le «abre la empresa» para realizar el due diligence, compartiendo información que no es de dominio público, referida a los negocios de la empresa. Argumentan que no parece válido argüir que dicha información pertenece sólo a los accionistas mayoritarios. Por el contrario, si esta información pertenece a todos los accionistas por igual no hay razón para que, basado en ella, se justifique el pago de un premio a los accionistas mayoritarios.

Por último, al cambiar el controlador cambia el socio, y hay argumentos que afirman que en principio debería permitirse a los accionistas minoritarios tomar la decisión acerca de seguir o no en la empresa con los nuevos socios. Este punto puede ser particularmente crítico en el caso de empresas Ilíquidas.

### **3.5.1.2) Eficiencia en el Mercado de Capitales**

Más allá de consideraciones de equidad, la principal justificación para la obligatoriedad de OPA ante cambios en los controladores de una empresa es la existencia de beneficios privados del control los que precisamente se ven

---

<sup>49</sup> “Elementos Conceptuales de la Ley de Opas”, Gobierno Corporativo, Protección a Accionistas Minoritarios y Tomas de Control, Fernando Lefort y Eduardo Walker, Publicación en el Documento de la SVS, , Escuela de Administración de la PUC, Junio 2000, pág. 76.

reflejados en «premios por control». El que estos beneficios existan puede significar que los accionistas minoritarios se vean perjudicados luego del cambio de controlador y que precisamente ello sea lo que se refleja en los sobrepresios por control. La ocurrencia repetida de este fenómeno tendería a jibarizar los mercados accionarios.

La principal razón para implementar un requisito de oferta pública de acciones, en las transacciones que involucren cambios en el control, es la eficiencia del mercado de capitales. El mercado por control corporativo es fundamental para determinar la eficiencia en la asignación de recursos en la economía.

Por un lado, en este mercado se determina quién se hará cargo de la administración de la corporación. Bajo esa perspectiva, se debe buscar una mecánica de operación del mercado por control que permita que éste sea adquirido por quién puede lograr un mayor valor económico de la empresa. Ese es, en principio, el concepto de eficiencia relevante.

Por otro lado, cuando en la decisión de realizar una transferencia que involucre un cambio en el control no participan los accionistas minoritarios, éstos pueden verse afectados negativamente por la transacción. Más allá del tema distributivo entre accionistas minoritarios y controladores, esto puede plantear un problema de eficiencia del mercado de capitales si a raíz de esta externalidad los inversionistas abandonan el mercado.

En general, la eficiencia en el rol de asignación de recursos del mercado por control depende, entre otras cosas, del mecanismo específico utilizado para las transacciones que involucren cambio de control, del porcentaje de las acciones en manos del controlador, y del nivel de beneficios privados atribuibles al control.

Desde un punto de vista económico, la eficiencia se logra cuando se realizan todas aquellas transacciones en las que el valor total de la empresa bajo el nuevo controlador supera al valor de la empresa bajo el antiguo controlador, y no se realiza ninguna transacción en que lo anterior no ocurra (Pareto óptimo). Sin embargo, la presencia de beneficios privados del control impide la distribución pro- entre los accionistas, por lo que transacciones consideradas eficientes pueden dejar a los accionistas minoritarios en peores condiciones.

Como se mencionó anteriormente, desde un punto de vista de eficiencia económica lo anterior es sólo relevante si ante la posibilidad de ser perjudicados, los accionistas minoritarios abandonan el mercado de capitales.

Tal es la opinión de los autores citados y se basan en un criterio de eficiencia en consideración al aporte, rol y función de los accionistas minoritarios

dentro del Mercado de Capitales por cuanto la imposibilidad de extraer el valor de lo percibido por el premio de control refleja un perjuicio para sus intereses.

Pero ello sólo será así cuando signifique una extracción real de la riqueza de los minoritarios por parte del controlador, por cuanto los costos de una Opa Obligatoria llevarán a una disminución de los cambios verdaderamente eficientes, en la medida que el controlador inicial tenga beneficios privados significativos relacionados al control.

### **3.5.2) Respecto al Adquirente**

Otro concepto señala al Premio por Control como aquella cantidad que el adquirente de la Sociedad esta dispuesto a pagar sobre el valor real de las acciones para obtener la participación de control que le permitirá influenciar de forma decisiva la gestión de la sociedad controlada.

Como se sabe, tanto en las compras continuas de acciones en bolsa como en la adquisición de paquete de control, la distribución de la prima de control no alcanza a todos los accionistas de la Sociedad, así el adquirente al celebrar compraventas o negociaciones individuales pagará la prima de control a sólo aquellos que le ofrecieron sus títulos hasta alcanzar la posición de control deseada en la Sociedad respectiva, una vez obtenida la participación de control el adquirente se abstiene de comprar dejando sin posibilidad de percibir la prima de control a aquellos que no contrataron con él.

Por otro lado, en la venta del paquete accionario de control por parte del accionista controlador sólo éste se beneficia de la prima de control, no obteniendo ningún beneficio los accionistas externos.

Por ello es importante realizar la distinción entre el “valor del control” y el “premio por control”, ya que no son sinónimos. Es decir, el Premio por Control no se puede compartir con los accionistas minoritarios, porque por definición existe si y sólo si el controlador accede a flujos o beneficios a los que no tienen acceso los minoritarios y que no estaban estipulados de antemano en los estatutos de la empresa. A diferencia del Valor de Control que se distribuirá entre accionistas minoritarios y controladores en la medida que éstos últimos no puedan hacerla a través de otros mecanismos.

En conclusión, sólo a través de un sistema de OPA se logra un reparto equitativo de la prima de control entre todos los accionistas.

### 3.5.3) Opinión del Autor

El Premio por Control pagado refleja si el valor de la sociedad es alto o bajo lo cual no significa una expropiación de rentas a los accionistas independientes del controlador. El hecho de repartir el control no soluciona el alto valor que tiene el control, siendo ese el asunto a estudiar por sobre el tema del reparto. Ya la existencia de acciones con preferencia en el control de una sociedad reflejan un valor agregado para los accionistas propietarios que conlleva en sí una serie de responsabilidades mayores y distintas de los accionistas minoritarios o externos. Por ello a lo que se debe dar hincapié es a la perfección del sistema contable y a las transacciones con partes relacionadas, dos áreas que al no estar bien reguladas pueden acarrear expropiaciones a los accionistas independientes del controlador.

Los accionistas minoritarios al final son los más perjudicados ante la obligación de repartir el premio por el control ya que se dificulta la posibilidad de acceder a administraciones capaces de generar mayor valor para todos los accionistas. Se ha discutido siempre acerca de las expropiaciones de rentas a los accionistas de las sociedades al no tener acceso ellos al premio por control, pero no se atiende a sí los accionistas ven reflejado en su acción el valor que le asignó el nuevo controlador a las acciones cuando pagó por el paquete de acciones de control.

Como Señala Colchero, para lograr un Mercado Eficiente no se deben crear normas que lo rigidizen y dificulten en su dinamismo, sino fomentar la creación de instituciones de mercado que flexibilicen el mercado de control corporativo<sup>50</sup>. Se debe facilitar que las empresas sean controladas por administraciones que puedan sacar el mejor rendimiento a los recursos que la sociedad posee. Ya que en definitiva lo que procuran los accionistas minoritarios o externos es un reparto de dividendos acorde con sus intereses. Por lo que el premio es un incentivo para los accionistas controladores de, por una parte:

- a-.) Dar un mayor “valor agregado” a la Sociedad, tanto en su patrimonio y capital, y
- b-.) Generar una mayor riqueza o ganancia, que vaya en beneficio de todos los accionistas de la Sociedad.

La mejor forma de velar por los intereses de los accionistas minoritarios es con un mercado de control corporativo dinámico y eficiente. Por ello en muchos

---

<sup>50</sup> Memoria para optar al Grado: Opas, posibles consecuencias del proyecto de ley, Francisco Colchero, 2000, Facultad de Ingeniería, PUC

casos la implementación de normas puede perjudicar en vez de beneficiar a los agentes que participan en el Mercado de Valores.

## Capítulo IV.

### 4.1) Análisis Empírico del Comportamiento y de las Transacciones de Determinadas Sociedades Anónimas Abiertas a partir de la Vigencia de la Ley.

#### 4.1) Análisis General de Casos

Con la Finalidad de realizar un análisis y un estudio empírico de los casos de Opas es que realicé una investigación de todas las Opas, que se han llevado a cabo desde la vigencia de la Ley de Opas (20 de Diciembre del 2000) hasta la fecha de Julio del 2003, de acuerdo a los registros y archivos que tiene la SVS.

En el siguiente registro aparecen las Sociedades que fueron objeto de Opa (Sociedad Target) y el mes-año respectivo en que se realizó la Opa<sup>51</sup>

#### 4.1.1) Lista de Opas, desde la Vigencia de la Ley de Opas (20 de Diciembre del 2000)

Sociedad Target	Mes y Año de realización de la Opa
Telex-Chile	Febrero del 2002
Saesa <sup>52</sup>	Septiembre del 2001
Banco de Chile <sup>53</sup>	Febrero del 2001
Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A <sup>54</sup>	Mayo del 2002

---

<sup>51</sup> Se entiende por la fecha de publicación de la oferta señalada

<sup>52</sup> Opa por 950.159 Acciones de SAESA (Sociedad Austral de Electricidad S.A.), realizada por Inversiones PSEG Chile I Ltda, con fecha 26 de Septiembre del 2001

<sup>53</sup> Opa, 2000-2001: Banco de Chile por Grupo Quiñenco/Penta, que se realizó de acuerdo al Art. 5° transitorio de la Ley de Opas.

<sup>54</sup> Opa de Sociedad de Inversiones Pampa Calichera S.A. Serie B por Sociedad de Inversiones Oro Blanco S.A., caso respecto del cual se aplicó el Art. 69 Ter. Con fecha, 13 de Mayo, del año 2002.

Sociedad Punta del Cobre S.A. <sup>55</sup>	Agosto del 2002
Ferrocarril del Pacífico S.A. (Fepasa) <sup>56</sup>	Febrero de 2003
Pucobre <sup>57</sup>	Agosto del 2002

En cuanto a las Opas que fueron relevantes para la materia en estudio, elaboré una lista con aquellas más importantes, desde un punto de vista de los efectos de la legislación de Opas, en cuanto a los Oficios y la Interpretación Jurídica del Art. 69 ter de la Ley 18.045 por parte de la SVS y así también como en las consecuencias financieras de su realización.

Las Opas analizadas tienen el siguiente orden:

- 4.1.2.1) Seguros de Vida Security.
- 4.1.2.2) Compañía General de Electricidad-Río Maipo.
- 4.1.2.3) Codelco.
- 4.1.2.4) Bicecorp.
- 4.1.2.5) Santa Isabel.
- 4.1.2.6) Club Hípico Peñuelas

El próximo Capítulo se titula Inscripción en el Registro de Valores y Concentración Propietaria, que se refiere a las Consecuencias que han producido las Opas en el Mercado Accionario y en la Bolsa de Valores. En este sentido una de las tesis de esta investigación consiste en la relación existente entre el aumento

<sup>55</sup> De Sociedad Punta del Cobre S.A. por Pacífico V Región S.A., con fecha: 6 de Agosto del 2002. Respecto del cual existieron 2 Opas, una, donde se aplicó la Normativa General y otra en un Caso de Aplicación del Art. 69 Ter

<sup>56</sup> De Ferrocarril del Pacífico S.A. (Fepasa), por acciones serie A y B, por Puerto Ventanas S.A.-Sigdo Koppers S.A.

<sup>57</sup> Con fecha 6 de Agosto de 2002 se presentó una Opa por Sociedad Punta del Cobre S.A. de Pacífico V Región S.A. Respecto de la cual existieron 2 Opas, una, donde se aplicó la Normativa General y otra en un Caso de Aplicación del Art. 69 Ter.

Pacífico V Región S.A., en 2002, abrió dos procesos de OPA, a contar del 6 de agosto y por cuatro meses, para adquirir los títulos que estaban en manos de unos 500 accionistas independientes. La oferta fue de \$778 por acción, con el éxito de la misma y al superar los 2/3 de las acciones emitidas con Derecho a Voto, al término de la segunda OPA del año pasado, el porcentaje de Pacífico en Pucobre era del 83,62% de la propiedad, considerando las tres series de títulos que tiene la minera: A, B, C y D. El Fondo de Inversión Pionero quedó como el segundo mayor accionista con el 6,9% de la propiedad.

de Opas junto a la cancelación de las Inscripciones del Registro de Valores. Posteriormente se hará un análisis de las principales causas del aumento en la concentración propietaria en el mercado chileno, de acuerdo a lo estudiado.

#### **4.1.2) Casos Estudiados**

##### **4.1.2.1) Seguros de Vida Security.**

**Materia: Opa realizada por Inversiones Seguros Security Limitada, una Filial del Grupo Security de la Sociedad Target a Compañía de Seguros de Vida Security Previsión S.A**

Esta Oferta Pública de Acciones fue hecha con fecha 9 de Febrero del 2003, donde se aplicó el Art. 69 Ter de la Ley 18.046

Opa por el cual la Sociedad Inversiones Seguros Security Limitada, dueña de un 63,35% del Capital Social, pasa a controlar más de los 2/3 de la Compañía de Seguros de Vida SECURITY, cuya venta y adquisición se realizó, de acuerdo a un Pacto de Accionistas, celebrado el 18 de enero de 1999, anotado en el registro de accionistas el 26 de Enero del mismo Año e informado el 19 de Enero del 2001, en cumplimiento a lo dispuesto en el Oficio Circular N° 64 de 5 de Enero del 2001.

Esta Operación por encontrarse bajo Pacto de Accionistas, de acuerdo al art. 1° transitorio de la Ley 19.705, no tendría la obligación de realizar una Opa por las restantes acciones, pero según la Interpretación de la SVS si le es aplicable lo dispuesto en el Art. 69 ter de la Ley 18.046.

##### **4.1.2.1.1) Resumen de la Oferta<sup>58</sup>**

Con fecha 9 de Febrero de 2003, Inversiones Seguros Security Limitada, Sociedad chilena de responsabilidad limitada controlada por Grupo Security S.A., publicó en los diarios La Nación y Las Ultimas Noticias un aviso de inicio de la oferta pública para adquirir la totalidad de las acciones emitidas la compañía Seguros Vida Security Previsión S.A.

59

El Oferente pretendía a través de la Oferta adquirir todas las acciones de la Compañía que no eran de su propiedad y, por tanto, no contemplaba ningún

---

<sup>58</sup> Síntesis del Prospecto presentado por Inversiones Security Ltda. de Opa por la totalidad de las Acciones de la Compañía., con fecha 10 de febrero del 2003, ante la SVS.

mecanismo de prorrateo y estaba dirigida a todos los accionistas de la Compañía distintos del Oferente.

Los Accionistas podían ofrecer sus Acciones en venta, y retractarse en su caso, durante los 20 días corridos de vigencia de la Oferta, que comenzaba el día 10 de Febrero de 2003. Para ello, debían sujetarse a los procedimientos, términos y condiciones señalados. Cumplidos éstos, el Oferente publicaría un aviso comunicando esta circunstancia y adquiriría todas las Acciones que le hayan sido válidamente ofrecidas en venta en la forma y plazos indicados.

El precio de la Oferta era de \$408 (cuatrocientos ocho pesos) por Acción, precio que no devengaba intereses ni reajustes, ni contemplaba premio por control

Las actuaciones del Oferente relativas a la Oferta eran coordinadas e intermediadas por Valores Security S.A. Corredores de Bolsa, en su carácter de administrador de la Oferta.

El prospecto establecía el siguiente orden, el ANEXO I que contenía la lista de las personas relacionadas con el Oferente, el ANEXO II que contenía el Instructivo de Orden de Venta de Acciones, y el ANEXO III que contenía los formatos de los siguientes documentos de oferta (1) Orden de Venta; (2)Formulario de Retracción; (3) Ficha de Cliente; (4) Recibo de Documentos; (5) Instrucciones de Ingreso de Acciones a Custodia; (6) Traspaso; y (7) Recibo de Dinero y Finiquito.<sup>60</sup>

Esta Oferta por las restantes acciones tenía como fundamento la aplicación del Art. 69 Ter.<sup>61</sup> En razón de lo anterior, el Oficio N° 08127, con fecha 6 de Noviembre del 2002, estableció la siguiente obligación de realizar una oferta por las restantes acciones.

