

**CONCEPTO DE CONTROL, MERCADO DE CONTROL
CORPORATIVO Y ALCANCES EN NUESTRA
LEGISLACIÓN VIGENTE**

Memoria para optar al grado de Licenciado en Cs. Jurídicas y
Sociales

Profesor Guía: Domingo Valdés Prieto

Mario Valderrama Venegas

Julio 2006

Agradecimientos

Agradezco al Profesor Don Domingo Valdés Prieto por su significativo aporte en este trabajo. Agradezco especialmente a mi familia por su permanente estímulo, cariño y apoyo incondicional.

EL AUTOR

ÍNDICE

BREVEVIATURAS _____	5
RESUMEN _____	6
INTRODUCCIÓN _____	7

***CAPÍTULO I CONCEPTO DE CONTROL CORPORATIVO* _____ 9**

I.1 Concepto de control corporativo en la Ley, doctrina y jurisprudencia	9
I.2 Nuestra opinión: Concepto de Control Corporativo en Chile _____	14
I.3 Análisis jurisprudencial _____	22
I.4 Alcance en nuestra legislación del concepto normativo de control ____	28
I.5 Mecanismos de control _____	39

***CAPÍTULO II MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO* _____ 48**

II.1 Planteamiento del problema: Teoría de la Agencia o mandato ____	48
II.2 Sistemas de financiamiento de la empresa y mercado de control corporativo _____	51
II.3 Debate acerca de cual es el modelo más adecuado para generar desarrollo económico _____	60
II.4 Mercado de Control Corporativo: el caso Norteamericano _____	66
II.5 Importancia y evolución del mercado de control corporativo _____	76

II.6 Mercado de control corporativo en Chile: Evidencia empírica. ____ 79

CAPÍTULO III VALOR DEL CONTROL, PREMIO DE CONTROL Y SU PROPIEDAD: ANÁLISIS CRÍTICO. _____ 86

III.1 La hipótesis del premio de control como reflejo de extracción de valor _____ 87

III.2 El premio de control como incentivo a la creación de valor _____ 93

III.3 Propiedad del premio de control _____ 95

TEORÍAS QUE SEÑALAN QUE EL PREMIO DE CONTROL ES DE TODOS LOS ACCIONISTAS. _____ 96

EL PREMIO POR EL CONTROL PERTENECE AL CONTROLADOR SALIENTE: NUESTRA OPINIÓN. _____ 97

CONCLUSIONES _____ 101

BIBLIOGRAFÍA _____ 106

Breviaturas

AFP	ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE PENSIÓN
LMV	LEY 18.045 LEY DE MERCADO DE VALORES
LSA	LEY 18.046 LEY DE SOCIEDADES ANÓNIMAS
OPA	OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES
OPAS	OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES
SA	SOCIEDAD ANÓNIMA
SEC	SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION.
SVS	SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y SEGUROS

Resumen

El presente trabajo busca definir el concepto de control corporativo y su alcance en nuestra legislación vigente. También pretende establecer la diferencia entre sistemas de financiamiento orientados hacia la banca u orientados hacia el mercado y su incidencia en el control corporativo y la estructura de propiedad de las sociedades.

Introducción

Para la legislación de mercado de valores es fundamental el concepto de control. Las consecuencias jurídicas de determinar quien es titular del control de una sociedad anónima son trascendentales ya que, en términos generales, se puede afirmar que de esta categoría dependerán los deberes de información exigidos por la ley de Mercados de Valores y también la procedencia o no de una Oferta Pública de Adquisición de Acciones. Sin embargo, el concepto de control no está definido expresamente por la ley. La Superintendencia de Valores y Seguros asimila el concepto de control con la definición legal de controlador. En este trabajo se discrepa parcialmente de tal interpretación y se ofrece una alternativa de concepto de control.

Se analiza, a continuación, el mercado de control corporativo como mecanismo externo de vigilancia de la administración de una sociedad anónima. El análisis comienza realizando la distinción entre sistemas de financiamiento orientados hacia la banca, como en el caso de Europa continental, y los sistemas de financiamiento orientados hacia el mercado, principalmente el caso de Estados Unidos de América. En esta parte se ofrece una panorámica respecto del debate sobre la conveniencia para la economía de la elección de uno u otro modelo.

Enseguida, se analiza la evidencia empírica que sugiere que las tomas de control son beneficiosas para todos los accionistas, ya que disciplinan la administración en torno a los intereses de los propietarios y evitan la conducta oportunista, y, en consecuencia, la política legislativa deseable es favorecerlas.

Analizaremos, finalmente, que la evidencia empírica disponible que sugiere que en Chile no existe el mercado de control corporativo. Ello se debe principalmente a la distribución de la riqueza propia de economías emergentes y a la orientación hacia la banca respecto del financiamiento de las sociedades.

CAPÍTULO I CONCEPTO DE CONTROL CORPORATIVO

En este capítulo analizaremos el concepto de control corporativo, el estado de la cuestión en nuestro país. Confrontaremos el concepto de control de hecho y nuestro concepto normativo de control junto con las consecuencias de cada uno de ellos. También revisaremos la jurisprudencia administrativa y de nuestros tribunales de justicia sobre la materia.

El presente análisis se basará en el contexto del mercado de valores chileno. Así, a pesar de reconocer que en el ámbito del derecho comparado, el concepto de control es mucho más flexible, creemos conveniente por razones de eficiencia y predictibilidad de las decisiones judiciales enfocar nuestro concepto de control en los criterios normativos establecidos en la LMV. Sin embargo, nuestro concepto no es idéntico a la definición legal de controlador como analizaremos más adelante.

a) Análisis doctrinario: estado de la cuestión en Chile

En doctrina nacional se ha discutido acerca del concepto de control centrado particularmente en el concepto de controlador. Un sector de la doctrina sostiene que el concepto de control se encuentra vinculado normativamente al concepto de controlador, en cambio, otro sector de la doctrina sostiene que en nuestra ley se acepta un concepto de control de hecho.

De esta forma, PFEFFER¹ representa a la corriente que asimila el concepto de controlador que se da en los artículos 97 y siguientes de la LMV con el concepto de control, dándole a aquél el carácter de “concepto legal de control”. Sin embargo, no existe una reflexión acerca de las razones que lo conducen a ese resultado. Señala que “desde el punto de vista legal, el concepto de control ha recibido una *expresa* consagración” en los artículos 97, 98, y 99 de la LMV. Continúa este autor - luego de citar los artículos 97 y ss de la LMV - que de lo contenido en la ley se puede concluir que lo esencial del concepto legal de controlador² es el poder de tomar las decisiones estratégicas y operativas de una empresa. Por último, señala este autor que de las letras del artículo 97 no pueden diferenciarse dos formas distintas de control, como son el control “legal” y el control “de hecho” o “fáctico”.

En suma, podemos resumir esta posición en lo siguiente: 1) El concepto de control tiene consagración legal expresa en los artículos 97 y ss. de la LMV; 2) Derivado de lo anterior, sostiene que el concepto de control es uno solo, y es una definición legal (del título XV de la LMV), excluyendo formas o mecanismos de control alternativos, como las formas “de hecho”.

¹ PFEFFER URQUIAGA, Francisco. Nuevas regulaciones en las tomas de control y oferta pública de adquisición de acciones. Revista Chilena de Derecho. Vol. 28 (1): 2001, Sección Estudios.