---

<sup>60</sup> **El Prospecto** y los referidos documentos contienen información relevante para que los Accionistas vendedores puedan tomar su decisión de participar en la Oferta.

<sup>3</sup> **Artículo 69 ter.** - Si como consecuencia de **cualquier** adquisición, una persona alcanza o supera los dos tercios de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones, tendrá el plazo de 30 días, contado desde la fecha de aquélla, para realizar una oferta por las acciones restantes, en los términos establecidos en el Título XXV de la ley N° 18.045. Dicha oferta deberá hacerse a un precio no inferior al que correspondería en caso de existir derecho a retiro.

**SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS  
CHILE**



**CIBDO**  
Santiago  
8 NOV 2002  
Sociedad General  
GRUPO SECURITY

ORD.: N° 08127 06.11.2002  
 ANT.: Presentación de 25.6.02.-  
 MAT.: Venta participación accionaria.-

DE : SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS  
 A : SEÑOR RENATO PERAFIEL  
 AGUSTINAS 621  
 SANTIAGO.-

En atención a su presentación de ant., efectuada en representación de Inversiones Seguros Security Limitada, mediante la cual expone:

- 1.- Que los actuales accionistas minoritarios Uniglobal Corp, Hilanderías Híbridas S.A. y Rema Cel S.A. venderán su participación accionaria a Inversiones Seguros Security Limitada, dueña de 63,35% del capital social, quien pasará con estas mismas acciones a controlar más de los 2/3 de la Compañía.
- 2.- Que la venta y adquisición en comento se estructuró con sujeción a Pacto de Accionistas, celebrado el 18 de enero de 1995, anotado en el Registro de Accionistas de la sociedad el 28 de enero de 1999 e informado el 10 de enero de 2001, en cumplimiento de lo dispuesto en el Oficio Circular N° 64 de 3 de enero de 2001, de esta Superintendencia.
- 3.- Que al encontrarse, la operación amparada en un Pacto de Accionistas regido por el artículo 1° transitorio de la Ley N° 19.705, la Sociedad Inversiones Seguros Security Limitada no tendrá la obligación de realizar una oferta pública de compra por el resto de las acciones de Compañía de Seguros Vida Security S.A.

**Cuadro n°1**

Se resaltan los siguientes cuadros N° 2 y 3, punto n° 4, del oficio respectivo, donde aparece de manifiesto la interpretación realizada por la SVS.

**Cuadro n° 2**

Sobre el particular, cumpla con informar a Ud. que examinado el Pacto de Accionistas antes individualizado, cabe concluir que la adquisición de acciones de Compañía de Seguros de Vida Security S.A. no le es aplicable el Título XXV de la Ley 18.045 en atención a lo dispuesto en el artículo 1° transitorio de la Ley 19.705 y en el Oficio Circular 64 de 2001, de esta Superintendencia, pero si le es aplicable lo establecido en el artículo 69 ter de la ley 18.046, por cuanto el citado artículo no liberó de su cumplimiento a la persona que como consecuencia de la adquisición de acciones supera los 2/3 de las acciones emitidas, de una sociedad anónima que hace oferta de sus acciones.

#### **4.1.2.1.2) Análisis del Caso**

##### **1.-) Interpretación Extensiva del Art 69 ter.**

En este caso la SVS aplicó una interpretación de la normativa legal, considerando que operaban 2 operaciones independientes entre sí. En primer lugar, Transacción por el cual la Sociedad Inversiones Seguros Security Limitada, dueña de un 63,35% del Capital Social, pasaba a controlar más de los 2/3 de la Compañía de Seguros de Vida SECURITY, cuya venta y adquisición se realizó, de acuerdo a un Pacto de Accionistas (regido por el Art. 1° transitorio de la Ley 19.705)<sup>62</sup>, por

<sup>62</sup> Artículo primero transitorio.- Los pactos de accionistas que hubieren dado cumplimiento al artículo 14 de la ley N° 18.046 y celebrados con anterioridad a la vigencia de esta ley, en que se haya acordado por las partes derechos preferentes de compra o

los Accionistas Minoritarios Uniglobal Corp, Hilanderías Hibratex S.A y Rentacat S.A. celebrado el 18 de enero de 1999, anotado en el registro de accionistas el 26 de Enero del mismo Año e informado el 19 de Enero del 2001, en cumplimiento a lo dispuesto en el Oficio Circular N° 64 de 5 de Enero del 2001.

La SVS señala que aquella venta o enajenación a través del cual se superaran los 2/3 de las Acciones emitidas con derecho a voto no se sujetaba al Tít. XXV de la Ley 18.045, ya que se aplicaba la norma del Art. 1° transitorio de la misma Ley 19.705, que señala la posibilidad de excepcionarse, de acuerdo a un Pacto de Accionistas realizado con Anterioridad de la Vigencia de la Ley. Pero aquella Excepción no opera respecto de la norma del Art. 69 ter de la Ley 18.046 de Sociedades Anónimas, por lo que la Compañía se ve en la obligación de realizar una Oferta por las restantes acciones. De acuerdo a la interpretación de la SVS no sólo está sujeta a la Obligación del Art. 69 ter de la Ley 18.046 sino también a las obligaciones del Título XXV de la Ley de Mercado de Valores, ya que el mismo artículo establece que para realizar una oferta por las acciones restantes, ésta debe hacerse en los términos establecidos en el Título XXV de la ley N° 18.045, por lo tanto la **interpretación realizada por la SVS es extensiva** ya que se aplica sobre la condición de superar los 2/3 de las acciones y a la vez, hace aplicable toda la normativa del Título XXV de la Ley de Mercado de Valores. Entonces, aquí existe una contradicción de la SVS (al señalar que no le es aplicable el Título XXV) y un vacío legal, donde la SVS, en sus atribuciones, en vez de exigir el sólo cumplimiento del Art. 69 ter, expreso, tácitamente, que debía aplicarse el Título XXV de la Ley 18.045, aunque una Sociedad se encuentre sujeta a un Pacto de Accionistas, de acuerdo al Art. 1° Transitorio de la Ley 19.705, aun cuando es esta misma norma la que establece que no le serán aplicables las Normas del Título XXV de la Ley 18.045.

## **2.-) Derecho a Revocación y Devolución de Acciones**

Otro de los aspectos a analizar, es que por Oficio N° 01175, con fecha 14 de Febrero del 2003, en el cual la SVS formula Observaciones al Prospecto y Avisos de Opa por las Acciones de Seguros de Vida Security S.A., se establece la obligatoriedad de realizar la Oferta, en orden el art. 69 ter, **por lo que no se aplica el Derecho a Revocación de la Oferta**, ni aun en los casos que se produzcan las condiciones o eventos que la originen. Ligado a lo anterior, **tampoco cabe la**

---

venta de acciones o de una nueva suscripción de acciones de una sociedad anónima que haga oferta pública de sus acciones, **no le serán aplicables las normas del Título XXV de la ley N° 18.045**, si es que se hiciere una operación de las reguladas por ese Título.

**posibilidad de devolución de acciones**, por cuanto según la SVS, existe una obligación de aceptar acciones, salvo aquellas que tengan algún gravamen o prohibición que impidan su adquisición.

Con posterioridad, en carta a enviada al Superintendente de Valores y Seguros, Alvaro Clarke De La Cerda, por parte del Presidente de la Compañía Seguros Vida Security Previsión S.A., Francisco Silva, con fecha 6 de marzo del 2003, se informó sobre el éxito de la Oferta, por el que el Oferente recibió aceptaciones por un Total de 1.505.709 acciones de la Compañía, donde tal cantidad, sumada a las que ya poseía el Oferente representaban un 91,9932% de las acciones en que se divide el capital de la Compañía, no se consideró Factor de Prorrato toda vez que la Oferta fue hecha por la totalidad de las acciones en que se dividía el capital social de la compañía.

### 3.-) Precio de la Acción.

A partir de la tabla siguiente<sup>63</sup>, se puede observar en el segmento realizado, una baja en el valor de cierre de la acción en el mes de Febrero del 2003, fecha en que se realizó la Opa, desde los \$66 pesos de cierre a \$63,5. Pero con fecha posterior se puede notar un repunte en el valor de la acción, a partir de la observación de los meses siguientes:

<b>(AHI) Histórico Instrumento</b>								
SECURITY: Desde 12-2002 hasta 09-2003.								
Fecha	Nº Neg	Volumen	Cierre	Mayor	Menor	Monto	P/U	Cap. Bursátil
12-2002	9	23.169.580	61,000	63,000	61,000	1.435.749.977	13,12	100.937.984.294
01-2003	18	831.302	65,000	65,000	61,500	52.817.021	13,98	107.556.868.510
02-2003	7	468.212	66,000	66,000	65,000	30.550.708	14,20	109.211.589.564
03-2003	10	355.433	63,500	65,000	62,500	22.810.151	14,31	105.074.786.929
04-2003	27	1.913.776	68,810	68,810	62,500	124.518.671	15,50	113.861.355.726
05-2003	24	1.085.657	75,000	75,000	69,000	77.934.890	13,97	124.104.079.050
06-2003	19	1.805.447	78,000	78,000	74,000	137.400.258	14,53	129.068.242.212
07-2003	36	4.927.003	87,000	88,000	80,000	421.149.613	16,21	143.960.731.698
08-2003	24	3.333.563	95,000	95,000	87,000	294.418.810	17,70	157.198.500.130
09-2003	19	635.624	95,000	95,000	95,000	60.384.280	13,82	157.198.500.130

#### 4.1.1.2) CGE-Río Maipo

**Materia: Opa por el Control de la Compañía Eléctrica del Río Maipo S.A, por Compañía General de Electricidad S.A., donde la CGE comunica Hecho Esencial, con fecha 28 de Marzo del 2003 y Aviso de Toma de Control al 31 de Marzo del 2003.**

<sup>63</sup> Gráfico obtenido en la Corredora de Bolsa, Covarrubias y Compañía, Bolsa de Comercio de Santiago, con fecha 30/9/2003.

Respecto de la Adquisición de Acciones por parte de la Compañía General de Electricidad al actual Controlador de la Compañía Eléctrica Río Maipo S.A., Enersis S.A. Acciones Representativas del 98,74% del capital social de aquella, pasando con ello a adquirir más de 2/3 de las Acciones con Derecho a Voto de Río Maipo.

De acuerdo a lo dispuesto en el artículo 54 de la Ley N° 18.045, Ley de Mercado de Valores, y la Norma de Carácter General N° 104 de la Superintendencia de Valores y Seguros, comunicó su intención de tomar el control de la sociedad anónima abierta Compañía Eléctrica Río Maipo S.A., en adelante "Río Maipo" inscrita bajo el N° 345 en el Registro de Valores. La toma de control se hizo efectiva mediante la compra a ENERSIS S.A., actual controlador con un 99,1% de Río Maipo, de 356.078.645 acciones de esta última, representativas de 98,74% de su capital social, a través de la filial CGE Distribución S.A., sociedad anónima cerrada de la cual CGE posee el 99,9% de las acciones representativas de su capital social.

La compraventa definitiva de las acciones referidas se encontraba sujeta a la condición de que la Junta Extraordinaria de Accionistas de ENERSIS S.A., convocada para el día 31 de marzo del año 2003, autorizara la enajenación de las referidas acciones de Río Maipo, las que estaban declaradas como activo esencial de ENERSIS S.A.

Finalmente, la Junta Extraordinaria de Accionistas autorizó la enajenación de las acciones y la compraventa se materializó el día 30 de abril de 2003, con las respectivas publicaciones y comunicaciones enviadas a la Superintendencia.

Río Maipo se encontraba acogida a las disposiciones del artículo 10° transitorio de la Ley N° 19.705 (Opas) por lo tanto podía enajenar libremente dichas acciones sin necesidad de que la operación debiera someterse al procedimiento de oferta contemplado en el Título XXV de la Ley de Mercado de Valores.

El monto total inicial de la operación consistió en la suma de US\$ 170.071.000 (ciento setenta millones setenta y un mil dólares), por la adquisición de 356.078.645 acciones, representativas del 98,74% del capital suscrito de Río Maipo.

Después de materializada esa operación, CGE no tenía intenciones de aumentar dicha participación. El precio inicial se pagaría al contado, en la fecha de otorgamiento del contrato de compraventa definitivo.

Una vez materializado la obtención del control, se continuaría con el desarrollo del negocio de distribución de energía eléctrica que Río Maipo explota en su zona de concesión.

A su respecto CGE desarrollaba como objeto principal la distribución y transmisión de energía eléctrica y la inversión en sociedades o empresas que perseguían fines análogos o complementarios, para cuyo efecto desarrollaba su giro directamente como concesionaria de servicio público eléctrico en las Regiones Metropolitana, VI, VII, VIII y IX, e indirectamente a través de sus filiales CONAFE en la V y VII Regiones, EMEC en la IV y V regiones, EDELMAG en la XII y CGE Transmisión S.A., empresa que explota instalaciones de transmisión de energía eléctrica entre las III y X regiones. A su vez, CGE es controladora de GASCO S.A., siendo filiales de esta última, entre otras, Gasco Norte S.A, Gasco Sur S.A., Metrogas S.A., Gas Sur S.A., Gasmar S.A.

Conforme a la última revisión financiera de riesgo efectuada por Fitch Chile Clasificadora de Riesgo Limitada y Feller Rate Clasificadora de Riesgo limitada, las acciones de CGE están clasificadas en Primera Clase Nivel 2. CGE Distribución S.A. poseyendo como giro principal la distribución de energía eléctrica y la inversión en sociedades o empresas que persigan fines análogos.

#### **4.1.1.2.1) Análisis del Caso**

##### **1.-) Interpretación Extensiva del Art. 69 ter (Art. 10° transitorio)**

La SVS también realiza una interpretación, por la cual pese a estar sujetos al art. 10° transitorio<sup>64</sup>, en la realización de la transacción sin obligarse conforme al Título XXV de la Ley 18.045, si queda obligado por el Art. 69 ter de la Ley 18.046 por el cual el oferente deberá realizar una Opa por el restante número de acciones de la sociedad sujeta a control, cayendo la SVS en la misma contradicción antes

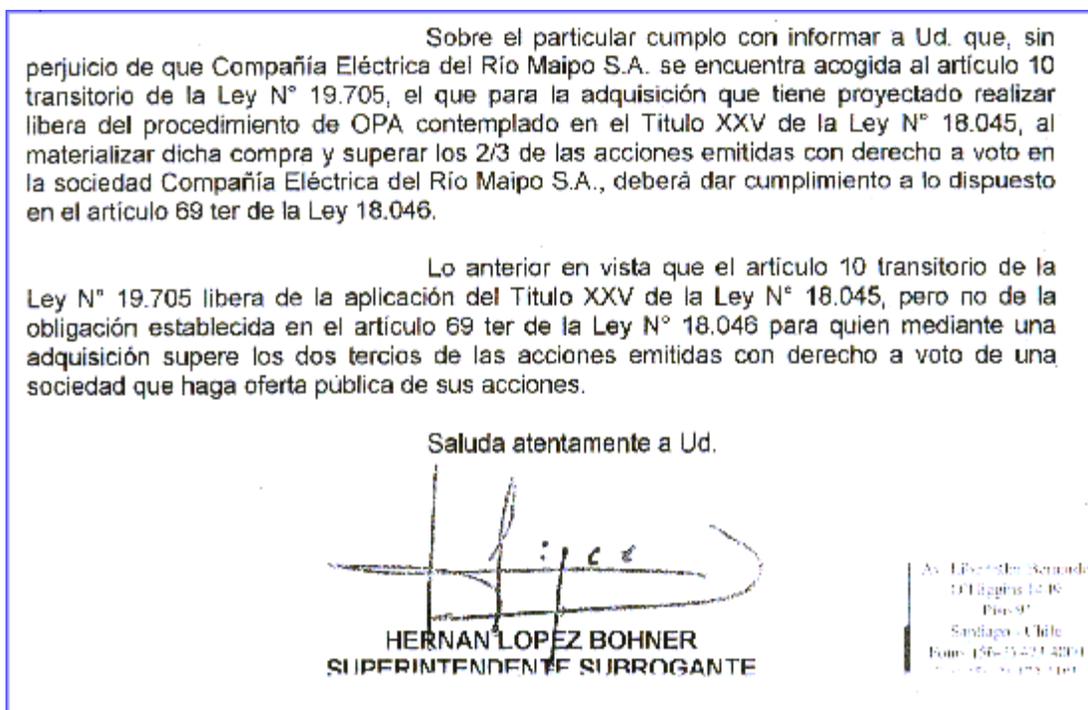
---

<sup>64</sup> **Artículo décimo transitorio.**- No obstante lo dispuesto en el artículo 199 de la ley N° 18.045, los controladores actuales de las sociedades anónimas abiertas que hagan oferta pública de sus acciones, podrán optar por enajenarlas libremente, aun cuando el precio sea sustancialmente superior al de mercado, siempre que realicen dicha enajenación dentro del curso de los próximos tres años contados desde el día primero del mes siguiente a la fecha de publicación de la presente ley y sea acordado en una junta extraordinaria de accionistas. El directorio de la sociedad convocará a la junta y ésta resolverá por la mayoría absoluta de las acciones emitidas con derecho a voto. Este beneficio podrá invocarse por una sola vez. Para acogerse a lo previsto en el inciso anterior, se deberá convocar a junta extraordinaria dentro de los seis meses siguientes a la fecha de vigencia de la presente ley. Si el adquirente de las acciones provenientes del control pretendiere enajenar las acciones, no podrá utilizar el procedimiento señalado en los incisos anteriores y deberá ceñirse estrictamente al cumplimiento de las disposiciones del Título XXV de la ley N° 18.045.

mencionada, al señalar que se excepcionan del Tít. XXV, cuando al mismo tiempo el artículo 69 ter hace aplicable las normas de aquel título

De esa forma CGE, que al momento poseía el 98,74% de la Propiedad de Río Maipo S.A. se obligaba a realizar una nueva oferta a los accionistas minoritarios, por el restante 2,26% de las acciones de la Sociedad, de acuerdo al Art. 69 ter.

Así lo señala este Oficio 2938 de la SVS en el siguiente cuadro, con fecha 25 de Abril del 2003.



Cuadro N° 4<sup>65</sup>

Posteriormente, con fecha 6 de Mayo CGE distribución S.A. responde al Oficio Ordinario N° 2.938, señalando que dará cumplimiento a la obligación establecida en el Artículo 69 ter de la ley 18.046 realizando una Oferta por las acciones restantes de Compañía Eléctrica del Río Maipo, pero efectuando dos salvedades.

1.-) **Precio a pagar:** De conformidad al citado artículo, será igual al valor que correspondería en caso de existir Derecho a Retiro. Con relación a Río Maipo, afirma que es el valor de mercado de las acciones, que según lo dispone el Art. 79 del Reglamento de Sociedades Anónimas, es igual al valor libros de las acciones de una Sociedad, en este caso de Río Maipo S.A., dado que conforme al Artículo antes citado y la Norma de Carácter General N° 103 de la SVS, dichas acciones no

<sup>65</sup> Oficio Río Maipo

tienen transacción bursátil, por lo que se infiere que el precio a pagar es el valor libro.

A su vez, CGE afirma que las acciones que se ofrecieron a adquirir a los demás accionistas de Río Maipo, representaban el 1,26% del Capital Suscrito y pagado de esta última, es decir, no superaban el 3% que al efecto dispone el Art. 200 de la Ley 18.045<sup>66</sup>

2.-) **Oferta inferior al 5% de las Acciones.** Luego, al encontrarse Río Maipo acogida a las disposiciones del Art. 10° Transitorio de la Ley 19.705, se señala por la CGE que para efectos de perfeccionar la Oferta que la Compañía debe efectuar de acuerdo al Artículo 69 Ter y dado que es inferior al 5% del total de las acciones emitidas por Río Maipo, se acoge a las disposiciones contenidas en la Circular N° 1.514 de la SVS<sup>67</sup>, en conformidad a las disposiciones y obligaciones contenidas en la misma, con excepción del precio de la oferta, según lo anteriormente expresado. Con relación al Art. 198 inc. 5° de la Ley 18.046.

El oficio N° 4.577, con fecha 12 de Junio de 2003, presenta las Siguietes observaciones a la Opa por las Acciones de Río Maipo, donde establece la imposibilidad de ejercer el Derecho a Revocación pero llama la atención respecto al cambio de criterio respecto a la posibilidad de realizar la Devolución de las Acciones.

Ello lo realiza la SVS con la finalidad de garantizar que los minoritarios no se vean perjudicados por el valor de la Acción, aunque como evidencia el caso ello no es fundamental cuando el mismo valor de la acción, ya se encuentra depreciado por el mercado.

---

<sup>66</sup> Artículo 200.- El accionista que haya tomado el control de una sociedad no podrá, dentro de los doce meses siguientes contados desde la fecha de la operación, adquirir acciones de ella por un monto total igual o superior al 3%, sin efectuar una oferta de acuerdo a las normas de este Título, cuyo precio unitario por acción no podrá ser inferior al pagado en la operación de toma de control. Sin embargo, si la adquisición se hace en bolsa y a prorrata para el resto de los accionistas, se podrá adquirir un porcentaje mayor de acciones, conforme a la reglamentación bursátil que para este efecto apruebe la Superintendencia.

<sup>67</sup> Circular 1.514 de la SVS, establece obligaciones de las que se eximirán aquellas ofertas de adquisición de acciones a que se refiere el inciso quinto del art. 198 de la Ley N° 18.045.

FMS/fms

04577 12.06.2003

IPOR MANO

ORD.: N°

ANT.: Avisos de OPA por las acciones de la  
Compañía Eléctrica del Río Maipo S.A.

MAT.: Formula observaciones.

DE : INTENDENTE DE VALORES

A : SEÑOR  
GERENTE GENERAL  
COMPAÑÍA GENERAL DE ELECTRICIDAD S.A.

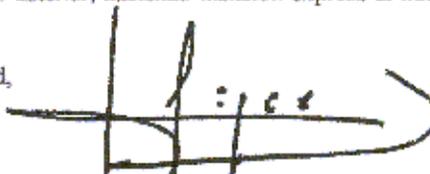
De la revisión efectuada al aviso de Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) de Compañía Eléctrica del Río Maipo S.A., por parte de CGE Distribución S.A., esta Superintendencia ha presente a usted lo siguiente:

- a) Revocación de la Oferta: Considerando que la OPA se efectúa en virtud de lo dispuesto en el artículo 69 ter. de la Ley 18.046 y que por tanto es obligatoria, ésta no puede ser revocada.
- b) Devolución de Acciones: El plazo que se indica para poner a disposición de los accionistas las acciones que las hubieran ofrecido en venta, deberá ajustarse a lo señalado en el artículo 212 de la Ley 18.045.

En consecuencia, la sociedad de su gerencia deberá subsanar estas observaciones, efectuando las correcciones a los respectivos avisos, dentro del plazo de 2 días hábiles a contar de la fecha de notificación del presente Oficio.

Copia de la corrección deberá remitirse a este Servicio y a las bolsas de valores, dentro del mismo plazo señalado en el párrafo anterior, haciendo mención expresa al número y fecha del presente Oficio.

Saluda atentamente a usted,



HERNAN LOPEZ BÖHNER  
INTENDENTE DE VALORES

Posteriormente CGE hace la rectificación de acuerdo a lo señalado por el Oficio presentado por la SVS y presenta ante el mismo ente el resultado de la Oferta realizada, respecto a la cual no tuvo éxito ya que no fue aceptada por los accionistas minoritarios restantes.<sup>68</sup>

2.-) **Valor de la Acción de Río Maipo**, este es uno de los casos más claros, en que una gran compañía accionista mayoritaria, como CGE, adquiere un porcentaje tal en la participación accionaria, que el valor de las acciones de la Sociedad Río Maipo, en la Bolsa de Comercio de Santiago, sufre de una notoria baja.

En esta hipótesis sucede que la concentración propietaria afecta el valor accionario de la sociedad objeto de la Opa.<sup>69</sup> Se recalca al inferior de la tabla la fecha de inicio de la Oferta, en Marzo del año del 2003 y el valor de la acción, en los meses siguientes.

---

<sup>68</sup>RESULTADO  
OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES DE  
LACOMPAÑÍA ELÉCTRICA DEL RÍO MAIPO S;A,  
CONFORME AL INCISO 50 DEL ARTICULO 198 DE LA  
LEY No 18.045, LEY DE MERCADO DE VALORES  
CGE Distribución SA, RUT N 99.513.4004, sociedad anónima cerrada, del giro  
de su denominación, domiciliada en calle Teatinos No 280, Piso  
16, Santiago, informa que, habiendo expirado el plazo de vigencia de la  
Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Compañía Eléctrica del Río  
Maipo SA. (la Oferta"), que fue publicada en los diarios El Mercurio  
de Santiago y Estrategia el día 28 de mayo de 2003 y rectificada según  
publicación efectuada en los mismos diarios el día 13 de junio de 2003,  
no se presentaron acciones de Compañía Eléctrica del Río Maipo SA.  
(Río Maipo") interesados en aceptar la Oferta. Al no verificarse ninguna  
adquisición de acciones de Río Maipo en el marco de la Oferta, CGE S.A.  
mantiene su participación en dicha sociedad, ascendente a un total de  
356.078.645 acciones, representativas de un 98.7424 %  
del capital social de Río Maipo.  
CGE DISTRIBUCIÓN S.A

<sup>69</sup> Cuadro Tabla, obtenido de la Corredora Covarrubias y Compañía, Bolsa de Comercio de Santiago, con Fecha 29/09/2003.

**(AHI) Histórico Instrumento**

RIO MAIPO: Desde 01-2001 hasta 06-2003.

Fecha	N° Neg	Volumen	Cierre	Mayor	Menor	Monto	P/U	Cap. Bursatil
01-2001	7	193.497	249,990	250,000	249,990	48.374.234	9,77	90.149.781.864
02-2001	1	1.375	249,990	249,990	249,990	343.736	9,42	90.149.781.864
03-2001	8	32.551	205,000	205,000	200,000	6.593.602	7,72	73.925.778.160
04-2001	10	18.178	210,000	210,000	206,000	3.755.520	7,91	75.728.845.920
05-2001	7	13.361	221,000	221,000	215,000	2.940.950	8,39	79.695.594.992
06-2001	6	36.672	226,000	227,000	225,000	8.289.339	8,57	81.498.662.752
07-2001	16	57.223	250,000	250,000	250,000	14.305.750	9,38	90.153.388.000
08-2001	12	64.260	250,000	250,000	250,000	16.065.000	0,00	90.153.388.000
09-2001	6	78.660	250,000	250,100	250,000	19.666.060	0,00	90.153.388.000
10-2001	11	205.044	250,000	250,000	250,000	51.261.000	0,00	90.153.388.000
11-2001	12	95.470	250,000	250,010	250,000	23.867.926	9,63	90.153.388.000
12-2001	13	139.214	250,000	250,010	250,000	34.803.737	9,63	90.153.388.000
01-2002	2	9.040	250,000	250,000	250,000	2.260.000	9,63	90.153.388.000
02-2002	7	18.108	250,000	250,000	249,000	4.520.327	9,63	90.153.388.000
03-2002	4	13.871	250,000	250,000	250,000	3.467.750	0,00	90.153.388.000
05-2002	3	3.178	250,000	250,000	249,000	792.868	9,75	90.153.388.000
06-2002	7	28.516	250,000	250,000	245,000	7.127.560	9,75	90.153.388.000
07-2002	2	12.567	245,000	245,000	245,000	3.078.915	9,55	88.350.320.240
08-2002	4	17.868	245,000	245,000	235,000	4.288.525	9,76	88.350.320.240
09-2002	1	3.555	245,000	245,000	245,000	870.975	9,76	88.350.320.240
10-2002	3	32.541	245,000	246,000	245,000	8.002.545	9,22	88.350.320.240
11-2002	1	4.389	245,000	245,000	245,000	1.075.305	9,22	88.350.320.240
12-2002	5	17.043	245,000	245,000	245,000	4.175.535	9,22	88.350.320.240
01-2003	3	3.149	250,000	250,000	247,100	785.829	9,40	90.153.388.000
02-2003	2	2.749	281,000	280,000	270,000	753.010	8,61	101.332.408.112
03-2003	3	3.342	320,000	320,000	280,000	1.002.600	9,84	115.396.336.640
04-2003	4	16.391	280,000	280,000	262,000	4.367.630	8,61	100.971.794.560
05-2003	7	16.976	245,000	295,000	240,000	4.722.385	7,34	88.350.320.240

**4.1.1.3) Codelco**

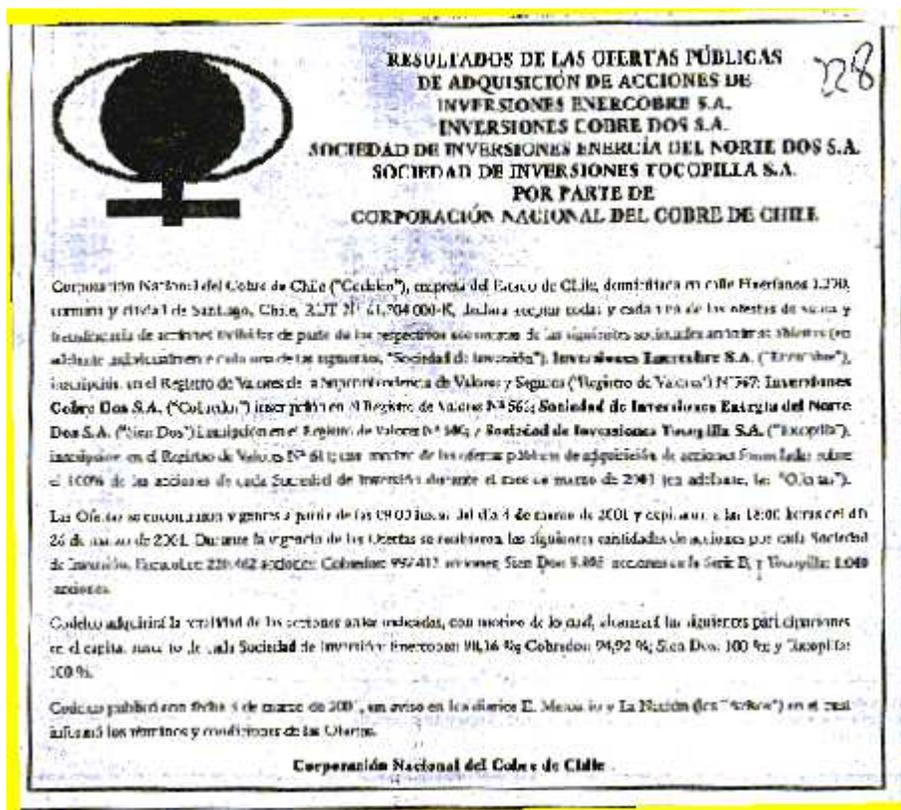
**Materia: Codelco realizó la 1ª Opa con la Normativa Vigente en fecha 8 de Enero del año 2001 por 5 Sociedades Mineras: Inversiones Enercobre S.A.; Inversiones Cobre Dos S.A.; Sociedad de Inversiones Energía del Norte S.A.; Sociedad de Inversiones Energía del Norte Dos S.A. y Sociedad de Inversiones Tocopilla S.A.**

El aviso y prospecto fue realizado en conformidad a las normas legales vigentes y según lo dispuesto por la Superintendencia en la Norma de Carácter General N° 104.