² PFEFFER URQUIAGA, Francisco. Op. Cit. P.124 Señala el autor: “De lo anterior se sigue que lo esencial al concepto legal de controlador estriba en la facultad de tomar las decisiones estratégicas y operativas de una empresa, en cuanto ello solo es posible si se tiene la mayoría en los órganos de decisión o sin tener esa mayoría, se tiene igualmente la capacidad para influir decisivamente en los órganos de administración de la compañía mediante acuerdo de actuación conjunta. Tal capacidad se tiene porque se (tiene) la propiedad sobre un número suficiente de acciones que permitan asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores, o también se tiene, sin ser titular directa o indirectamente tal propiedad, porque se tiene un acuerdo de actuación conjunta que permite participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma” Sin embargo al incluir en este párrafo parte del concepto que dan Cabrera, De la Cuadra y otros, cae en inconsistencia, puesto que de la definición de aquellos no es normativa., sino más bien de carácter sociológica.

Una segunda posición la sostiene ALCALDE quien señala que el concepto de controlador que da la ley, es efectivamente un concepto de control, es decir, este autor tampoco cuestiona si el concepto de controlador legal es realmente asimilable al concepto de control.³ Si bien en principio ALCALDE se plantea como antagonista de la posición de PFEFFER, en efecto, si se analiza con detención sus artículos, ambos coinciden en algo central a la discusión del concepto de control, como es que, en opinión de ambos, el concepto de controlador, es sin duda, el concepto legal de control⁴.

La discusión se enmarca en torno a si el concepto de controlador es sólo el que dan los artículos 97 y ss, o si la ley acepta otro concepto de control. Es decir, si la ley toma como único el concepto de control (derivado del de controlador) contemplado en el título XV, o si existe otro. Según ALCALDE la respuesta es afirmativa, puesto que el artículo 203 habla de “controladores efectivos”. En consecuencia, la ley acepta aparte del concepto legal de control de los artículos 97 y ss., el cual denomina “control legal”, un control “de hecho” o fáctico”.

³ ALCALDE RODRIGUEZ, Enrique. Regulación sobre la “venta del control” en la ley de OPAS ¿ un caso de iniquidad o simplemente un error?. Revista Chilena de Derecho, Vol. 28(3): 2001. Señala el profesor Alcalde: “Con todo, en razón de su importancia para los aspectos que se abordarán al tratar del derecho de propiedad sobre este tipo de bien, conviene consignar que más allá del concepto que *explícitamente se recoja en la ley* (por lo demás con contornos bastante imprecisos) aquella reconoce la posibilidad de tener un control de hecho, fáctico o efectivo sobre una sociedad anónima, el cual no coincide necesariamente con su propia definición del tema

⁴ Una frase que ilustra de forma clara la confusión conceptual de Alcalde, y la inexplicable falta de rigurosidad en la lectura de la ley es la siguiente. Señala el profesor Alcalde: “Así, por ejemplo, mientras en su artículo 97 alude al “control” a secas o sin otro apelativo, en el artículo 203, letra a)-referido al prospecto en que constan los términos y condiciones de una OPA-se exige individualizar los “controladores efectivos” del oferente. Resulta claro, de la sola lectura de la ley, que en el artículo 97 jamás se hace una referencia al “control” a secas. En ALCALDE, Enrique. Op. Cit. P. 605

Podemos resumir esta posición en lo siguiente: 1) Considera que el artículo 97 da expresamente un concepto de control; y 2) Sostiene que la ley, además del concepto legal de control que se da expresamente en los artículos 97 y ss., acepta otro tipo de control, en sus palabras “fáctico” o “efectivo” basado únicamente en lo que señala el artículo 203 de la LMV.

Una tercera posición en la doctrina nacional es la de LUCO⁵. Este autor hace un análisis crítico de la definición de controlador establecida por los artículos 97 y ss., señalando que no necesariamente debería coincidir con la expresión “control” que se da en el artículo 54. Así, el autor cree que la definición de controlador que se da en la ley, no es *per se* traducible a una definición de control.

Este autor sustenta su afirmación en un argumento histórico de la ley 18.660, la cual reformó la ley 18.045. Dado que dicha ley fue creada para develar ciertos vínculos entre empresarios que eran difíciles de fiscalizar, la reforma vino a definir una serie de conceptos con el fin de traslucir dichos vínculos, y así se llegó a las definiciones de “grupo empresarial”, “controlador”, y “acuerdo de actuación conjunta” entre otros⁶.

⁵ LUCO ILLANES, Nicolás. Protección a los accionistas minoritarios frente a la toma de control de una sociedad anónima abierta. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. Vol. 22 No 3. 1995. pp. 417-438

⁶ Se señala por LUCO: “Desde ya el concepto de controlador que da el artículo 97 sigue a una definición que el artículo 96 hace de “grupo empresarial”, definición en la que se utiliza el concepto de “controlador”. La ley 18.660 define “grupo empresarial” para denotar la actuación de varias empresas guiadas por intereses comunes (intereses comunes, falta de dependencia absoluta). Este concepto se crea para, con fines de fiscalización, dejar en evidencia los muchas veces sutiles, velados, y rápidamente cambiantes vínculos entre empresas. En este contexto, “controlador” es algo distinto a la toma de control en que una empresa “cambia de dueño” y lo que se pretende es proteger a los pequeños accionistas frente a esta modificación de las circunstancias (artículo 54, título IX)” En LUCO, Nicolás. Ob. Cit. P.420.

Luego de realizar el referido análisis, este autor prosigue a sostener que “En todo caso, el punto no es claro y convendría que el legislador lo precisara fijando porcentajes tal vez inferiores a los de 50% pero, en todo caso, superiores a los del artículo 99”, también afirma que “Es obvio que no es necesario proteger a los accionistas minoritarios frente a una adquisición de un paquete accionario de 25%”⁷. De lo expuesto por el autor podemos concluir que, a pesar de no creer que el concepto de controlador del título XV es igual a un concepto de control, no es partidario tampoco de aceptar formas de control “de hecho” o “fácticas”, y esto resulta obvio, dado que solicita una reforma del legislador en la cual “aclare” el concepto de control y de porcentajes que sean menores de 50% y mayores de 25%. Se deduce que el autor es partidario de un concepto legal de control, de carácter mayoritario. Lo desconcertante, sin embargo, de esta línea argumentativa es que se afirma como obvio, pero sin dar razón alguna, que no es necesario proteger a los accionistas minoritarios frente a una adquisición de un paquete accionario de 25%. Según la posición de este autor, se puede sostener que es imposible o inverosímil que un accionista o grupo de accionistas controle una sociedad con menos de un 25% y por tanto reafirmando su favoritismo por un control legal de corte mayoritario, y excluyendo formas de control de hecho o fácticas.

Podemos resumir la posición de LUCO en lo siguiente: 1) El autor cree que el concepto de controlador legal no es necesariamente traducible a un concepto de control; 2) El autor (implícitamente) es partidario de consagrar a nivel legal sólo una forma de control de corte mayoritario, excluyendo mecanismos de control de hecho o fácticos.

⁷ LUCO ILLANES, Nicolás. Ob. Cit. P.420.

1.1 NUESTRA OPINIÓN: CONCEPTO DE CONTROL CORPORATIVO EN CHILE

El concepto de control se puede entender en un sentido sociológico (sentido amplio) y en un sentido normativo o jurídico. Se ha sostenido que el control es “la facultad de tomar las decisiones estratégicas y operativas de una empresa, las que afectan sus flujos presentes y futuros”⁸ Este tipo de control lo denominó sociológico ya que carece de diferenciación normativa. En toda sociedad anónima existe alguien que toma decisiones operativas o estratégicas, sin embargo, no permite determinar quien es el titular (en sentido jurídico) del control y sobre quien recaen los deberes establecidos por la LMV. Siguiendo este concepto el titular del control podría ser un gerente, el directorio, la junta de accionistas, el comité de directores, ect, en la medida que tomen decisiones dentro de la sociedad. Para este concepto basta con tener poder de tomar decisiones en una sociedad, y de esta forma se podría sostener la hipótesis absurda hacer procedente una Oferta Pública de Adquisición de Acciones (OPA) por el nombramiento o remoción de un gerente en aplicación del art. 199 a). Este concepto amplio de control siempre estará presente en una sociedad pero, como hemos visto, carece de toda operatividad razonable. En nuestra opinión a este concepto es equivalente a la noción de control de hecho sostenida por ALCALDE.