El objetivo perseguido por las opas era permitir a Codelco alcanzar el 100% del Capital Accionario de cada sociedad de inversión por lo que el oferente declaraba su intención de adquirir el Control a través de las señaladas Opas y proponer en las instancias correspondientes y sujeto a las disposiciones legales aplicables, la disolución y posterior liquidación de cada una de ellas.

Con la expiración del plazo respectivo fijado en el prospecto y en los avisos publicados con fecha 8 de Enero, Codelco envió una carta en la cual señala el éxito de la oferta, por lo que con motivo de las adquisiciones se lograron los siguientes grados de participación en el Capital Suscrito de cada Sociedad de Inversión: Enercobre: 91,16%; Cobredos: 72,60%; Sien: 99,70%; Sien Dos: 100% de la Serie A y 98,76% de la Serie B; y Tocopilla: 99,99%

Se adjunta en el siguiente cuadro una copia con el resultado de la Opa realizada:



Cuadro N° 6

Con posterioridad, con fecha 2 de Marzo, Codelco rectificaría los valores porcentuales alcanzados, que se encuentran señalados con anterioridad, por lo que complementa la información sobre el resultado final de ofertas públicas de adquisición de acciones.

#### 4.1.1.3.1) Análisis del Caso

Sobre el análisis del caso señalado, tiene importancia el objetivo de Codelco al alcanzar el 100% de las Acciones de las Sociedades de Inversión Mineras con la finalidad de liquidarlas y cerrarlas. Por ello lo conveniente en este caso es el valor ofrecido por las Acciones, que por lo general fue de un 5% sobre el valor libros de las mismas, ya que las Acciones de la Sociedad no tenían Liquidez porque no tenían valor en el Mercado Bursátil.

Luego la SVS remite por oficio la obligación de realizar una nueva Opa por las restantes acciones, de acuerdo al Art. 69 ter de la Ley 18.046, por el hecho de alcanzar Codelco los 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto. La misma Norma señala a su respecto que la Oferta en cuestión debe hacerse a un precio no inferior en el caso de existir derecho a retiro.

En Oficio N° 1771, con fecha 20 de Marzo de 2001, la SVS señala determinadas observaciones a la 2ª Opa realizada por Codelco con la finalidad de completar los restantes porcentajes de acciones pendientes, a partir del Art. 69 ter. Dicen relación con la imposibilidad de ejercer el derecho de revocación, por parte del Oferente.

Codelco ha considerado como causales de revocación de las ofertas que el directorio de cualquiera de las sociedades de inversión mencionadas, apruebe con posterioridad a la publicación del Aviso de Inicio, la distribución de dividendos, y que durante la vigencia de las ofertas, ocurriere cualquier cambio o circunstancia relevante, judicial o extrajudicial, que afecte materialmente y de manera adversa a los negocios, activos, situación financiera o patrimonial de las sociedades de inversión en cuestión, o al valor de las acciones de dichas sociedades, o bien suspenda, retrase o prohíba una o más de las ofertas. Cabe señalar que tales causales de revocación se establecieron en beneficio exclusivo del Oferente y podían ser enunciadas por éste a su sola discreción.

Del mismo modo, las ofertas efectuadas para la adquisición de las acciones de las sociedades individualizadas con anterioridad, se efectuaron en virtud de lo establecido por el artículo 69 ter de la ley 18.046, por lo que según interpretación de la SVS, se desprende que en caso de que una persona adquiriera aquella participación accionaria y realice una Oferta Pública respectiva, los términos de la misma no son susceptibles de incluir una o más causales de revocación.<sup>70</sup>

---

<sup>70</sup> Oficio Ordinario n° 1771, 20/03/2001, de Superintendente Subrogante: Hernan López Bohner

De conformidad con el Artículo 207, letra c) de la Ley 18.045 sobre Mercado de Valores<sup>71</sup>, los Directores enviaron un Informe Escrito con la opinión fundada acerca de la conveniencia para los accionistas de la 2ª Opa por parte de Codelco.

### **1.-) Disolución de las Sociedades**

Una de las principales observaciones a la Oferta por parte de Codelco reside en el objetivo que se planteaba la Empresa Minera, que consistía en proponer la disolución y posterior liquidación de las mismas pequeñas compañías mineras, en consecuencia los accionistas minoritarios se verían impedidos de permanecer en la sociedad a futuro y por lo tanto acceder al beneficio tributario del art. 57 bis de la Ley de la Renta, el cual permite la recuperación de parte del Impuesto a la renta, como lo señalara José Gómez Aguilera, Director de Inversiones Enecobre<sup>72</sup>.

Otro de los puntos interesantes a analizar fue el caso de que los restantes accionistas no decidieran participar en la Opa y en el evento que la Sociedad se disuelva y liquidara, lo que en definitiva ocurrió, aquellos deberían en conjunto con el socio controlador soportar los costos de cierre de la misma.

Sin embargo la aplicación de la normativa legal, en este caso, garantizaba el interés de los accionistas minoritarios desde un punto de vista pecuniario, además de que el precio ofrecido por acción era superior en 7,9% al valor libro de acción, ya que estas acciones no se transaban en Bolsa.

En Carta dirigida a la SVS, donde se informa sobre el Resultado de la nueva OPA, se señala que durante la vigencia de la Oferta se recibieron las siguientes cantidades de Acciones por Sociedad de Inversión: Enecobre: 220.462 acciones; Cobredos: 997.412 acciones; Sien Dos: 5.805 acciones de la serie B; y Tocopilla: 1.040 acciones.

---

<sup>71</sup> **Artículo 207.**- Como resultado del anuncio de una oferta, tanto la sociedad emisora de las acciones que son objeto de dicha oferta, como los miembros de su directorio, según corresponda, quedarán sujetos a las siguientes restricciones y obligaciones: c) Los directores de la sociedad deberán emitir individualmente un informe escrito con su opinión fundada acerca de la conveniencia de la oferta para los accionistas. En el informe, el director deberá señalar su relación con el controlador de la sociedad y con el oferente, y el interés que pudiere tener en la operación. Los informes presentados deberán ponerse a disposición del público conjuntamente con el prospecto a que se refiere el artículo 203 y entregarse una copia dentro del plazo de 5 días hábiles contado desde la fecha de la publicación del aviso de inicio, a la Superintendencia, a las bolsas de valores, al oferente y al administrador u organizador de la oferta, si lo hubiere.

<sup>72</sup> Carta con fecha 8 de marzo de 2001

Codelco al adquirir la totalidad de las acciones antes indicadas, no aplicó factor de prorrateo.

Con motivo de dichas adquisiciones Codelco alcanzó las siguientes participaciones en el Capital Suscrito de cada Sociedad de Inversión: Enercobre: 98,16%; Cobredos: 94,92%; Sien Dos: 100%; y Tocopilla: 100%

En consideración al objetivo de Codelco, en orden a liquidar y por tanto “cerrar” estas sociedades de inversión, fue necesario contar con el detalle de las cancelaciones a la inscripción del Registro de Valores, en orden al art. 2° de la Ley 18.046<sup>73</sup>

En el siguiente cuadro aparecen determinadas Sociedades Canceladas del Registro de Valores, como Sociedad de Inversiones Energía del Norte, con fecha 28/05/2001.

Sociedad de Inversiones Energía del Norte Dos S.A, con fecha 02/05/2001 y luego la Sociedad de Inversiones Tocopilla S.A., con fecha 09/05/2001.

: Caso Codelco	SE 781.820 - E	588	SOC DE INVERSIONES ENERGIA DEL NORTE S.A.						
	11/04/1997	21 DE MARZO 1998							
	08/05/2001	01/04/98	81.24,82	81.24,75	TOCOPILLA	2	JWA	No fiscalizada	
SE 823.852 - E	588	INVERSIONES LITAN S.A.							
13/02/1998	ESTADO 387 PISO 9			SANTIAGO	13	MCD	No fiscalizada		
30/02/1998			835,22,59						
SE 781.820 - E	588	SOC DE INVERSIONES ENERGIA DEL NORTE DOS S.A.							
*	11/04/1997	BAQUIRANO 1225							
08/05/2001	01/04/98	81.24,82	81.24,75	TOCOPILLA	2	JWA	No fiscalizada		
SE 626.350 - E	588	VALPARAISO LEAS NG S.A.							
10/02/1997	CALLE CONDORANEE PISO 5 OF 806			VALPARAISO	5	AAJ	No fiscalizada		
19/04/2000		25,52,82	25,52,30						
SE 512.070 - K	809	ISAPRE COMPENSACION S.A.							
06/02/1997	AV PROVIDENCIA 1478- PISO 511			SANTIAGO	13	DAV	No fiscalizada		
24/02/1997			233,52,75						
SE 780.840 - E	511	SOC DE INVERSIONES TOCOPILLA S.A.							
*	11/04/1997	AV. LA COMARCA ELIZABAN 2755							
08/05/2001	08/01/98	638,18,38	638,18,38	TOCOPILLA	2	JWA	No fiscalizada		
SE 783.720 - E	801	TRANSFER COMUNICACIONES S.A.							
11/04/1997	LA BOLSA 81 PISO 4			SANTIAGO	13	MVD	No fiscalizada		
31/05/2002		636,22,48	636,22,48						

<sup>73</sup> El artículo 2° de la ley fue modificado por la ley 19705. Señala que las sociedades anónimas pueden ser abiertas o cerradas.

Son sociedades anónimas abiertas:

- 1) Aquellas que tienen 500 o más accionistas
- 2) Aquellas en las que , a lo menos, el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente, o a través de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje.

En el texto original de la ley que señalaba que también era sociedad anónima abierta cuando el 10% de su capital pertenece a un mínimo de 100 accionistas. Esto adolecía de un error, que fue modificado primero por el reglamento y luego por la ley 19705. lo que pasaba es que sin la mención “individualmente” cualquier sociedad anónima con 100 accionistas cumplía con este requisito. Se hizo para proteger a los accionistas minoritarios.

- 3) Aquellas que se inscriban en el Registro de Valores voluntariamente o en cumplimiento de una disposición legal.

#### 4.1.1.4) Bicecorp

**Materia: Hipótesis de aplicación del Art. 10° transitorio y del Art. 69 ter donde Bicecorp S.A. En Junta Extraordinaria de accionistas celebrada el 26 de Abril del 2001, Bicecorp S.A. se acogió a esta normativa, lo que significaba que en el plazo de 3 años el accionista controlador podía vender sus acciones sin que el comprador tuviera la obligación de efectuar una Opa a todos los accionistas de la Sociedad. Pero que por el hecho de alcanzar, el Controlador a través de estas transacciones, los dos tercios de las Acciones emitidas con Derecho a Voto, el Comprador se encontraba obligado a realizar una oferta por las restantes acciones de Bicecorp.**

De esta forma se presentó una Opa, de acuerdo al Art. 69 Ter de la Ley 18.046 por 5.073.051 acciones a un precio de \$2.400 por acción de Bicecorp S.A. por Servicios y Consultoría Ltda. requerido por el Artículo 203 de la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores que fue elaborado en atención a dichas normas y a las establecidas en la Norma de Carácter General N° 104 de la Superintendencia de Valores y Seguros.

El Oferente fue “Servicios y Consultoría Limitada” (Sociedad de Responsabilidad Limitada, del giro de los servicios de asesoría administrativa y financiera, válidamente constituida y existente de acuerdo a las normas legales, quien publicó en los diarios El Mercurio y La Nación del 14 de enero de 2002, un aviso de inicio de la Oferta Pública de Adquisición de acciones emitidas por la sociedad anónima abierta Bicecorp S.A. conforme lo dispuesto en el artículo 202 de la Ley 18.045 y de lo establecido en la Norma de Carácter General N° 104 de la SVS. Bicecorp se encontraba inscrita en el Registro de Valores de la SVS, inscripción N° 0479.

El Controlador final de esta Sociedad de Responsabilidad Limitada eran los Accionistas Mayoritarios de Bicecorp S.A. Hasta esa fecha, Bicecorp había emitido validamente un total de 56.501.586 acciones ordinarias de una única y misma serie y clase, representativo de un 92,02% del Capital suscrito y pagado.

En virtud de la Oferta, la Oferente ofrecía comprar las restantes 5.073.051 Acciones representativas del 8,98% del capital suscrito y pagado de Bicecorp que se encontraban bajo la propiedad de personas naturales o jurídicas que no

formaban parte del grupo empresarial controlado por los Controladores Finales y que habían sido ofrecidas en venta durante la vigencia de la Oferta. La oferta se hacía por un precio de \$ 2.400 por acción.

En los términos y sujeto a las condiciones que se indicaban por el Oferente a los accionistas restantes estos podían dar en oferta sus Acciones, las cuales para ser finalmente adquiridas, debían cumplir con los requisitos y procedimientos señalados en el prospecto respectivo.

La Oferta podía permitir a los Controladores Finales, por vía directa e indirecta, alcanzar el control de hasta el 100% de las Acciones.

Respecto a las condiciones de la Oferta, el Oferente se comprometía a aceptar para el pago, todas las Acciones a Adquirir que se dieran entre el 15 de enero de 2002 hasta el día 13 de febrero de 2002, a menos que el Oferente, a su sola discreción, prorrogara, en los términos de la Ley 18.045, el periodo durante el cual la Oferta permaneciera abierta.

El Precio, en este caso, representaba un premio equivalente a un 28,65% sobre el precio de mercado de la Acción definido en el numeral i) del inciso tercero del artículo 199 de la Ley 18.045<sup>74</sup> que ascendía a \$ 1.865,49. El Oferente podía, a su sola discreción, aumentar el Precio durante la vigencia de la Oferta, comunicando dicha circunstancia mediante aviso destacado en algún Diario de Circulación Nacional.

La Oferta no consideraba mecanismos de prorrateo ya que no eran necesarios, ni estaba sujeta a la adquisición de un número mínimo de Acciones a Adquirir para que fuera declarada exitosa. Sin embargo, la Oferta estaba sujeta a condiciones, que daban derecho a la Oferente a revocar la Oferta.

El Oferente se comprometía a publicar al tercer día siguiente a la Fecha de Expiración, el aviso indicado en el artículo 212 de la Ley 18.045<sup>75</sup>, el Aviso de Resultado informando sobre el resultado de la Oferta.

---

<sup>74</sup> Para los efectos de lo dispuesto en el N° 2 del inciso anterior, se entenderá por:

i) Precio de mercado de una acción, aquel que resulte de calcular el promedio ponderado de las transacciones bursátiles, que se hayan realizado entre el nonagésimo día hábil bursátil y el trigésimo día hábil bursátil anteriores a la fecha en que deba efectuarse la adquisición,

<sup>75</sup> Al tercer día de la fecha de expiración del plazo de vigencia de una oferta o de su prórroga, el oferente deberá publicar en los mismos diarios en los cuales se efectuó la publicación del aviso de inicio, el resultado de la oferta, desglosando el número total de acciones recibidas, el número de acciones que adquirirá, el factor de prorrateo, si fuere el caso, y el porcentaje de control que se alcanzará como producto de la oferta.

El Precio correspondiente por las Acciones a Adquirir a que cada accionista tenía derecho, respectivamente, se pagaba en pesos, en moneda nacional a contar del tercer día hábil siguiente a la fecha de Publicación del Aviso de Resultado, que no devengaba ni intereses ni reajustes.

#### **4.1.1.4.1) Análisis del Caso**

Uno de los aspectos interesantes a considerar en este caso es que la SVS no presentó observaciones en relación al ejercicio del Derecho de Revocación de la Oferta, como así fue en casos anteriores.

También cabe señalar que con fecha 17 de Enero del 2002 y dando cumplimiento a la obligación impuesta por la letra c) del Artículo 207 de la Ley 18.045<sup>76</sup>, que consiste en emitir un informe escrito sobre la conveniencia de la oferta por parte de la Sociedad Emisora, el Director de Bicecorp. S.A. Señaló en aquel Informe enviado a la SVS, en su punto número 3 lo siguiente:

1. El Precio referido u ofrecido resultaba superior en un 33,33% al valor de cierre en Bolsa de Comercio de Santiago del día anterior al del anuncio al mercado del acuerdo de compra al Grupo Rothschild de sus acciones de Bicecorp S.A., que fue aquella operación que dio origen a esta Opa y un 11% superior respecto del valor libro de la Acción al 30 de Septiembre del 2001.
2. Así también, la liquidez de las acciones de Bicecorp S.A. se manifestaba en una baja presencia bursátil ajustada de 15,56% al día 14 de enero del 2002, lo que significaba que durante el período de 180 días hábiles bursátiles previos a esa fecha, sólo durante 28 días hubieren transacciones de esas acciones por montos superiores a 200 UF. Pero se infería que si la OPA tuviere éxito, era probable que a futuro se observara un deterioro en ese

---

<sup>76</sup> **Artículo 207.-** Como resultado del anuncio de una oferta, tanto la sociedad emisora de las acciones que son objeto de dicha oferta, como los miembros de su directorio, según corresponda, quedarán sujetos a las siguientes restricciones y obligaciones: c) Los directores de la sociedad deberán emitir individualmente un informe escrito con su opinión fundada acerca de la conveniencia de la oferta para los accionistas. En el informe, el director deberá señalar su relación con el controlador de la sociedad y con el oferente, y el interés que pudiere tener en la operación. Los informes presentados deberán ponerse a disposición del público conjuntamente con el prospecto a que se refiere el artículo 203 y entregarse una copia dentro del plazo de 5 días hábiles contado desde la fecha de la publicación del aviso de inicio, a la Superintendencia, a las bolsas de valores, al oferente y al administrador u organizador de la oferta, si lo hubiere.

índice de presencia bursátil. Ello justamente es una consecuencia de la Adquisición de Acciones restantes, ya que el objeto en este sentido del Art. 69 ter era asegurar el valor de la acción, con el objeto de no perjudicar a los accionistas minoritarios pero con el costo de aumentar la concentración mayoritaria o totales de las Acciones por un controlador final, lo cual significaba una baja clara y sostenible de presencia bursátil de estas Acciones por el hecho de pasar a una sola mano.

Señalaba el Director de Bicecorp, Sr. Carlos Cáceres lo siguiente: “Es difícil precisar hoy día la evolución futura del precio de la acción de Bicecorp S.A., el que en todo caso dependerá en gran medida del desarrollo de la industria bancaria y servicios de inversión e intermediación financiera y de valores, como asimismo de seguros de vida en Chile, debido a que sus activos están fuertemente concentrados (más de 90%) en dichas actividades.

No obstante lo anterior, y teniendo en consideración las razones presentadas en el informe, estimo que los atributos de liquidez contenidos en la OPA en comentario, la hacen conveniente para aquellos accionistas en que ella sea una variable relevante a esta fecha”<sup>77</sup>.

---

<sup>77</sup> Informe de Bicecorp, con fecha 17 de Enero del 2002 hacia la SVS.

**(AHI) Histórico Instrumento**

BICECORP: Desde 01-2001 hasta 09-2003.

Fecha	Nº Neg	Voluntad	Cierre	Máx	Mín	Monto	P/U
01-2001	7	17.957	1.210,000	1.210,000	1.200,000	21.595.990	13,14
02-2001	3	6.866	1.210,000	1.210,000	1.210,000	8.307.860	13,14
03-2001	17	463.282	1.325,000	1.346,000	1.220,000	613.139.795	19,18
04-2001	5	11.024	1.350,000	1.350,000	1.325,000	14.687.892	19,54
05-2001	32	116.551	1.575,000	1.575,000	1.400,000	172.096.700	14,48
06-2001	5	145.776	1.670,000	1.660,000	1.575,000	247.246.195	15,35
07-2001	6	50.147	1.800,000	1.800,000	1.710,000	89.837.100	16,54
08-2001	9	14.888	1.800,000	1.800,000	1.799,900	26.798.292	16,54
09-2001	3	9.733	1.800,000	1.800,000	1.750,000	17.513.700	10,62
10-2001	7	32.360	1.800,000	1.800,000	1.800,000	58.248.000	10,62
11-2001	10	49.283	2.350,000	2.400,000	1.850,000	110.865.300	11,02
12-2001	2	4.209	2.350,000	2.350,000	2.350,000	9.891.150	11,02
01-2002	3	64.916	2.350,000	2.370,000	2.350,000	153.792.140	0,00
02-2002	1	2.857	2.370,000	2.370,000	2.370,000	6.771.090	11,12
03-2002	1	5.385	2.300,000	2.300,000	2.300,000	12.385.500	10,79
04-2002	1	65	2.350,000	2.320,000	2.320,000	150.800	10,04
05-2002	4	12.045	2.350,000	2.350,000	2.350,000	28.305.750	9,81
06-2002	1	3.250	2.350,000	2.350,000	2.350,000	7.637.500	9,81
07-2002	1	30	2.350,000	2.310,000	2.310,000	69.300	9,81
09-2002	4	1.210	2.310,000	2.350,000	2.300,000	2.783.800	9,55
10-2002	1	1.616	2.310,000	2.310,000	2.310,000	3.732.960	9,55
11-2002	1	1.377	2.310,000	2.310,000	2.310,000	3.180.870	9,11
01-2003	2	60	2.310,000	2.310,000	2.310,000	138.600	9,11
07-2003	1	1.237.815	2.500,000	0,000	0,000	3.105.677.835	9,36

De esta forma, los resultados que nos muestra esta tabla reflejan un bajísima sino nula presencia bursátil de las acciones de Bicecorp S.A. en la Bolsa de Comercio. Sin perjuicio de que el valor de la acción se mantuvo en ciertos márgenes altos que luego tendieron a la baja, desde la fecha de Febrero del 2002 hasta el mes de Julio del 2003, sólo han operado 18 Transacciones a diferencia de los 110 negocios que operaron desde Enero del 2001 hasta Enero del 2002. Es decir, en un año y medio hasta la fecha (Septiembre del 2003) sólo se han realizado 1/5 de las transacciones que realizaba Bicecorp S.A en un año.

Es más, entre Febrero de este año y Junio del mismo, no se realizó ninguna transacción.

- Finalmente, uno de los puntos interesantes y que se debían advertir consistía en la consideración por cada accionista, si sus acciones tenían o no el beneficio tributario del artículo 57 bis, además de la evaluación del impacto tributario relativo a la ganancia de capital que le fuera aplicable.<sup>78</sup>

<sup>78</sup> **Artículo 57° bis.** Las personas gravadas con los impuestos establecidos en los artículos 43, N° 1, o 52 de esta ley, tendrán derecho a las deducciones y créditos que se mencionan en las letras que siguen, en la forma y condiciones que, para cada caso, se indica:

**A.- De las inversiones.**

Las personas referidas en este artículo que opten por invertir en los instrumentos o valores que se mencionan más adelante, en aquellas

#### **4.1.1.5) Santa Isabel**

**Materia: Opa por Acciones y “ADRs” emitidos por Santa Isabel de “AHOLD” a través de su filial Gestión, Rentas e Inversiones Apoquindo Ltda. (GRIAL) y DISCO INTERNATIONAL HOLDINGS (DAIH), con Fecha 3 de Septiembre del 2002. Caso donde también tuvo aplicación el Art. 69 Ter de la Ley 18.046.**

##### **1.-) Antecedentes Previos**

Santa Isabel era la segunda mayor cadena de supermercados de nuestro país, con ventas consolidadas por US\$ 685,6 millones durante el año 2001 y una participación de mercado en el ámbito nacional de 9,6% a julio del año 2002, ubicándose detrás de D&S, quien tenía una participación del 30,2%, y por sobre el 8,6% de Jumbo. La compañía, además de su operación en Chile (mercado que representó el 64,5% de sus ventas en el año 2001), participaba en otros países latinoamericanos manteniendo locales en Perú (28,2% de las ventas) y Paraguay (7,3% de las ventas).

Esta compañía ha tenido un débil desempeño en los últimos años, manteniendo constantemente pérdidas tanto operacionales como netas desde el año 1998. Anotando pérdidas netas por US\$12,1 millones. Así es como el margen sobre ingresos cayó desde un 3,7% en el año 1997 a un 0,9% en 1999, recuperándose en el año 2001 a un nivel de 2,2%. Sin embargo, esta última cifra dista por mucho de la lograda, por ejemplo, por la cadena de supermercados D&S, que alcanzó un 9,3% para fines del año 2001.

Desde el año 1997, Santa Isabel era controlada por un Joint-Venture formado entre la cadena holandesa de supermercados Royal Ahold y el grupo argentino Velox, dueño de la cadena argentina Disco. Dicha sociedad, llamada Disco Ahold, controlaba el 69,71% de Santa Isabel, donde Ahold participaba con el 65,71% de la sociedad y Disco con el 34,29% restante. Sin embargo, a mediados del año 2002 el grupo Velox se desligó de la sociedad por problemas financieros y Royal Ahold le compró su participación.

---

instituciones que se acojan al sistema establecido en esta letra, tendrán derecho a un crédito imputable al impuesto global complementario o al impuesto único a las rentas del trabajo, según corresponda o, en su caso,

Se debe mencionar que Santa Isabel está acogido al artículo décimo transitorio de la Ley de OPA, por lo cual se desligaba de la obligación de realizar una Oferta Pública de Acciones.

Sin embargo, a raíz de lo anterior, es que Ahold alcanzó 2/3 de las Acciones emitidas con Derecho a Voto por lo que continuación, esta última lanzó una OPA con la intención de controlar el 100% de Santa Isabel y cerrar sus títulos en bolsa, a un precio de \$190 por acción (valorando el 100% del patrimonio en US\$150,9 millones).

Antes de conocerse los cambios producidos en la propiedad de Santa Isabel, la acción se llegó a transar en un mínimo de \$103 en julio del año 2002, valorizando el patrimonio bursátil de la compañía en US\$81,8 millones.

Luego según información del Diario Estrategia, “al aumentar los rumores sobre cambios en la propiedad de la empresa, la acción repuntó considerablemente hasta transarse cerca de los \$190 tras conocerse la OPA definitiva.

A la luz de los antecedentes que se disponen, el precio de la OPA de Santa Isabel parecía estar dentro de un rango razonable, lo que además podía confirmarse por el alto grado de aceptación que ésta tuvo: Ahold logró el 97% de la compañía, partiendo del 70% de su capital”.<sup>79</sup>

#### **4.1.1.5.1) Análisis del Caso**

Esta materialización de la OPA lanzada por Ahold, alcanzando un 97.0% de participación de la empresa, si bien fue considerada un éxito, existe un 3% restante de accionistas minoritarios que no vendieron sus acciones debido al beneficio tributario del Art. 57 bis de la Ley de la Renta.

Con posterioridad la Clasificadora de Riesgo Feller-Rate  
Con fecha de Octubre 2002 entregó los siguientes resultados: BBB+  
Estables, en estos períodos: Diciembre de 2001-Junio de 2002-Octubre de 2002.  
**Acciones Serie Única** 1ª Clase: Nivel 3; 2ª Clase: Nivel 3; 3ª Clase: Nivel 4.

---

deberán considerar un débito al impuesto, en las condiciones y forma que se indica a continuación

© Diario ESTRATEGIA. 30 de julio de 2002



Este cuadro señala las variaciones de precio-mercado de Santa Isabel en los últimos años, lo cual evidencia un alza notoria en el último período, debido al traspaso del control de la Sociedad.

### **1.-) Fundamentos por la Clasificación de Riesgo**

La baja de clasificación de las acciones de Santa Isabel S.A. obedeció a la alta concentración de la propiedad que alcanzó el controlador de la compañía tras la Oferta Pública de Acciones (OPA) realizada en durante septiembre de 2002. Lo anterior afectó el nivel de liquidez de los títulos accionarios, considerando que sólo el 3% de las acciones siguen siendo transadas en el mercado bursátil. Adicionalmente, el 4 de octubre de 2002 los ADR's de Santa Isabel S.A. dejaron de transar en Estados Unidos, al tiempo que se formalizó el deslistamiento de éstos ante la Security Exchange Comisión. Un proceso similar se está desarrollando en Chile con las acciones de Santa Isabel S.A.

En cuanto a las clasificaciones asignadas obedecen a la importante posición de mercado de Santa Isabel S.A. a nivel nacional, la concentración de sus operaciones en Chile y la experiencia de su controlador en la industria supermercadista. Como contrapartida, considera los desfavorables resultados obtenidos en los últimos períodos, provocados principalmente por el proceso de reestructuración, una mayor competencia en la industria en que participa y el volumen de sus operaciones que aún no le permite alcanzar el equilibrio operacional.

Para el período 2002 La compañía controlada por Disco Ahold International Holding N.V., filial de la compañía holandesa Koninklijke Ahold N.V realizó una inversión de US\$53 millones. El plan de inversión fue financiado principalmente a través del remanente del aumento de capital del año 2001 y de la generación propia.

De esta forma la Opa por Santa Isabel ha sido exitosa, en el sentido de que aumento su interés y presencia en el Mercado, luego de aquella baja a mediados del 2002, alcanzando un valor de acción al cierre de \$205, con fecha Octubre del 2002. Así se desprende de los datos analizados y que se señalan en la tabla siguiente:

**(AHI) Histórico Instrumento**

STA ISABEL: Desde 01-2001 hasta 11-2002.

Fecha	Nº Neg	Volumen	Cierre	Mayor	Menor	Monto	P/U	Cap. Bursátil
01-2001	477	15.916.706	245,000	265,000	238,000	3.971.444.728	0,00	104.251.927.885
02-2001	105	2.761.970	233,000	250,000	230,000	654.790.614	0,00	99.145.711.009
03-2001	171	19.547.043	232,000	245,000	220,000	4.543.153.534	0,00	98.720.192.936
04-2001	137	3.474.342	225,100	235,000	215,000	783.195.750	0,00	95.784.118.232
05-2001	180	3.311.688	242,000	246,000	225,445	773.145.161	0,00	102.975.373.666
06-2001	197	7.390.168	235,000	250,000	230,000	1.797.831.734	0,00	100.011.830.855
07-2001	249	12.211.263	232,000	248,000	230,000	2.898.978.029	0,00	136.973.634.504
08-2001	223	5.216.760	228,000	235,000	215,000	1.198.432.996	0,00	134.612.020.116
09-2001	160	4.906.601	167,000	227,990	160,000	876.075.814	0,00	98.597.400.699
10-2001	310	7.172.631	164,000	180,000	149,900	1.178.615.913	0,00	96.826.189.908
11-2001	264	9.764.187	190,000	200,000	164,000	1.820.824.458	999,99	112.176.683.430
12-2001	104	2.996.454	185,000	190,020	175,000	560.085.610	0,00	109.224.665.445
01-2002	82	12.777.776	169,000	178,010	163,000	2.182.554.036	0,00	99.778.207.893
02-2002	82	1.936.659	145,000	165,000	135,000	277.687.884	0,00	85.608.521.565
03-2002	116	3.446.170	139,000	160,000	137,000	507.889.301	0,00	82.066.099.983
04-2002	143	5.929.955	139,000	146,000	120,000	790.205.163	0,00	82.066.099.983
05-2002	51	3.940.691	129,950	135,000	121,600	512.064.898	0,00	76.722.947.430
06-2002	100	2.009.953	109,980	129,950	109,990	236.312.765	0,00	64.932.587.598
07-2002	136	8.870.158	144,000	144,000	103,000	977.068.096	0,00	85.018.117.968
08-2002	131	7.005.103	188,000	188,200	131,000	1.151.832.356	0,00	110.995.876.236
09-2002	133	9.859.402	186,000	188,500	186,000	1.848.326.150	0,00	109.815.069.042
10-2002	80	138.791.646	205,000	205,100	189,990	26.371.728.836	0,00	121.032.737.385
11-2002	28	638.545	190,100	205,000	190,000	125.464.703	0,00	112.235.723.790

#### 4.1.1.6) Club Hípico Peñuelas,

**Materia:** Con fecha 3 de Julio de 2003 se realizó una Opa por hasta 100% de las Acciones emitidas, suscritas y pagadas de Club Hípico de Peñuelas S.A. (sociedad anónima abierta inscrita en el Registro de Valores con el NO.51 7) que no eran de propiedad de AM Gestión Limitada (Sociedad Opante), las que al 2 de julio de 2003 ascendían a 435.1 00.588 acciones de una única serie, Por AM Gestión Limitada (*sociedad de responsabilidad limitada*)

Anteriormente, con fecha 4 de junio de 2003, AM Gestión Limitada, una Sociedad de Responsabilidad Limitada e Intercontinental Chile S.A., una agencia de sociedad anónima extranjera, del giro alquiler de máquinas y equipos, celebraron un contrato de compraventa de acciones, en virtud del cual AM Gestión adquirió 433.998.865 acciones,

representativas aproximadamente del 27,124% del capital suscrito y pagado, de la sociedad Club Hípico de Peñuelas S.A., sociedad anónima abierta inscrita en el Registro de Valores de la SVS.