Un concepto normativo de control es aquel que se puede desprender del Derecho vigente⁹.

⁸ CABRERA, Ángel et al. Regulación de las transferencias de control corporativo: Discusión teórica e implementación empírica. Serie documentos de discusión. Superintendencia de Valores y Seguros. 2000.

⁹ El sistema legal de EEUU define expresamente control como “control is the term (including the term controlling, controlled by and under common control with) means the

Desde el punto de vista gramatical el diccionario de derecho *Blacks Law Dictionary* señala que control es “La facultad directa o indirecta de dirigir la administración (directorio) y las estrategias de una sociedad, sea esto a través de propiedad sobre la misma (y por lo tanto votos en la sociedad), por contrato¹⁰ o de alguna otra forma”¹¹. Este concepto vincula el control corporativo a la capacidad de “dirigir” a la administración a través de variados mecanismos. En términos generales nos parece correcta esta definición pero tiene el defecto de no especificar suficientemente los mecanismos por los cuales se puede concretar dicho control dentro de la sociedad anónima al decir que “de alguna otra forma”, en consecuencia, no es posible, bajo este concepto, determinar el destinatario de los deberes establecidos para los titulares del control en la LMV..

También resulta insuficiente conforme a nuestro sistema legal la definición del profesor JENSEN, quien sostiene que el control es: “el derecho a elegir la administración de la sociedad- esto es el derecho de contratar, despedir y determinar el nivel de remuneración de los ejecutivos de primera línea”¹². En Chile, en nuestra opinión, el órgano que tiene la administración en una sociedad es el directorio y los gerentes son mandatarios del directorio como analizaremos más adelante.

possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting securities, by contract, or otherwise. 1934 act Rules. Regulation 12B, en HAZEN Thomas Lee. Securities Regulation. Selected Statutes, Rules and form. Pag 835.

¹⁰ Concluimos que el diccionario al hablar de contrato en esta definición se refiere a cualquier pacto de actuación conjunta en el sentido del Art. 98 de la LMV.

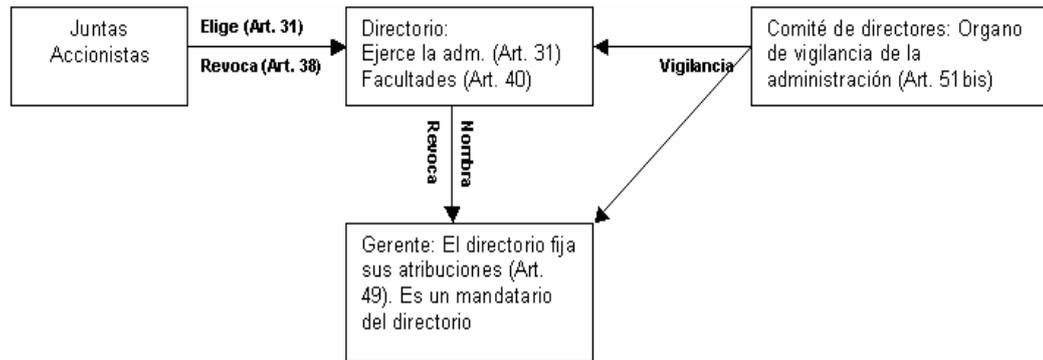
¹¹ GARNER, Bryan A. (editor). Black’s Law Dictionary. St. Paul, MN. 8th Edition. Thomson West. 2004. p. 353. La traducción del concepto es nuestra. El original es: “The direct or indirect power to direct the management and policies of a person or entity, whether through ownership of voting securities, by contract, or otherwise”

¹² JENSEN, Michael y RUBACK, Richard, The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*, (11): 1983. La traducción del concepto es nuestra. El original es: “We define corporate control as the rights to determine the

El concepto de control en nuestro sistema legal, debe derivarse de una interpretación sistemática de las disposiciones contempladas en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Mercado de Valores. Para ello es necesario analizar de manera esquemática como se estructura la administración de la sociedad anónima.

Así la sociedad anónima se distingue la junta de accionistas, el directorio, los gerentes y en algunos casos la ley obliga a conformar el comité de directores. Conforme al art. 31 la administración de la sociedad anónima la ejerce un directorio elegido por la junta de accionistas. Además conforme al art. 38 es la misma junta de accionistas la que tiene la facultad de revocarlo en su totalidad. Conforme al art. 40 el directorio de la SA esta investido de todas las facultades de administración y disposición que la ley o el estatuto no establezcan como privativas de la junta general de accionistas, sin que sea necesario otorgarle poder especial alguno. Así se puede sostener que el directorio es un órgano de la sociedad. A su vez, el gerente es un mandatario del directorio siendo nombrado, revocado y fijadas expresamente sus facultades éste en conformidad al art. 49 de la LSA. Conforme al art. 50 bis en aquellas sociedades que tengan un patrimonio bursátil superior a 1.500.000 unidades de Fomento deberán constituir un comité de directores conformado por 3 miembros la mayoría de los cuales deberá ser independiente del controlador.

management of corporate resources- that is, the rights to hire, fire and set the compensation of top-level managers”.



Además de estas disposiciones se encuentra el art. 97 de la LMV¹³ que define controlador¹⁴. Dicha disposición nos entrega criterios normativos para determinar que es control a pesar que fue establecida para otros fines. No cabe duda que dicha definición tiene como requisito indispensable para poder ser controlador tener participación en la propiedad de la sociedad. La propiedad en la sociedad se expresa indudablemente en la junta de accionista, y como requisito copulativo que

¹³ Este artículo fue establecido para resolver el problema del “levantamiento del velo corporativo”. Dicha doctrina ha sido desarrollada en los Estado Unidos, principalmente por los tribunales que comenzaron a buscar una fórmula para enfrentar la instrumentalización de las sociedades de responsabilidad limitada (Limited Liability Company). Esta teoría ha sido denominada como “to lift the veil”, indicando que lo que se pretende por la jurisprudencia norteamericana es evitar el abuso que se puede hacer de la personalidad jurídica, no anulando la sociedad, sino que en casos concretos de abusos que puedan cometerse, dictando una sentencia justa y para los efectos concretos de un pleito, desestimando o desconociendo la personalidad jurídica, ya sea en caso de fraude a la ley o de abuso del derecho para evitar consecuencias dañosas para terceros. Así se ha afirmado que El hecho sometido a examen debe revelar algún abuso del privilegio de la personalidad jurídica en la situación de que se trate, o la necesidad de limitarlo para hacer justicia”, PUELMA, Álvaro, Sociedades, Tomo I, Editorial Jurídica de Chile, Santiago. 1996.

¹⁴. Los fines de esta disposición son: a) Entregar al mercado información que permita una mejor evaluación de los riesgos implícitos en la inversión en valores emitidos por entidades pertenecientes a un determinado grupo o emitidos por instituciones financieras comprometidas con ellas; b) Reconocer los potenciales conflictos de interés que pueden presentar los negocios de las sociedades anónimas abiertas con sus personas relacionadas, con el objeto de que los inversionistas puedan defender adecuadamente sus derechos a través de los mecanismos que les otorgan tanto el mercado como la legislación vigente, y c) Entregar herramientas objetivas para regular la diversificación mínima a que deben someterse algunos inversionistas institucionales que captan ahorros de lo público en general especialmente los fondos mutuos y las compañías de seguro.

pueda asegurar a la mayoría del directorio o la administración, o influir decisivamente en la sociedad a través del umbral fijado por el legislador siendo este la propiedad del 25% del capital con derecho a voto. El artículo 99 define la letra b) del artículo 97. Establece que “influye decisivamente en la administración de la sociedad o en la gestión de una sociedad toda persona, o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, controla al menos un 25% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones”.