Producto de la celebración del Contrato de Compraventa de Acciones, AM Gestión alcanzó una participación accionaria superior a los dos tercios (2/3) de las acciones emitidas con derecho a voto de la Sociedad y de conformidad con el Artículo 69 ter de la Ley N° 18.046 sobre Sociedades Anónimas, debió efectuar una oferta pública de adquisición de acciones sobre las restantes acciones de la Sociedad,

Con fecha 2 de julio de 2003, AM Gestión publicó en los diarios La Nación y Estrategia sendos avisos de inicio de la Oferta, conforme a lo dispuesto en el Artículo 202 de la Ley N° 18.045 y a lo establecido en la norma de carácter general N° 104 de la SVS.

La Oferta fue dirigida a todas las personas naturales y jurídicas distintas a AM Gestión que a la fecha del lanzamiento de la Oferta eran accionistas de la Sociedad

#### **4.1.1.6.1) Análisis del Caso**

Una de las características de esta Oferta reside en la mención expresa a la irrevocabilidad de la Oferta, lo cual pone de manifiesto la consideración expresa por parte de la Sociedad Oferente de la imposibilidad de ejercer el Derecho a Revocación, por lo que se sigue la interpretación y el criterio dado por la SVS sobre el mismo, en Opas anteriores a través de sus Oficinas a las Sociedades involucradas.

Esta oferta es de compra de hasta un 100% de las Acciones emitidas, suscritas y pagadas del Club Hípico Peñuelas S.A., representativas del 27,19% de su Capital.

El precio de la Oferta por cada acción de la Sociedad consistía en la suma de US\$0,000621

#### **1.-) Porcentaje de propiedad que poseía el Oferente sobre la Sociedad:**

El Oferente era dueño a la fecha de inicio de la Oferta, de 1.164.899.412 acciones íntegramente suscritas y pagadas de la Sociedad, que representaban aproximadamente un 72,81% del total de acciones emitidas, suscritas y pagadas en que se dividía el capital de la misma a esa fecha.

Así también, el Oferente había declarado en su prospecto que en el evento que se recibieran ofertas de venta y se adquiriera la totalidad de las acciones de la Sociedad de propiedad de los Otros Accionistas, y en consecuencia AM Gestión pasare a ser la titular del 100% de las acciones emitidas por la Sociedad, su intención era que no se produjera la

disolución de la misma, conforme a lo establecido en el Artículo 69 ter de la Ley N°18.046 sobre Sociedades Anónimas.

En cuanto a la revocación de la Oferta se hacía mención expresa respecto a su Irrevocabilidad, en el Capítulo IX del Prospecto presentado en su punto 2.<sup>80</sup>

## **2.-) Impacto de la Oferta sobre las Acciones.**

Es interesante analizar dentro de las consecuencias que provoca el Art. 69 ter, que la concentración accionaria trae como consecuencia lógica que para la Sociedad involucrada pierda sentido en continuar inscrita en el registro de valores de la SVS, ya que deja de cumplir con los requisitos del Art. 2° de la Ley 18.046 de Sociedades Anónimas, por lo que no es más una Sociedad Anónima Abierta. Por ello es que Club Hípico Peñuelas señala que<sup>81</sup> “en caso de resultar exitosa la Oferta por el monto total ofrecido comprar mediante la misma, o bien, en caso que cesen respecto de la Sociedad las causales que importan su calificación como sociedad anónima abierta y transcurridos los plazos prescritos por la ley, es intención del Oferente transformar a la Sociedad en una sociedad anónima cerrada y cancelar su registro como sociedad anónima abierta en el Registro de Valores de la SVS, para lo cual se citará a junta general extraordinaria de accionistas de la Sociedad a objeto de que adopte los acuerdos respectivos.”

Lo anterior no es sino el reflejo también del aumento ostensible de la cancelación de inscripciones de las Sociedades Anónimas Abiertas en el Registro de Valores de la SVS, como se estudiará más adelante.

### **4.1.3) Corolario**

El estudio, hasta aquí realizado, de los casos más importantes en consideración al objeto de esta tesis, ha procurado entregar un análisis, tomando en consideración aquellos presupuestos de Opas obligatorias, en especial, por la disposición del Art. 69 ter de la Ley 18.046 y sus efectos en la Oferta. Entre aquellos casos, fueron seleccionados los que estaban sujetos a Normas Transitorias por la Ley 19.705, como el de Inversiones Security (Art. 1° Transitorio), Río Maipo (Art. 10° transitorio), ya que constituían supuestos de excepción a la Normativa de Opas (Título XXV de la Ley 18.045).

---

<sup>80</sup> Prospecto, fecha 3 de Julio de 2003, ante la SVS por Club Hípico Peñuelas.

<sup>81</sup> Prospecto, fecha 3 de Julio, Capítulo XVI.

Por ello, la idea era atender en un caso de conflicto de leyes, al criterio que primaría para la SVS, en su interpretación. De esa forma, al considerar que no hacía excepción en las hipótesis de aplicación del Art. 69 ter de la Ley 18.046, según la interpretación de la SVS, hace extensiva las normas del Título XXV de la Ley de Mercado de Valores, aunque las Sociedades estén sujetas a su excepción, por el Art. 1° y 10° Transitorio de la Ley 19.705.

Incluso en el caso de Río Maipo, la misma Sociedad decide realizar la Opa de acuerdo a la Circular de la SVS N° 1.514, ya que la oferta es inferior al 5% de las acciones emitidas con derecho a voto, sometiéndose a la normativa de Opas.

Se ha recalcado también que no opera el **Derecho de Revocación de la Oferta así como la Devolución de acciones (con determinadas excepciones)**, con el fin de acentuar la protección del minoritario, en el tenor del Art. 69 de la Ley 18.046. Por ello la finalidad de la SVS ha sido:

**1) Proteger al accionista minoritario, a todo evento, por:**

a) La Interpretación Extensiva del Art. 69 ter

Por otra parte se debe agregar, la **baja en el valor de la acción** para los minoritarios durante el tiempo preparatorio y en la realización de la Opa, como así queda en evidencia en Bicecorp S.A. y en Río Maipo, donde han bajado el número de transacciones.

También, es importante referirse al aumento de la **Concentración Propietaria**, siendo uno de los costos de la norma del Art. 69 ter. Ello queda demostrado con la Opa de Codelco por 5 Sociedades Pequeñas Mineras junto al caso del Club Hípico Peñuelas.

**2) Por ello los costos son:**

a) **La baja en el precio de los paquetes accionarios de minoritarios:**

Una de los objetivos claros de la Normativa de Opas, era garantizar el valor de las acciones de los minoritarios pero queda en evidencia, que pese a garantizarlo, al valor de mercado al momento del derecho a retiro, ello no es así desde el momento que el mercado ya depreció su valor.

- b) **El Aumento de la Concentración Propietaria**, lo cual se analizará en el siguiente ítem.

#### **4.1.4) Inscripción en el Registro de Valores y Concentración de la Propiedad Accionaria.**

Desde la Vigencia de la Ley de Opas, desde el 20 de diciembre del año 2000, han cancelado su inscripción 53 sociedades anónimas abiertas, hasta la fecha del 11 de Junio del 2003, es decir, en dos años y medio aproximadamente desde la vigencia de la Ley. Si tomamos como ejemplo el mismo período, comenzando el 11 de Junio de 1998, tenemos que hay 33 Sociedades que cancelaron su inscripción en el mismo período de tiempo. Por lo tanto un 61,6% de las Sociedades Anónimas Abiertas que dejaron de ser fiscalizadas por la SVS en un Período de 5 años, fueron desregistradas en el último período, el 20 de diciembre del año 2000 al 11 de Junio del 2003 y sólo un 38,3% en el primer período, comprendido entre el 11 de Junio de 1998 y 20 de Diciembre del 2000.<sup>82</sup>

Del mismo modo, el número de sociedades que cotizan en la bolsa asciende a 245, es decir 28 menos que el año pasado y 37 menos que en 1995. A su vez, el número de accionistas en el año 2002 alcanza a 557.589, representando una reducción de 68.760 accionistas respecto a 1998, cuando esta cifra marcó su récord a llegar a 626.349 accionistas. También cabe señalar que la única Sociedad que se inscribió en el Registro fue Schwager S.A.

##### **4.1.3.1) Cancelaciones Importantes**

El año 2001 se verificó, entre las primeras salidas de la Bolsa de Valores a las acciones del Banco Edwards, producto de su fusión con el Banco de Chile, las que dejaron de transar el 7 de enero del año 2002, mientras que dos meses después dejó de cotizar Laboratorio Chile SA.

En agosto del 2002, en tanto, se verificaron otros dos casos, siendo uno el de Saesa, que tuvo como origen una Opa, y otro el de P&S (Previsión y salud, donde este último anunció que dejó de contar con 100 accionistas que sean titulares de 10% o más del capital suscrito de P&S, de manera que ya no cumplía con los requisitos para ser considerada una sociedad anónima abierta. Adicionalmente, hace dos meses otra empresa

---

<sup>82</sup> Registro de Valores, Listado de Sociedades Fiscalizadas por la SVS, con fecha 11 de Junio de 2003. Se adjunta fecha de Inscripción y de Cancelación.

que dejó de transar en la bolsa fue Banco Santiago, tras su fusión con el Santander, desapareciendo así del mercado.

En este sentido las Opas realizadas, como aquella por Santa Isabel, han dado pie para el cierre de sus acciones al mercado, como así lo ha manifestado Ahold en su Prospecto, quien es accionista mayoritario de Santa Isabel S.A.

El Diario Estrategia ha señalado en su artículo lo siguiente: “Una situación característica se observó hace algunas semanas en la OPA de Pucobre, que lanzó Pacífico V Región, controlador que si bien no alcanzó a completar el objetivo de adquirir todas las acciones de la minera, ahora controla 83,5% de sus acciones. En todo caso, también existen otras seis compañías que ya llevan un buen tiempo tratando de salirse de la bolsa, como es el caso de Cochrane, Río Maipo, Chilectra, Scotiabank Sudamericano, Gener y Santangrup, las cuales no lo han logrado porque aún no reúnen los requisitos para hacerlo, pero le han restado una parte importante de liquidez a la bolsa.”<sup>83</sup>

Aunque también pueden existir diversas explicaciones que incidieron en el aumento sostenido de la des-inscripción de la SVS, como la Crisis Económica de estos últimos años, como la ventaja de emitir Instrumentos de Deuda o Bonos a Corto o Mediano plazo, lo cual originó un mayor interés en estos Títulos de Deuda por sobre su interés en Capitalizar su deuda y la consiguiente participación de accionistas, lo que trajo consigo una baja sostenida en los volúmenes transados por acciones de las Sociedades que cotizan en el Mercado o en la Bolsa de Valores.

Así como resulta aventurado afirmar que la Ley de Opas sea el causante directo del aumento de Sociedades que se han desligado del Registro de Valores, la legislación actual ha contribuido enormemente a una mayor Concentración de la Propiedad Accionaria y por consiguiente, como evidencian los casos anteriores ya estudiados a un aumento lógico de la cancelación de inscripciones de Sociedades que dejan de ser Abiertas, por no reunir los requisitos o por conveniencia de los actores económicos en los casos que ello fuera posible.

Junto a la evidencia empírica y fáctica, a partir de los casos estudiados con anterioridad, también hay que tomar en consideración los diversos índices y estudios que reflejan un aumento en la Concentración de la Propiedad Accionaria. Es así que en los últimos cinco años los 10 mayores accionistas aumentaron en 17 puntos el control que mantienen en las sociedades que cotizan en bolsa, lo cual está agudizando la iliquidez que sufre el mercado.

---

<sup>83</sup> Diario Estrategia, con fecha 29 de Octubre del 2002.

El Diario Estrategia, con fecha 29 de Octubre del 2002, señaló lo siguiente: “A diferencia de lo que ocurría a mediados de los noventa, cuando el mercado accionario local gozó de uno de sus mejores momentos, tanto en términos de indicadores bursátiles como de montos transados, lo cierto es que en la actualidad ya no se puede decir lo mismo, puesto que, independientemente de la situación coyuntural de que este ejercicio y el pasado mantienen deprimida a la plaza local, la fuerte concentración del mercado también ha impactado la liquidez de este.

Ello se comprueba con el simple hecho de contabilizar las transacciones accionarias, puesto que estas en 1995 ascendieron a US\$ 7.948 millones, en 2000 a US\$ 4.736 millones, mientras que este año, a prácticamente dos meses de finalizar 2002, los montos operados en la bolsa ascienden a US\$ 2.371 millones.”

Ello ha sido grave en el sentido de que la pérdida de liquidez del mercado como las tomas de control que se han dado en el último tiempo no se han compensado con la apertura de nuevas empresas, lo que en definitiva lleva a que el mercado bursátil no sea un eficiente agente de financiamiento de nuevos proyectos.

Según los datos que entrega el mismo Diario, los diez mayores accionistas de las sociedades anónimas que transan en la bolsa concentran 87,02% de la propiedad, es decir, 17 puntos más que hace cinco años, cuando la concentración era de 70,53%. Asimismo, se observa que en el IPSA los diez mayores accionistas concentran 87,7%, teniendo presente por ejemplo que en compañías como el Banco Santander, Telefónica CTC y Enersis -que tienen un importante peso en este índice-, sus diez mayores accionistas concentran 93,98%, 95,13% y 94,97%, respectivamente.

Aunque se afirme que la ley de OPA, tiene entre sus principales objetivos velar por el derecho de los accionistas y repartir el premio por el control, la relación entre esta norma y controladores de las empresas es tensa. Ello, por cuanto a los mayoritarios se les priva del derecho a premio por control, con lo cual la legislación ha impulsado que los controladores decidan lanzar una OPA y cerrar las sociedades, como evidencian los casos estudiados.

## Capítulo V

## Conclusiones

Para terminar, es preciso señalar que la intención de esta Tesis ha sido plantear tres interrogantes y responderlas sobre la base del análisis empírico y jurídico de los hechos a partir de la vigencia de la Legislación sobre Opas, ¿Un Avance por la Transparencia o Un Retroceso Regulatorio? ¿Una Barrera de Ingreso al Mercado de Capitales o una Verdadera Protección al Accionista Minoritario? ¿Creación de Oligopolios de Control o Atomización Accionaria?. La intención del autor ha sido responder a estas preguntas, durante el desarrollo de la investigación de esta Memoria, procurando la interpretación y la respuesta del lector a estas conjeturas.

También es necesario decir que la figura de las OPAS tiene un carácter transversal que influye en cada una de las materias más importantes del Derecho Comercial y Económico, siendo de vital importancia estudiar cada uno de sus vértices para obtener una comprensión total de dicha institución, por estas razones en numerosos países se habla de una verdadera disciplina de OPAS, dictándose numerosos cuerpos legales que aglutinan todas estas materias, tal cual ha sido la intención de nuestro legislador con la creación de esta ley.

Dentro de los aspectos positivos que sin duda son relevantes, dicen relación con determinados principios que deben garantizarse. Por ello los pilares básicos sobre los cuales se fundamenta esta legislación se encuentran en:

1) **Acceso a Información**, por el cual todas las entidades que emiten títulos que se ofrecen públicamente o negocian en el mercado de capitales deben estar legalmente obligadas a ofrecer una información fidedigna, suficiente, efectiva, actualizada, continuada e igual para todos.