La propia ley establece algunas excepciones. La primera excepción es que exista otra persona, u otro grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que controle, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, un porcentaje igual o mayor: Así la ley reafirma que control no es sólo un porcentaje de las acciones sino que es *superioridad en el porcentaje de acciones que se manifiesta a través de la Junta de Accionistas y, en consecuencia, preeminencia en la administración de la sociedad por medio del Directorio.*

La segunda excepción es que no controle directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas más del 40% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones, y que simultáneamente el porcentaje controlado sea inferior a la suma de las participaciones de los demás socios o accionistas con más de un 5% de dicho capital. Para determinar el porcentaje en que participen dichos socios o accionistas, se deberá sumar el que posean por sí solos con el de aquellos con quienes tengan acuerdo de actuación conjunta; Así la ley establece que, a pesar de tener más del 25% del capital con derecho a voto, *se requiere tener tal cantidad de acciones que permita superioridad respecto de cualquier otro grupo de*

accionistas que pudieran confrontar dicha superioridad del titular del control.

Así en definitiva, control corporativo- desde la perspectiva jurídica- es el poder o preeminencia en los órganos administrativos de la sociedad en razón de tener las acciones suficientes, en la junta de accionistas, para nombrar y revocar al directorio.

Con esta definición queda descartado el control de hecho ya que necesariamente se debe ejercer las facultades o poder de decisión a través del órgano soberano en la SA que es la Junta de Accionistas.

Se puede criticar esta noción por ser formal, sin embargo, no cabe duda que desde el punto de vista práctico tiene ventajas la noción normativa del control debido a la certeza jurídica que proporciona y particularmente frente a la falta de especialización en este tipo de materias de los Tribunales de Justicia.

El umbral del 25% establecido por el legislador es un límite razonable y consistente con nuestro mercado de valores porque estadísticamente casi no se encuentran ejemplos de sociedades con propiedad tan atomizada que permita sostener que con un porcentaje inferior al 25% de la propiedad en el capital accionario se pueda designar a la administración.

Además se podría criticar que esta noción es idéntica a la que establece el art. 97 y 99 respecto al controlador, sin embargo, ello no es así. Nuestra noción requiere un vínculo en la propiedad de la sociedad que se manifiesta en la Junta de Accionistas, en cambio en la noción de controlador se acepta la hipótesis que un acreedor puede ser miembro de un grupo controlador. Lo anterior se colige de las siguientes disposiciones: la definición de grupo empresarial del art. 96 de la LMV

establece que grupo empresarial es el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten. Forman parte del mismo grupo empresarial c) Toda entidad que determine la SVS considerando alguna de estas circunstancias: 2. Que la sociedad tiene un significativo nivel de endeudamiento y que el grupo empresarial tiene importante participación como acreedor o garante de dicha deuda. Por su parte el art. 98 inc 2 establece que *se presumirá acuerdo de actuación conjunta entre sociedades pertenecientes al mismo grupo empresarial*. Finalmente El art. 97 inc. final cuando un grupo de personas tiene acuerdo de actuación conjunta para ejercer alguno de los poderes señalados cada uno de ellos se denominará miembro del controlador. De esta forma, la el concepto de control como sinónimo de controlador, en el sentido de PFEFFER, trae como consecuencia aceptar que el control también se puede ejercer por una sociedad que tiene vínculos de acreedor o garante de una deuda respecto de la sociedad controlada. Nosotros consideramos poco razonable dicha alternativa ya que la constitución de una garantía en una deuda no tiene entidad suficiente para gatillar una OPA y tampoco se ajusta a los fines de dicha regulación-

Nuestra posición se puede resumir en 1- Lo razonable es entender el control en sentido normativo analizando sistemáticamente nuestro sistema legal. 2- Existen buenas razones para sostener que control no es idéntico a controlador en el sentido del art. 97 de la LMV. Así, nos alejamos de la noción de PFEFFER 3-, a pesar de su establecimiento para fines diferentes aceptamos los criterios normativos establecidos por

el art. 97 de la LMV ya que nos permiten sostener un concepto de control operativo en nuestro sistema legal.

1.2 ANÁLISIS JURISPRUDENCIAL

Lamentablemente la jurisprudencia respecto al concepto de control corporativo resulta ser bastante escasa. A continuación analizaremos la jurisprudencia judicial y administrativa de mayor relevancia.

En nuestra jurisprudencia administrativa, el oficio reservado No 229 de fecha 18 de Noviembre de 2004 resulta ser sin duda el más gráfico respecto del concepto de control que tiene la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS).¹⁵ En opinión de la SVS la definición de controlador equivalente a una definición de control¹⁶.

Después de citar el artículo 97 de la LMV, se sostiene lo siguiente: “De lo señalado en la norma antes citada, y en concordancia con la historia fidedigna de su establecimiento, se desprende que el control de una sociedad anónima sujeta a las normas de la ley 18.045, requiere del controlador la participación propietaria directa o indirecta en el capital accionario de la misma y que dicha participación sea tal que permita a su titular cualquiera de las siguientes actuaciones, a saber: a) controlar la mayoría de los votos en las juntas de accionistas y designar la mayoría de miembros del directorio, o b) ejercer influencia decisiva en la administración de la sociedad.” De lo señalado podemos concluir que la SVS se condice plenamente con lo que señala la ley de mercado de valores en su título XV.

¹⁵ OFICIO RESERVADO NÚMERO 229. Respuesta a consulta del Sr. José María Eyzaguirre Baeza. Superintendencia de Valores y Seguros. 18 Noviembre 2004.

¹⁶ OFICIO RESERVADO 229. ob cit.

Nuestros Tribunales de Justicia se inclinan en este mismo sentido. El caso más relevante es el ocurrido en CCU.

En 1994 Quiñenco y Schörghuber, dueños en partes iguales de Inversiones y Rentas S.A. (IRSA), firmaron un pacto de accionistas para controlar a través de ésta a la Compañía Cervecerías Unidas (CCU), con el 61,58% de sus acciones.

El acuerdo de actuación conjunta se refería a la administración de CCU y a una opción preferente de traspaso de acciones de IRSA entre los dos miembros del pacto controlador, no se contemplaba la posibilidad de vender a un tercero.

En marzo del año 2001, Schörghuber y Heineken suscribieron un acuerdo a fin de asociarse en un Joint Venture, para lo cual constituirían una sociedad. Entre los activos que se transferirían a esta nueva sociedad está el 50% del capital accionario de IRSA.

El grupo Heineken era socio de Cervecerías Chile, el principal competidor de CCU en el mercado cervecero chileno. El directorio de CCU estimó que dicho acuerdo constituiría un hecho que afectaría en forma importante el desarrollo de la marcha de la empresa, por el conocimiento de la información que Heineken obtendría de ésta, debiendo considerarse también que el referido acuerdo generaría conflicto de intereses y podría incidir en el valor bursátil de la sociedad. Quiñenco inició las gestiones judiciales ante los tribunales Arbitrales correspondientes contra aquellas empresas del grupo Schörghuber vinculadas a la propiedad de CCU.

El 14 de enero de 2003, Quiñenco anunció el término del proceso de arbitraje entre éste y el grupo Schörghuber, modificando el pacto de accionistas existente al permitir que Heineken pueda comprar la

participación del grupo Schörghuber en IRSA dentro de un período de tres años. El acuerdo de accionistas estipula que Heineken no podrá competir con CCU en sus territorios establecidos de Chile y Argentina. También concede a CCU la producción exclusiva y los derechos de distribución de la marca Heineken en ambos países. Como parte del acuerdo alcanzado entre las dos partes, el grupo Schörghuber acordó pagar a Quiñenco un monto de US\$ 50 millones el 28 de enero de 2003. El 17 de abril de 2003 el grupo Schörghuber notificó formalmente a Quiñenco de la venta de sus acciones a una filial de Heineken, Internacional B.V., de acuerdo a los términos y condiciones del pacto de accionistas con Quiñenco.

Anheuser-Busch, la mayor compañía de cervezas de Estados Unidos, quien en ese entonces, mantenía un 20% de participación en CCU, recurrió a la SVS y en sus presentaciones afirmó que existía cambio de control, que es aplicable el artículo 199 letra c) y no el 10° transitorio, porque según su interpretación éste último solo sería aplicable cuando se traspasa la propiedad directa de la sociedad que hace oferta pública de sus acciones.

Frente a aquello la Superintendencia sostuvo que *“es improcedente aplicar la letra c) del artículo 199 porque esa norma se refiere a la adquisición del control y no al mero cambio de uno de los miembros del grupo controlador, sin perjuicio además, que esa disposición no impone la obligación de efectuar una OPA al adquirente de las acciones de “un miembro del controlador” sino que sólo al adquirente de las acciones del “controlador” y siempre que dicha adquisición le permita obtener precisamente el control directo o indirecto de la sociedad que hace oferta pública de sus acciones, situación que en éste caso no se daba “.*En consecuencia, como base para descartar la existencia de un cambio de control, la SVS argumentó, que al mantener ambas partes un porcentaje

igualitario sobre IRSA, Heineken no podría controlar a esta sociedad, con lo cual no se estaba frente a una toma de control.

La Corte de Apelaciones de Santiago al tratar el fondo del asunto resuelve que el considerando 18 que si bien la Ley de Valores no establece un concepto autónomo de control, el artículo 97 del mismo texto legal establece que controlador de una sociedad anónima es toda persona o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta que, directa o indirectamente, participa en su propiedad y tiene poder para realizar alguna de las siguientes actuaciones: a) asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores, o b) influir decisivamente en la administración de la sociedad.

Agrega en el considerando 19 que, si bien el vocablo control tiene su origen en una locución francesa, nuestro idioma lo ha asimilado y lo utiliza ampliamente y es así como el Diccionario de La Real Academia Española, establece el significado de control, en su segunda acepción, señalando: *dominio, mando, preponderancia*. Por su parte los conceptos controlar y controlador en sus únicas acepciones significan: ejercer el control y persona que controla respectivamente, es decir, los tres vocablos se refieren a una misma idea y entre ellos existe correspondencia y armonía.

Finalmente concluyó que, sin embargo lo expuesto, el artículo 97 de la Ley de Valores da una definición legal, por lo cual, de conformidad a lo establecido por el artículo 20 del Código Civil, a aquel concepto se le debe dar su significado legal. En consecuencia, siendo la Ley de Valores una norma que regula una materia muy especial, debe darse al referido artículo 97 el significado y alcance que la ley ha querido, por lo cual, no es posible en el caso concreto hacer interpretaciones libres.

De esta manera, concluyó la Corte, para resolver si Schörghuber tenía el control de CCU se debe determinar si esta sociedad se encontraba en alguna de las dos situaciones previstas por la norma analizada. Esto es: a) Si Schörghuber a través de F.H.I., tenía poder para asegurar la mayoría de votos en las juntas de accionistas y elegir a la mayoría de los directores, b) Si la referida empresa tenía poder para influir decisivamente en la administración de la sociedad.

Sostuvo la Corte que del estudio pormenorizado de los antecedentes de autos se desprende: a) IRSA S.A. y no Schörghuber era la controladora de CCU.- b) que la sociedad IRSA S.A. controladora de CCU, estaba constituida al 13 de enero de 2003 por dos accionistas: FHI Finance Holding International B.V, (filial de Schörghuber y Quiñenco S.A., cada una con una participación accionaria en la sociedad exactamente igual a la de la otra, esto es, un 50% cada una. c) Atendida la distribución accionaria señalada en la letra anterior no es posible considerar que a la fecha de la operación cuestionada, alguno de los socios individualmente considerados tuviera influencia decisiva en la administración de esa sociedad, y ambas sociedades coexistían y ninguna de las dos podía decidir en forma separada sobre el control. d) que de esta manera se concluye que la persona jurídica denominada IRSA S.A. no tenía controlador pero, efectivamente, esta sociedad era controladora de CCU. Esta conclusión tiene su base en el art. 99 letra a)

Sostiene la Corte que aunque se aceptare que Schörghuber actuaba en IRSA a través de su filial F.H.I. Finance Holding International B.V, “*no pueden confundirse los conceptos controlador con miembro del controlador*”. Así, al vender cualquiera de los socios su participación accionaria en IRSA S.A., no se produce un cambio de controlador de la sociedad CCU, sino que tan sólo de un cambio de un miembro del controlador de aquella sociedad.

Concluye la Corte que Schörghuber nunca tuvo el control de la Compañía Cervecerías Unidas, (CCU), por lo cual, es imposible considerar que en virtud de la operación celebrada el 13 de enero de 2003 y la posterior enajenación de las acciones de F.H.I Finance Holding International B.V a Heineken, haya esta empresa adquirido el control de la empresa cervecera tantas veces señalada.

Aquí vemos como la Corte estima que el concepto de control en sentido normativo y entrega una solución sujetándose al derecho vigente. La aplicación de un concepto de hecho o sociológico nos lleva a concluir que siempre hay control. El concepto de control en este caso importaba la aplicación (o no) de una OPA y dicha decisión no debe quedar a la discrecionalidad judicial sobre la base de un control de hecho sino que la propia ley la que debe delimitar los estándares o umbral (como el caso del 25% en la propiedad accionaria) en que se entienda que existe control o no existe aquel.

1.3 ALCANCE EN NUESTRA LEGISLACIÓN DEL CONCEPTO NORMATIVO DE CONTROL

El concepto de control corporativo, en sentido normativo, tiene importantes consecuencias jurídicas en la Ley de Sociedades Anónimas y la Ley de Mercado de Valores. Realizaremos el análisis sobre la siguiente distinción: 1) accionistas minoritarios, 2) accionista mayoritario, 3) accionista titular del control. A continuación pasaremos a analizar cada uno de ellos.

1) Accionista minoritario: Se encuentran definidos expresamente por la LMV en su art. 4 bis letra d) como toda persona que por sí sola o en conjunto con otras con las que tenga acuerdo de actuación conjunta, posea menos del 10% de las acciones con derecho a voto de una sociedad, siempre que dicho porcentaje no le permita designar un director. Los alcances normativos de esta categoría de accionistas son:

1) Facultad de solicitar una supermayoría para aprobar determinadas operaciones. En general, en nuestra legislación, los accionistas minoritarios cuentan con diferentes mecanismos de protección de sus intereses dentro de la sociedad. Así, el art. 44 inciso 9 de la LSA les concede un mecanismo para proteger a la sociedad de las operaciones realizadas por directores con interés y establece que “Si accionistas que representen al menos un 5% de las acciones emitidas con derecho a voto estimaren que las condiciones (de la operación donde existe interés de uno o más directores) no son favorables a los intereses sociales o las evaluaciones fueren substancialmente distintas entre sí, podrán solicitar al directorio dentro del plazo a que se refiere el inciso séptimo, que se cite a una junta extraordinaria de accionistas para que

ésta resuelva con el acuerdo de las dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto. De esta forma un accionista con un porcentaje relativamente pequeño de capital puede forzar a que dichas transacciones deban ser aprobadas por una supermayoría de acciones emitidas con derecho a voto. Por supuesto que este derecho no pertenece exclusivamente a un accionista minoritario, pero el umbral mínimo establecido por la ley se encuentra dentro del rango de participación de esta categoría.