2) **Transparencia**, por el cual toda información derivada del mercado de capitales debe ser veraz y completa. Exigiendo de esa forma estándares de Cantidad y Calidad de la Información y una Estructura Tecnológica adecuada a efectos de obtener flujos de información constante de la bolsa de valores. (Art. 65, 59 y 61 de la Ley. 18.045),

3) **Igualdad**, que debe corresponder a una igualdad informativa entre los inversores o accionistas, sancionándose el uso y conocimiento de información privilegiada. Así también tal principio se refleja en el reparto del premio de control con los restantes accionistas en determinados casos. Esa ha sido una de las principales preocupaciones del ejecutivo ante la no-repartición del premio por control en el Mercado Chileno, ya que se afirma, el sobreprecio pagado por el paquete de acciones del controlador ha sido desproporcionado frente a lo cual nuestra postura afirma que el reparto del premio del premio de control va en directo perjuicio de la eficiencia económica y en un detrimento del valor de las acciones de los accionistas minoritarios en un mediano plazo.

Como se ha señalado anteriormente y a partir del estudio realizado de los casos de Opas, en muchas situaciones, por la obligación de repartir el Premio por Control, se ha reducido la probabilidad éxito de la Opa, ya que se ha encarecido la Toma de Control y el beneficio de que una Administración más eficiente controle la Compañía. Pero lo anterior se debe analizar desde dos puntos de vista:

1-) **Compradores del Control**, significa un encarecimiento en los costos de realizar la Oferta misma junto a un desincentivo por cuanto como inversionista no obtendrá mayores beneficios por el Control, ya que a futuro tendrá que repartir los beneficios de aquel, por ello también el interés de Cerrar las Sociedades ya que con ello, no existe la obligación de repartir el Premio por Control a futuro.

2-) **Accionistas Minoritarios**, en las situaciones estudiadas, muchas de las Sociedades han “cerrado” su Inscripción en el Registro de Sociedades Anónimas Abiertas, provocando una mayor Concentración Propietaria y una menor participación accionaria de los Minoritarios en las Sociedades.

Así también, recapitulando, esta regulación no ha logrado impulsar disposiciones, que sobre la base de la realidad económica nacional, estimulen o fomenten una mayor libertad de transacción y eficiencia en la adquisición de acciones de control al establecer por una parte un:

- 1) Sistema de Reparto del Premio de Control Ineficiente
- 2) Sistema De Tramitación de la Oferta que Encarece Costos de la Sociedad Target.
- 3) Sistema de Opas Obligatoria poco atractivo y que disminuye la liquidez.
- 4) Fomento de la Concentración Propietaria.
- 5) Disminución de la inversión por acciones, baja rentabilidad en la Bolsa de Valores.

6) Fomenta la utilización de formas alternativas de Financiamiento de las Sociedades.

7) Baja en el Valor (precio/utilidad) de los Acciones de los Minoritarios.

### **5.1 Desafíos a Futuro del Mercado de Valores**

Tomando en consideración los hechos analizados y las conjeturas planteadas en la actual legislación es preciso señalar que el autor de tesis propone un aumento de mecanismos de autoregulación, con la consiguiente libertad para realizar transacciones de control, conservando el premio por Control para quien lo posea pero regulando los beneficios que se otorgan a estos paquetes accionarios, de forma transparente y cierta, como así ha sido el interés de la nueva Reforma de Capitales II.

La mejor forma de proteger los intereses de los accionistas minoritarios es a partir de un Mercado de Control Corporativo dinámico y eficiente, por ello, es que en este caso la creación y la aplicación de esta norma ha perjudicado en vez de beneficiar a los agentes que participan en el Mercado de Valores.

Entre los principales aspectos que aumentan los costos del Mercado, es decir, el Capital, el Control Corporativo, Bienes y Servicios son las Asimetrías de Información junto a los potenciales conflictos de intereses entre compradores y vendedores.

El Académico de la Universidad de Harvard Tarun Khana, define a un Mercado eficiente como aquel donde resulta fácil unir a Vendedores y Compradores, con el prisma de existir Información veraz y completa.

Por ello, el hecho de que se afirme que existe una expropiación de rentas a los accionistas minoritarios se debe, más que a su reparto, a su origen o a las causas de ella, a los derechos de flujos de caja, asociados a imperfecciones en los estándares contables, transacciones con empresas relacionadas y otros beneficios relacionados con altos sueldos, viajes, etc.

El punto, entonces, consiste en clarificar este tipo de beneficios que se obtienen durante la gestión de la Sociedad, ya que con la certeza de que existe un valor en el control, tanto el inversionista como el controlador tienen derecho a realizar una negociación o transacción accionaria sobre la base del premio por control, siendo la forma para el antiguo controlador de recuperar su inversión.

Lo anterior se traduce en lo siguiente:

1) Mayor Transparencia en la Información y Estabilidad Normativa, lo cual genera una mayor Confianza Pública y facilita la Libertad de Decisión de los Agentes del Mercado.

2) Mejor Fiscalización de la SVS sobre la base de una Regulación Legal de Opas Facultativa, dado por las variabilidad y rapidez con que opera el Mercado.

3) Correcta Asignación de Recursos y Liquidez financiera, el Mercado debe ser el principal parámetro en la decisión de los distintos actores económicos y debe resguardarse la libertad de acción y decisión de ellos.

4) Adecuados y eficaces medios jurisdiccionales para reclamar ante la Autoridad por la infracción de la Normativa de Opas.

# **Indice**

## **Capítulo I.**

<b>Introducción.....</b>	<b>2</b>
1.1) Fundamentos Económicos y Jurídicos en la regulación de las Transacciones entre Sociedades (Liberalización o Regulación Accionaria).....	7
1.1.1) Primacía de la Protección del Inversionista frente a la Eficiencia del Mercado.....	8
1.1.2) Primacía de la Eficiencia del Mercado por sobre la Protección del Inversionista.....	11
1.1.3) Contexto Económico Nacional e Internacional.....	13
1.1.4) Reactivación del Mercado Financiero.....	14
1.1.5) Corolario.....	16

## **Capítulo II.**

### **Desarrollo**

<b>2.1 Opas.....</b>	<b>17</b>
2.1.1) Descripción del Mercado Accionario Chileno.....	17
2.1.2) Caso Chileno: 2.1.2.1) Antecedentes.....	19
2.1.2.2) Breve Análisis del Caso Chispas.....	21
2.1.3) Derecho Nacional y Comparado.....	22

<b>2.2 Ley de Opas (19.705)</b> .....	<b>33</b>
2.2.3) Regulación de la Oferta Pública de Acciones a partir de la Ley 19.705.....	<b>33</b>
2.2.3.1) Soluciones al Problema de la Agencia.....	<b>35</b>
2.2.4) Principales Avances.....	<b>37</b>

### **Capítulo III.**

#### **3. Aspectos Jurídicos y Financieros de la Legislación de Opas en el Mercado Accionario Chileno (Revisión Crítica de la Ley de Opas)**

<b>3.1) Introducción</b> .....	<b>38</b>
<b>3.2) Régimen de Aplicación de Opas en Chile: Un Sistema Mixto con Obligatoriedad Taxativa</b> .....	<b>40</b>
3.2.1) <b>Introducción</b> .....	<b>41</b>
3.2.2) <b>Obligatoriedad General</b> .....	<b>43</b>
3.2.2.1) Excepciones Legales.....	<b>43</b>
3.2.2.2) Excepciones Administrativas .....	<b>44</b>
3.2.2.3) Excepciones Especiales (Normas Transitorias) .....	<b>44</b>
3.2.3) <b>Obligatoriedad Especial:</b> .....	<b>46</b>
3.2.3.1) Art. 69 ter de la Ley de Sociedades Anónimas.....	<b>46</b>
3.2.3.2) Art. 199 c) de la Ley de Mercado de Valores.....	<b>47</b>
3.2.3.3) Art. 209 de la Ley de Mercado de Valores.....	<b>48</b>
<b>3.3. Características de la Oferta y Efectos Negativos por su Presentación</b> .....	<b>52</b>
3.3.1) Carácteres.....	<b>52.</b>
3.3.2) Efectos Negativos por la Oferta.....	<b>54</b>

<b>3.4) Cambio de perspectiva de las Estructuras Societarias.....</b>	<b>55</b>
<b>3.5) Intereses por las Opas y Reparto de Premio.....</b>	<b>57</b>
Por Control:	
<b>3.5.1) Controlador.....</b>	<b>58</b>
3.5.1.1) Equidad y Protección del Derecho de Propiedad de los Accionistas.....	<b>59</b>
3.5.1.2) Eficiencia en el Mercado de Capitales.....	<b>59</b>
<b>3.5.2) Adquirente.....</b>	<b>61</b>
<b>3.5.3) Opinión del Autor.....</b>	<b>62</b>

## **Capítulo IV**

4) Análisis Empírico del Comportamiento y de las Transacciones de Determinadas Sociedades Anónimas Abiertas a partir de la Vigencia de la Ley.....	<b>63</b>
4.1) Análisis General de Casos.....	<b>63</b>
4.1.1) Lista de Opas, desde la Vigencia de la Ley de Opas (20 de Diciembre del 2000).....	<b>63</b>
<b>4.1.2) Casos Estudiados.....</b>	<b>65</b>
4.1.2.1) Seguros de Vida Security.....	<b>65</b>
4.1.2.1.2) Resumen de la Oferta.....	<b>65</b>
4.1.2.1.3) Análisis del Caso.....	<b>67</b>

4.1.1.2) Compañía General de Electricidad-Río Maipo.....	<b>69</b>
4.1.2.3) Codelco. ....	<b>77</b>
4.1.2.4) Bicecorp.....	<b>81</b>
4.1.2.5) Santa Isabel. ....	<b>86</b>
4.1.2.6) Club Hípico Peñuelas.....	<b>89</b>
4.1.2) Corolario.....	<b>91</b>
4.1.4) Inscripción en el Registro de Valores y Concentración de la Propiedad Accionaria. .....	<b>93</b>
4.1.3.1) Cancelaciones Importantes.....	<b>93</b>

## **Capítulo V**

### **Conclusiones**

<b>5. Conclusiones.....</b>	<b>96</b>
5.1 Desafíos del Mercado de Valores a futuro.....	<b>98</b>

## **Capítulo VI**

<b>6. Bibliografía.....</b>	<b>103</b>
-----------------------------	------------

# Capítulo VI

## 6. Bibliografía:

### 1.-) Exposiciones

1) **Material de exposición** sobre un Seminario Realizado en la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de La Universidad (Viernes 4 de Octubre, año 2002)

"Ley de Opas: Aportes Mayoritarios v/s Minoritarios".

> - Alvaro Clarke, Superintendente de Valores y Seguros.

> - Carlos Maqueira, Profesor Escuela de Negocios Universidad de Chile.

> - Daniel Yarur, Director Banco de Crédito e inversiones.

2) **Claudio Illanes del Río**, Texto de Seminario Magister Facultad de Derecho, Universidad de Chile, sobre Ley de OPAS, año 2001, Stgo.

### 2.-) Memorias

1) **Carola Andrea Álvarez**, Memoria sobre Mercado de Control Corporativo en Chile, , Profesor supervisor, Ricardo Rainieri, Stgo. de Chile, 1999, Facultad de Ingeniería, PUC.

2) **Manuel Antonio Bernet** Tesis de Grado sobre el fenómeno de las Opas en el Mercado de Valores, Facultad de Derecho, Universidad Adolfo Ibañez, Prof. Guía Raúl Novoa Galán, año 2001

3) **Francisco Colchero Ducci**, Opas: Posibles Consecuencias del Proyecto de Ley, , Memoria para optar al Grado de Ingeniero Civil de Industrias, con Diploma en Ingeniería Mecánica, Prof. Supervisor: Ricardo Rainieri, Stgo. de Chile, 2000, Facultad de Ingeniería, PUC.

### 3.-) Textos de Estudio

1) **Leopoldo José Porfirio Carpio**, LAS ACCIONES SIN VOTO EN LA SOCIEDAD ANÓNIMA, ,1991, Editorial La Ley, Madrid, p. 19.

- 2) **Alvaro Puelma Accorsi**, Sociedades, , Tomo II, Tít. IV y V, Del Capital y las Acciones, Número B, Limitación legal a la adquisición de acciones mediante Opas Obligatorias.
- 3) **Enrique Alcalde Rodríguez** sobre Regulación en la "Venta de Control" en la Ley de Opas: ¿Un Caso de Inequidad o Simplemente un error?, año 2001, Facultad de Derecho, PUC.
- 4) **Ricardo Sandoval López**, DERECHO COMERCIAL, 1994, Editorial Jurídica de Chile, Santiago, TI,p.466. \*' EL CONTROL DEL PODER SOCIETARIO EN LA GRAN EMPRESA Y LA FUNCIÓN DISCIPLINAR DE LAS OPAS, Javier García de Enterría, en Revista de Derecho Bancario y Bursátil, NO 47, Julio-Sept. 1992.
- 5) **R.Smiley**, THE EFFECT OF THE WILLIAMS AMENDMEENT AND OTHER FACTORS ON TRANSACCION COST IN TENDER OFFERS, , en Industrial Organization Review, 1979.
- 6) **G.Jarrell y M.Bradley**, ECONOMICS EFFECTS OF FEDERAL AND STATE REGULATION OF CASH TENDER OFFERS, , en Journal of Law and Economícs, Oct. 1980,
- 7) **José Enrique Cachón Blanco**, La Bolsa de Valores en España, , 1990, Editorial Gesmadrid.
- 8) **Alvaro Clarke**, “Elementos Conceptuales de la Ley de Opas”, Documentos para la Discusión, Mayo del 2001, Superintendencia de Valores y Seguros.

#### **4.-) Textos Legales y Reglamentarios**

##### **A.-) Nacionales.**

1. Ley 19.705, Ley de Oferta Pública de Acciones.
2. Ley N° 18.045, Ley de Mercado de Valores.
3. Ley N° 18.046, Ley sobre Sociedades Anónimas.
4. Decreto Ley N° 3.500, Sobre administradores de fondos de pensiones.

5. Circular N° 1.514, de 05.01.2001 de la S.V.S., que establece obligaciones de las que se eximirán aquellas ofertas de adquisición de acciones a que se refiere el inciso quinto del Art. 198 de la Ley 18.045

6. Norma de Carácter General N° 104, de 05.01.2001, de la S.V.S. que establece Normas respecto de la Toma de Control y de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones, derogando la Circular N° 608, de 1986.

7. Registro de Sociedades Anónimas Abiertas Inscritas Vigentes a la Fecha del 11 de Junio del 2003, S.V.S

8. Oficio Circular No 2327, de 16.04.99, de la S.V.S.

### **B.-) Extranjeros.**

1. City Code on take-overs and mergers.
2. Real Decreto N° 1197/1991, titulado Régimen de Ofertas públicas de adquisición de valores.
3. Ley italiana titulada "Disciplina de las ofertas de venta, suscripción, adquisición y permuta de títulos".
4. Ley francesa No 89/531, titulada "Sobre seguridad y transparencia de; mercado financiero".
4. Securities Act. de 1933 (EEUU).
6. Securites Exchange Act, de 1934 (EEUU).

### **5.-) Documentos y Artículos extraídos de Internet**

1. "Advertencia: El acogerse al Art. 10° transitorio de la Ley de OPAs puede ser dañino para la salud (de su empresa)" Diario la Segunda, 12 de abril de 2001.
2. "SVS promulga toda la Normativa Referente a Opas", 8 de Enero del 2001, Diario el Mostrador
3. Artículos, "Enfoque Legal, Tomas de Control" B & S Consultoras, Enero del 2002.
4. "Implicancias de la Ley de Opas", La Semana Jurídica, del 15 al 22 de Enero del 2001.

5. “Análisis Jurídico del proyecto de ley sobre ofertas públicas de adquisición de acciones” Axel Buchheister, El autor es abogado de la Pontificia Universidad Católica de Chile e investigador del Programa Legislativo de Libertad y Desarrollo, Informe Trimestral, 2001, Instituto Libertad y Desarrollo.