2) Titularidad para demandar de perjuicios representación de la sociedad. El art. 133bis concede la titularidad para demandar la indemnización de perjuicio, en representación de la sociedad a un accionista minoritario que al menos cuente con un 5% de las acciones emitidas de la sociedad y establece que “Toda pérdida irrogada al patrimonio de la sociedad como consecuencia de una infracción a esta ley, su reglamento, los estatutos sociales o las normas que imparta la Superintendencia, dará derecho a un accionista o grupo de accionistas que representen, a lo menos, un 5% de las acciones emitidas por la sociedad o a cualquiera de los directores de la sociedad, a demandar la indemnización de perjuicios a quien correspondiere, en nombre y beneficio de la sociedad. Las costas a que hubiere lugar serán pagadas a los demandantes y no podrán, de forma alguna, beneficiar a la sociedad. Por su parte, si los accionistas o el director demandantes fueron condenados en costas, serán exclusivamente responsables de éstas. Las acciones contempladas en este artículo, son compatibles con las demás acciones establecidas en la presente ley.” Este derecho también beneficia a los accionistas mayoritarios y controladores pero el umbral mínimo es del 5% así que un accionista minoritario cuenta con la titularidad de dicha acción.

3) Derecho a retiro. Finalmente el derecho a retiro establecido a favor del accionista disidente frente a una decisión de la junta de accionistas

señaladas en el art. 69 de la LSA. Así el art. 69 establece que “La aprobación por la junta de accionistas de alguna de las materias que se indican más adelante, concederá al accionista disidente el derecho a retirarse de la sociedad, previo pago por aquélla del valor de sus acciones. La ley define como accionista disidente como aquel que en la respectiva junta se hubiere opuesto al acuerdo que da derecho a retiro, o que, no habiendo concurrido a la junta, manifieste su disidencia por escrito a la sociedad, dentro del plazo establecido en el artículo siguiente. El precio a pagar por la sociedad al accionista disidente que haga uso del derecho a retiro será, en las sociedades anónimas cerradas, el valor de libros de la acción y en las abiertas, el valor del mercado de la misma, determinados en la forma que fije el Reglamento¹⁷. Los acuerdos que dan origen al derecho a retiro de la sociedad son:1) La transformación de la sociedad;2) La fusión de la sociedad;3) La enajenación del 50% o más del activo social, en los términos referidos en el N° 9) del Art. 67. 4) El otorgamiento de las cauciones a que se refiere el N°11) del artículo 67;5) La creación de preferencia para una serie de acciones o el aumento o la reducción de las ya existentes. En este caso, tendrán derecho a retiro únicamente los accionistas disidentes de la o las series afectadas;6) El saneamiento de la nulidad causada por vicios formales de que adolezca la constitución de la sociedad o alguna

¹⁷ De esta forma parece poco convincente que los minoritarios no tengan salida de la sociedad. Hay que tener presente que conforme al Art. 79 del reglamento de la Ley de sociedades Anónimas el valor de mercado de la acción, para efectos del ejercicio del derecho a retiro en la SA(a) se sujetará a las siguientes reglas: 1- Es necesario distinguir aquellas sociedades anónimas que tienen o no transacción bursátil (cuya calificación corresponde a la SVS en consideración a los volúmenes, periodicidad, diversificación, cuantía y número de transacciones) 2-Si se catalogan con presencia bursátil el valor de la acción para efectos del ejercicio del derecho a retiro será el promedio ponderado de las transacciones bursátiles de la acción en los 2 meses precedentes al día de la Junta que motiva el retiro. 3-Si no tiene presencia bursátil se considerara el valor libro como el precio de mercado.

modificación de sus estatutos que diere este derecho.7) Los demás casos que establezcan la ley o sus estatutos, en su caso. Hay que tener presente que los acuerdos adoptados por la junta de Accionistas antes señalados requieren de Junta Extraordinaria de Accionistas y un quórum especial de aprobación de dos terceras partes de las acciones emitidas con derecho a voto. Así el derecho a retiro beneficia a todo accionista disidente, sea mayoritario no controlador o minoritario.

2) Accionistas Mayoritarios: los accionistas mayoritarios son, en oposición a la definición legal de accionista minoritario, toda persona que por sí sola o en conjunto con otras con las que tenga acuerdo de actuación conjunta, posea más del 10% de las acciones con derecho a voto de una sociedad y/o su porcentaje de propiedad en el capital le permita designar un director.

Los accionistas mayoritarios cuentan con los derechos señalados para los accionistas minoritarios y además existen respecto de ellos algunos deberes especiales, tales como:

1) Deberes especiales de información; tales como el Art. 12 de la LMV que establece que:

“Las personas que directamente, o a través de otras personas naturales o jurídicas posean el 10% o más del capital suscrito de una sociedad cuyas acciones se encuentren inscritas en el Registro de Valores, o que a causa de una adquisición de acciones lleguen a tener dicho porcentajes...”, deberán informar a la Superintendencia y a cada una de las bolsas de valores del país en que la sociedad tenga valores registrados para su cotización, de toda adquisición, directa o indirecta o enajenación de acciones que efectúen de esa sociedad, dentro de los dos días hábiles bursátiles siguientes al de la

transacción o transacciones respectivas. Adicionalmente, los accionistas mayoritarios deberán informar en la comunicación que ordena este artículo, si las adquisiciones que han realizado obedecen a la intención de adquirir el control de la sociedad o, en su caso, si dicha adquisición sólo tiene el carácter de inversión financiera.” Este deber especial de información se fundamenta en que el Legislador asume que las personas enumeradas en el Art. 12 tienen información relevante que puede influir en el precio de la acción y, en consecuencia, debe ser informado la SVS y el público en general.

También la ley establece deberes especiales de información en el caso de toma de control en la hipótesis que no sea aplicable el procedimiento de OPA. Así, el artículo 54 establece que “Toda persona que, directa o indirectamente, pretenda tomar el control de una sociedad anónima que haga oferta pública de sus acciones, cualquiera sea la forma de adquisición de las acciones, comprendiéndose incluso la que pudiese realizarse por suscripciones directas o transacciones privadas, deberá previamente informar tal hecho al público en general. Para los fines señalados en el inciso anterior, se enviará una comunicación escrita en tal sentido a la sociedad anónima que se pretende controlar, a las sociedades que sean controladoras y controladas por la sociedad cuyo control se pretende obtener, a la Superintendencia y a las bolsas en donde transen sus valores. Con igual objeto, se publicará un aviso destacado en 2 diarios de circulación nacional. La comunicación y la publicación antes mencionadas deberán efectuarse, a lo menos, con diez días hábiles de anticipación a la fecha en que se pretenda perfeccionar los actos que permitan obtener el control de la sociedad anónima respectiva y, en todo caso, tan pronto se hayan iniciado negociaciones tendientes a lograr su control, mediante la entrega de información y documentación de esa sociedad. El contenido de la

comunicación y de la publicación señaladas en el inciso anterior será determinado por la Superintendencia, mediante instrucciones de general aplicación y contendrá al menos, el precio y demás condiciones esenciales de la negociación a efectuarse. La infracción de este artículo no invalidará la operación, pero otorgará a los accionistas o a los terceros interesados el derecho de exigir indemnización por los perjuicios ocasionados, además de las sanciones administrativas que correspondan. Asimismo, las operaciones que permitan obtener el control que no cumplan con las normas de este Título, podrán ser consideradas, en su conjunto, como una operación irregular para los efectos de lo dispuesto en el artículo 29 del decreto ley N° 3.538, de 1980.”