6. “Ley de Opas, comentario del abogado Álvaro Puelma, Revista Jurídica, Edición de Enero, año 2001.

7. Consultas en diversas páginas web relacionadas:

- a) [www.svs.cl](http://www.svs.cl)
- b) [www.elarea.com](http://www.elarea.com)
- c) [www.bolchile.com](http://www.bolchile.com)
- d) [www.emol.com](http://www.emol.com)
- e) [www.lasegunda.cl](http://www.lasegunda.cl)
- f) [www.latercera.cl](http://www.latercera.cl)
- g) [www.areafinanzas.cl](http://www.areafinanzas.cl)
- h) [www.bolsadesantiago.com](http://www.bolsadesantiago.com)
- i) [www.estrategia.cl](http://www.estrategia.cl)

## **6-.) Entrevistas**

1-.) Franz Miller, Ingeniero Comercial, Asesor Económico de la SVS en Opas

Con fecha, Lunes 2 de Junio del 2003.

2-.) Claudio Lizana, Abogado, Profesor de Mercado de Valores, Escuela de Derecho, Universidad de Chile

3-.) Raul Raffo, Ingeniero Comercial, Asesor Económico y Financiero de la SVS.

4-.) Juan Pablo Uribe, Abogado, Asesor Jurídico, Superintendencia de Valores y Seguros.

5-.) Andres Concha, Secretario General de la Sociedad de Fomento Fabril, en conferencia "El Gobierno Corporativo" organizado por la Sofofa y Ernst & Young Sofofa, jueves 3 de octubre de 2002.

## **7. Archivos de Opas**

1-.) Documentos y Archivos de la SVS, que contienen los Casos de Opas, Av. Libertador Bernardo O'Higgins 1449, Octavo y Noveno Piso. N° de Cajas desde la 833 a 1.432. Cada Archivo contiene los Prospectos, los Avisos de Opas, Publicaciones, Informes de Directores, Resoluciones de la SVS, Oficios del Superintendente, etc.

## Anexos

Presentación en Powerpoint de La Monografía, base de esta tesis, elaborada con Fecha de Diciembre del 2002.

Diapositiva 1



## Preguntas Recurrentes

- ¿Un Avance por la Transparencia o un Retroceso Regulatorio?
- ¿Una Barrera de Ingreso al Mercado de Capitales o una Verdadera Protección al Accionista Minoritario?
- ¿Creación de Oligopolios de Control o Atomización Accionaria?

## CASOS DE OFERTAS PÚBLICAS Y TRANSACCIONES PRIVADAS DE ACCIONES EN CHILE

- ✓ Casos de Sociedades Chilenas Pre-ley de Opas.

### Introducción

- Existen circunstancias que originan conflictos de intereses entre los inversionistas de una compañía :
  - Los cambios de control, fusiones, alianzas estratégicas, adquisiciones mayores o *joint ventures*, otorgan la oportunidad a los administradores o accionistas controladores, para apropiarse de una parte desproporcionada de la transacción, en relación al número de acciones que poseen o a los recursos que han invertido.

## Oferta Pública de Adquisición de Acciones

- Definición:  
La oferta pública de adquisición de acciones, es aquella que se efectúa por personas que expresan públicamente su voluntad de adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en aquellas, hasta alcanzar la cantidad determinada por el oferente, durante el lapso fijado por éste.

## OPAS en Chile

- Entre 1997 y febrero de 1999, ocurrieron catorce grandes casos de opas sobre empresas locales, involucrando recursos por más de M\$2.286.716 (a valor histórico, cada peso remite parasectores de ADR).
- Un 78,5% del monto total correspondió a operaciones efectuadas en 1999 (M\$1.795.419). Ese año, los remates en bolsa asociados representaron aproximadamente un 41% del monto transado en la Bolsa de Comercio de Santiago. Las compras del 32% de Enerjis por parte de Endesa España y del 34,7% de Endesa Chile por parte de Enerjis concentraron un 95,8% de los recursos.
- Sólo en uno de los casos (Endesa España/Sociedades Chispas), las compañías adquiridas tenían una estructura de propiedad conformada por series de acciones, una de las cuales tenía preferencias en términos de control. La polémica suscitada por este caso puso en evidencia la necesidad de regular.

## OPAS en Chile

Sector / Compañías Objetivo	Nº de casos	Monto (M\$)	%Monto
<b>Energía</b>			
• Chilex, Sercas, Sadaq, Sadaq y Global, Enxergas y Enxer	6	2.132.396	93,3%
<b>Servicios Financieros</b>			
• AFP Hábita, Sannoch, Chile Hábita, Banco Baf, Banco Saurip, AFP Sana María	5	31632	1,4%
<b>Otros</b>			
• Sana Total, Lnd Cochran, Corporación	3	71.082	3,1%
<b>Total</b>	<b>14</b>	<b>2.286.716</b>	<b>100,0%</b>

Este mes y mayo de octubre, se han anunciado dos nuevas Opas: Anglo American por Enxer con Monto Mensual Bienes (M\$4546 141) y Ferrovial Aisasa por Ferrovial Chilegas (M\$4537 030). En un día, en los próximos 60 días se han efectuado la Opas de Ferrovial Chilegas por Matías Pineda Chilegas (M\$453 061) Monto Total opas anunciadas: M\$4526 232

## OPAS en Chile

- En la mayoría de los casos, la Opa se asoció a procesos previos (recientes) de transacciones privadas de paquetes accionarios de control.

Compañía	Comprador / Pasado	Fecha Trans. Control	% Adquirida	Fecha OPA	% Alcanza control en OPA
Teck Int'l	Yabari / Estado Chile	Marzo '97	18,58%	Enero '98	32,81%
OFF Babel	Chilary / CIBC	abril '96	19,81%	Marzo '98	12,88%
Luz Chile	E.E. Bechtel / Icom, Los Magueños	Marzo '96	11,8%	Julio '98 - Octubre '98	12,88% - 11,4%
Compañía Chilena	Chilary / Grupo Polimiliter	Enero '98	12,21%	Marzo '98	12,77%
Endesa	Instituto de Inver. / Inver. España	enero '98	29,22%	Octubre '98	18,88%
Empresas	Instituto de Inver. / Chilegas	abril '98	18,21%	Enero '98	9,77%
Enx	CBC / Sigla Sogamos	agosto '98	11,77%	Enero '98	24,21%

## OPAS en Chile

- Entre las posibles causas de la seguidilla de Opas ocurridas en ese tiempo, destacan:
  - la coyuntura de bajos precios de las acciones;
  - el relativo bajo costo de financiamiento de capital en el exterior para las compañías extranjeras que actuaron como compradores; y,
  - la promulgación de una normativa que regulaba estas operaciones y que protegía a los accionistas minoritarios.

## Opas en Chile: Análisis de Casos

### Endesa España anuncia OPA por sociedades Chispas

- Las sociedades Chispas tenían el 29,06% de las acciones de Enx, siendo sus controladores (agosto 1997).
- Este es el único de los casos en que las compañías objetos de la oferta, las llamadas sociedades Chispas, tenían dos series accionarias en que una de ellas gozaba del derecho de control.

	Nº Directores a elegir	% Acciones Emitidas
Serie A	4	99,94%
Serie B (de ejecutivos)	5	0,06%
Total	9	100,00%

## Opas en Chile: Análisis de Casos

### Endesa España anuncia OPA por sociedades Chispas

- Algunos Aspectos discutibles de la operación:
- Endesa España pagó tres precios distintos en la oferta, diferenciando por serie y por tipo de accionista, aún cuando en este último caso todos tendrían un activo con iguales derechos.

A los tenedores de la serie B (ser ejecutivos) se les ofreció pagar \$300.000 por acción. Esto es un 91.000% más que el precio pagado por las acciones serie A de propiedad del público en general.

A l público en general, tenedor de las acciones serie A, se les pagó \$30 por acción (15,3% menos que a los trabajadores, directores y ex trabajadores tenedores de esa serie).

Así, del monto total invertido por Endesa España, un 37% fue recibido por los tenedores de la serie B, quienes sólo poseían un 0,06% de l capital.

## Comparación : Concentración Propietaria

Principales accionistas	D&S	Andina	Santander
tres principales accionistas (%)	75,55	68,55	98,84
12 principales accionistas (%)	98,22	92,43	99,54
	bm	GE	Microsoft
tres principales accionistas (%)	0,0266	0,088	0,122
12 principales accionistas (%)	0,17	0,188	0,22

## Objetivos del proyecto de Ley

- Se cambia el régimen legal de la Ley de Mercado de Valores a fin de garantizar la protección a los accionistas, la transparencia de la información y el trato igualitario para accionistas con derechos equivalentes.
  - entre otros se intenta dar solución a los conflictos que surgen entre los accionistas de una compañía ante la existencia de un posible intento por tomar el control de ésta.
- Se modifica la legislación sobre S.A. al establecerse un conjunto de normas que regula el gobierno corporativo con el objeto de:
  - proteger en forma adecuada y resguardar los derechos de los accionistas minoritarios y de los inversionistas no controladores y;
  - mejorar los mecanismos de autorregulación al interior de las sociedades anónimas.

## Principios del Proyecto de Ley



## Proyecto de Ley en Chile

### Aspectos principales: Tomas de Control

**I  
N  
F  
O  
R  
M  
A  
C  
I  
O  
N**

- Cuando alguien desea tomar el control debe revelar tal intención.
- El directorio de la compañía objeto de Opa debe elaborar un informe con recomendación a sus accionistas.

**O  
T  
R  
O  
S**

- La oferta debe estar dirigida a todos los accionistas (a pro rata) en igualdad de condiciones de precio.
- Se fija un plazo mínimo para la vigencia de la oferta.
- Exigencias de garantía de seriedad de la oferta.

## Puntos de discusión de la Ley

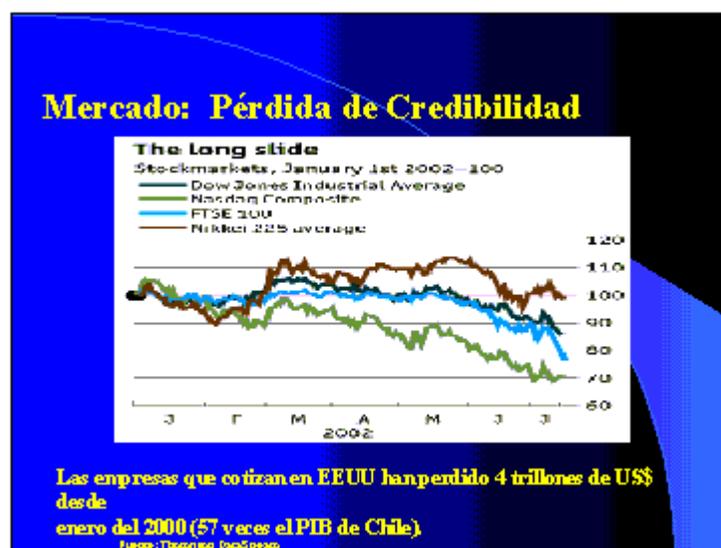
- El período de transición de tres años para que los actuales controladores de empresas puedan vender el control sin necesidad de recurrir a una OPA, evita que se aceleren las decisiones de cerrar empresas y retrase salida a bolsa (en la ley se exige realizar una OPA por al menos el 10% del capital).
- La obligatoriedad de realizar una OPA bajo ciertas condiciones establecidas por la SVS cuando se desea acceder a su control, en forma indirecta, a través de su sociedad controladora, intenta proteger los intereses de los accionistas minoritarios de la sociedad controlada, evitando redistribuciones de riqueza (esto último se observa claramente al comprar control vía sociedades de inversión).
- El comprador, al tener que revelar su intención, entrega información valiosa al mercado y eliminando ruido. Por otra parte, la opinión del directorio de la compañía objeto de la OPA contribuye a la generación de información.

## Puntos de discusión de la Ley

- La obligación de realizar una OPA por todas las acciones restantes de la compañía cuando se ha alcanzado los 2/3 de la propiedad, intenta:
  - Dar una puerta de escape al accionista minoritario ante la caída en la liquidez de sus títulos e intereses divergentes del controlador. Es importante recordar que con 2/3 se tiene el *quorum* suficiente para hacer variados cambios en la empresa.
  - Sin embargo, no es menos cierto que, por otro lado, se podría estar forzando la salida de boca de compañías, reduciéndose la liquidez del mercado como un todo y las posibilidades de diversificación para los inversionistas.
- Demasiadas regulaciones a las transacciones relacionadas podrían no contribuir a la maximización del valor de las compañías. Esto, por cuanto podrían impedir la realización de proyectos que beneficiarían a todos los accionistas, dada la excesiva cautela y aprehensiones de los minoritarios.

## Desafíos a futuro

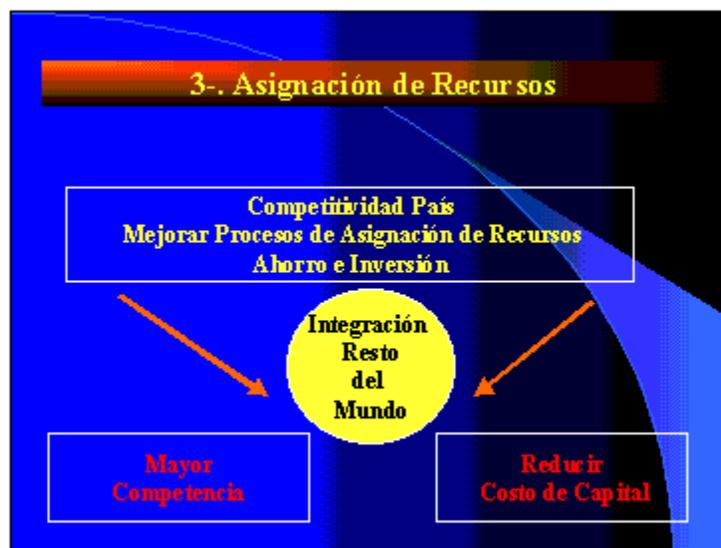
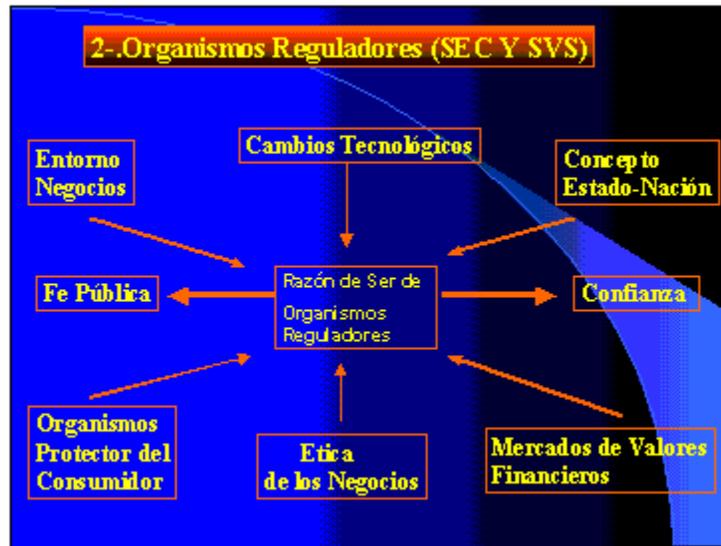
- 1) **Transparencia en la Información**
- 2) **Mayor Fiscalización que Regulación (Caso a Caso)**
- 3) **Correcta Asignación de Recursos**
- 4) **Desafío del Mercado de Capitales**



Este recuadro muestra la abrupta caída de los mercados una vez que se fueron conociendo los escándalos financieros. Como muestra de ello las principales bolsas del mundo han presentado importantes caídas:

Bolsa	Caída
Dow Jones	-17.5%
S&P500	-25.72
Nasdaq	-35.29
FTSE	-23.02
NIKKEI	-9.03
IPSA	-17.65

*Cifras al viernes 26 de julio 2002.*





- ### Desregular cuando la regulación destruye valor
- La desregulación abre nuevas oportunidades de negocios
  - Los inversionistas pueden recibir un mejor servicio
  - Aumenta la competencia y se reducen los costos



Éxito de la Oferta