La ley define lo que es persona relacionada a una sociedad en el Artículo 100 letra d) de la LMV que establece “Son relacionadas con una sociedad las siguientes personas: d) Toda persona que, por sí sola o con otras con que tenga acuerdo de actuación conjunta, pueda designar al menos un miembro de la administración de la sociedad o controle un 10% o más del capital o del capital con derecho a voto si se tratare de una sociedad por acciones..... “No se considerará relacionada a la sociedad una persona por el sólo hecho de participar hasta en un 5% del capital o 5% del capital con derecho a voto si se tratare de una sociedad por acciones, o si sólo es empleado no directivo de esa sociedad.” El Artículo 101 establece por su parte que “Las entidades fiscalizadas por la Superintendencia proporcionarán a ésta y al público información acerca de las operaciones con sus personas relacionadas Las sociedades anónimas que tengan inscritas sus acciones en el Registro de Valores informarán a la -Superintendencia y a las bolsas de valores las transacciones de sus acciones que efectúen sus personas relacionadas. La Superintendencia determinará la forma, contenido y periodicidad de la información requerida en los incisos precedentes.

2) Presunción de director con interés. El Art 44 inc 2 de la LSA establece que “Se presume de derecho que existe interés de un director en toda negociación, acto, contrato u operación en la que deba intervenir el mismo, su cónyuge o sus parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, o las sociedades o empresas en las cuales sea director o dueño directo o a través de otras personas naturales o jurídicas de un 10% o más de su capital o las sociedades o empresas en las cuales alguna de las personas antes mencionadas, sea director o dueño directo o indirecto del 10% o más de su capital; y las personas por quien el director actúe como representante. También tiene la titularidad de la acción concedida por el Art. 44 inc 9. para forzar a un quórum de supermayoría para aprobar las operaciones que indicamos anteriormente.

3) Derecho a solicitar la convocatoria a Junta de Accionistas. El Art. 58 de la LSA establece que “Las juntas serán convocadas por el directorio de la sociedad. “El directorio deberá convocar: 3) A junta ordinaria o extraordinaria, según sea el caso, cuando así lo soliciten accionistas que representen, a lo menos, el 10% de las acciones emitidas con derecho a voto, expresando en la solicitud los asuntos a tratar en la junta.

4) Definición de Sociedades Coligadas. El Art. 87.de la LSA establece que “ Es sociedad coligada con una sociedad anónima aquella en la que ésta, que se denomina coligante, sin controlarla, posee directamente o a través de otra persona natural o jurídica el 10% o más de su capital con derecho a voto o del capital, si no se tratare de una sociedad por acciones, o pueda elegir o designar o hacer elegir o designar por lo menos un miembro del directorio o de la administración de la misma. La sociedad en comandita será también

coligada de una anónima, cuando ésta pueda participar en la designación del gestor o en la orientación de la gestión de la empresa que éste ejerza.

5) Titularidad de acción de perjuicio en representación de la sociedad. El Artículo 133 bis. De la LSA establece que “Toda pérdida irrogada al patrimonio de la sociedad como consecuencia de una infracción a esta ley, su reglamento, los estatutos sociales o las normas que imparta la Superintendencia, dará derecho a un accionista o grupo de accionistas que representen, a lo menos, un 5% de las acciones emitidas por la sociedad o a cualquiera de los directores de la sociedad, a demandar la indemnización de perjuicios a quien correspondiere, en nombre y beneficio de la sociedad. Las costas a que hubiere lugar serán pagadas a los demandantes y no podrán, de forma alguna, beneficiar a la sociedad. Por su parte, si los accionistas o el director demandantes fueron condenados en costas, serán exclusivamente responsables de éstas. Las acciones contempladas en este artículo, son compatibles con las demás acciones establecidas en la presente ley”. Esta acción también se le concede a los accionistas minoritarios que alcancen al menos un 5% de las acciones emitidas de la sociedad.

3) Accionista Titular del control (toma de control). Es necesario tener presente que respecto de todos los deberes de información ya señalados existen otros respecto de quienes pretendan adquirir la titularidad de control en una sociedad y son acumulativos a los anteriormente señalados. La ley en muchas disposiciones utiliza la expresión toma de control para lo cual, como parece evidente, es necesario que en principio se carezca de éste. Sin embargo, consideramos relevante señalar aquí algunas disposiciones que se refieren a aquello ya que antes de ser titular del control, dentro del iter de la toma de control, la ley exige ciertos deberes de información e incluso someterse a una OPA.

1) Deberes especiales de información. En nuestra legislación el artículo 54 de la LMV. Establece la obligación de hacer pública cualquier pretensión de toma de control en el caso que no sea aplicable una Oferta Pública de Adquisición de Acciones, regulada en el título XXV de la LMV. Esta disposición ordena a quien directa o indirectamente, por cualquier forma de adquisición de acciones, pretenda tomar el control de una sociedad que haga oferta pública de sus acciones a informar tal hecho al público en general mediante comunicación escrita a la sociedad anónima que se pretende controlar, las controladas o controladoras de aquella, a la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), las Bolsas de Valores donde sus valores se transen y un aviso destacado en dos diarios de circulación nacional. Además existen deberes especiales de información en el procedimiento de OPA.

2) Definición grupo empresarial Art. 96 LMV. “Grupo empresarial es el conjunto de entidades que presentan vínculos de tal naturaleza en su propiedad, administración o responsabilidad crediticia, que hacen presumir que la actuación económica y financiera de sus integrantes está guiada por los intereses comunes del grupo o subordinada a éstos, o que existen riesgos financieros comunes en los créditos que se les otorgan o en la adquisición de valores que emiten. Forman parte de un mismo grupo empresarial: a) Una sociedad y su controlador; b) Todas las sociedades que tienen un controlador común, y en este último. c) Toda entidad que determine la Superintendencia considerando la concurrencia de una o más de las siguientes circunstancias: 1. Que un porcentaje significativo del activo de la sociedad está comprometido en el grupo empresarial, ya sea en la forma de inversión en valores, derechos en sociedades, acreencias o garantías; 2. Que la sociedad tiene un significativo nivel de endeudamiento y que el grupo

empresarial tiene importante participación como acreedor o garante de dicha deuda; 3. Que la sociedad sea miembro de un controlador de algunas de las entidades mencionadas en las letras a) o b), cuando este controlador corresponda a un grupo de personas y existan razones fundadas en lo dispuesto en el inciso primero para incluirla en el grupo empresarial, y 4. Que la sociedad sea controlada por uno o más miembros del controlador de alguna de las entidades del grupo empresarial, si dicho controlador está compuesto por más de una persona, y existan razones fundadas en lo dispuesto en el inciso primero para incluirla en el grupo empresarial. b) Influir decisivamente en la administración de la sociedad.”

El artículo 99 define la letra b) del artículo 97. Establece que “influye decisivamente en la administración de la sociedad o en la gestión de una sociedad toda persona, o grupo de personas con acuerdo de actuación conjunta, que, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas, controla al menos un 25% del capital con derecho a voto de la sociedad, o del capital de ella si no se tratare de una sociedad por acciones”. La propia ley establece algunas excepciones ya analizadas a propósito del concepto de control.

4) Procedencia de OPA. El otro título que se refiere al control, es el título XXV sobre Oferta Pública de Adquisición de Acciones. Los artículos 200 y siguientes también hacen uso del concepto de control en la descripción del proceso de OPA, en particular el artículo 203 que hace uso del concepto de “controlador efectivo”. Así, el Art. 199 establece “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: a) Las que permitan a una persona tomar el control de una sociedad;”

5) Presunción posesión de Información Privilegiada, Art. 166 b) y c) Artículo 166.- Se presume que tienen acceso a información privilegiada, las siguientes personas: a) Los directores, gerentes, administradores y liquidadores del emisor o del inversionista institucional, en su caso; b) Las personas indicadas en la letra a) precedente, que se desempeñen en una sociedad que tenga la calidad de matriz o coligante controlador, de la emisora de cuyos valores se trate, o del inversionista institucional en su caso; c) Las personas controladoras o sus representantes, que realicen operaciones o negociaciones tendientes a la enajenación del control,

6) Definición de filial La LSA se refiere al control en los Art. 86 establece que filial de una sociedad anónima, que se denomina matriz, es aquella en que la matriz controla directamente o a través de otra persona natural o jurídica más del 50% de su capital con derecho a voto o del capital, si no se tratare de una sociedad por acciones o pueda elegir o designar o hacer elegir o designar a la mayoría de sus directores o administradores.

1.4 MECANISMOS DE CONTROL

En doctrina se han esbozado diversos mecanismos de ejercer control sobre una sociedad. Sin embargo, para efectos de aplicación en nuestro sistema legal hay que tener en consideración que desde el punto de vista normativo sólo es operativo el concepto de control jurídico antes señalado.

Siguiendo a los profesores BERLE y MEANS¹⁸ las formas de control que van desde el control por mayoría en los órganos sociales, hasta complejas estructuras y pactos entre los accionistas. Algunos de ellos coinciden con el control jurídico pero otros se asimilan al control de hecho.

Los autores realizan una clasificación de mecanismos de control sobre la base de grados de separación entre propiedad y control, que se ha dado en el mercado norteamericano, puesto que si bien bajo ciertos mecanismos ambos tienden a coincidir, en otros existe una absoluta desvinculación.

a) Control mediante propiedad casi plena o plena, control absoluto¹⁹:

Este mecanismo opera en las sociedades de responsabilidad limitada o en las sociedades anónimas cerradas, en las un accionista es dueño de todas o

¹⁸ BERLE, Adolf A. y MEANS, Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property. New York. The Macmillan Company. 1948. p.69

¹⁹ En esta situación se encontraría aquél accionista que supera los dos tercios de la propiedad de una sociedad bajo la legislación chilena, puesto que este resulta ser el quórum máximo requerido para llevar a cabo cualquier operación. Así, el legislador, para dar "auxilio" a aquellos accionistas que quedan "atrapados" con un controlador absoluto, contempla una norma de OPA de carácter obligatorio al concordar el artículo 199 letra b) de la ley 18.045 y el artículo 69 ter de la ley 18.046.

casi todas las acciones o derechos sociales. Así, puede en particular de elegir y dominar completamente a la administración de la sociedad. Este es un caso, el más extremo, donde propiedad y control se encuentran en las mismas manos.

b) Control por mayoría:

Este escenario representa el primer grado de separación entre control y propiedad. Bajo este mecanismo de control, un accionista tiene tal número de acciones de una sociedad que le permite prácticamente tener todos los derechos legales que tendría un accionista que tuviese todas las acciones de la sociedad, y en particular, siendo esto lo más importante para efectos de control, le permite elegir al directorio, y por tanto a la administración de la sociedad.

Sin embargo, es posible que ciertas facultades o derechos requieran de un quórum superior al de simple mayoría, como es el caso de aprobar una fusión o división e incluso la disolución de la sociedad. Nuestro sistema legal exige una supermayoría de 2/3 de las acciones emitidas con derecho a voto.

El poder de control de una mayoría también puede ser aminorado si en una sociedad existe un grupo de accionistas minoritarios organizados, y dispuestos a cuestionar y fiscalizar estrictamente el actuar de los mayoritarios-controladores. Como es obvio, cuando existe control de la sociedad por parte de una mayoría, los accionistas minoritarios pierden el control de la sociedad asociado a la propiedad de sus acciones, es decir para ellos existe una separación clara entre propiedad y control. Por ello, un grupo organizado que haga frente a la mayoría, y más aún si es capaz de organizarse y elegir a un director, puede “frenar” la pérdida de control de las

acciones minoritarias, sin perjuicio que sus derechos y opciones de tomar decisiones en cuanto a la administración seguirán siendo sumamente limitadas.

c) Control por medio de una estructura legal:

Mediante el uso de alguna estructura legal se puede alterar la “naturalidad” de la sociedad. Analizaremos tres mecanismos, primero, el uso de estructuras piramidales de propiedad, luego la creación de acciones sin derecho a voto, o con derecho a voto múltiple, y por último los pactos de accionistas, en este caso en particular los pactos de control mediante acuerdo de actuación conjunta.

La primera estructura legal se denomina estructura piramidal o *pyramiding*. Este mecanismo consiste en que una sociedad que se encuentra al tope de la pirámide, tiene la mayoría de las acciones de la que se encuentra hacia abajo, y esta de la que se encuentra debajo de esta, y así sucesivamente. Dependiendo de la estructura de propiedad de las distintas sociedades “aguas abajo”, se puede llegar a controlar distintas sociedades con bajos porcentajes, especialmente en mercados donde la propiedad de las sociedades abiertas es bastante dispersa. Si esto resulta así, el dueño, o la sociedad que se encuentra en la cumbre de la pirámide podrá controlar un gran grupo de sociedades. En el fondo, teniendo el control de la sociedad que se encuentra al tope de la pirámide, y controlando a través de mayorías o cualquier otro método las sociedades aguas abajo, se puede controlar un gran grupo empresarial. En el tratado de los profesores BERLE y MEANS se da un interesante ejemplo del año 1930 en Estados Unidos, en el cual los hermanos Van Sweringen llegaron a tener tal efectividad en la creación de una estructura piramidal que lograron controlar sólo invirtiendo aproximadamente

20 millones de dólares un grupo empresarial ferroviario tasado en más de dos billones de dólares. Fueron tan efectivos en la estructuración de esta pirámide que logró que tan solo un 1% de la propiedad total del conglomerado mantuviera la relación propiedad-control, porcentaje que por supuesto estaba en sus manos.²⁰

Una segunda estructura legal por medio de la cual se puede ser titular del control, sin tener una mayoría de la propiedad es mediante el establecimiento de acciones sin derecho a voto o con derecho a voto múltiple. Bajo este sistema, un accionista puede controlar la sociedad o grupo de sociedades sólo teniendo la mayoría de las acciones con derecho a voto o derechos políticos. Por ejemplo, la sociedad XYZ puede tener dos series de acciones, la serie A que tiene derecho a voto, y la serie B que no la tiene, pero tiene el carácter de preferente por llevarse 1,5 veces el dividendo que le corresponde a la serie A. Las acciones de la serie A representan el 1% del total del capital social, mientras las acciones de la serie B representan el 99% del total del capital social. En este ejemplo, quien sea dueño de la mayoría de las acciones de la serie A, es decir quien tenga por lo menos el 50% de ellas (para efectos del ejemplo daremos por supuesto que sólo es posible un control por medio de mayoría absoluta) será el controlador de la sociedad. Es decir, teniendo sólo el 0,51% del total del capital social, se puede controlar a la sociedad. Este método es por lo demás aceptado por nuestra legislación en el artículo 21 de la ley de Sociedades Anónimas, ley 18.046, al permitir la creación de series sin derecho a voto o con derecho a voto limitado.

²⁰ En BERLE, Adolf A. y MEANS, Gardiner C. op.cit. p.73

Otra forma muy similar, es la creación de acciones con votos múltiples. Este sistema funciona de manera muy similar al sistema descrito anteriormente, sólo requiere un cambio matemático. Por medio de esta estructura una persona o grupo de personas puede controlar una sociedad teniendo un porcentaje de las acciones con derecho a votos múltiples. Por ejemplo, en la sociedad anónima abierta XYZ existen dos series de acciones. La serie A que otorga 18 votos por acción y representa el 10% del capital social, y la serie B que otorga tan solo un voto por acción y que representa el 90% del capital social. Por lo tanto quien sea dueño de más del 50% de las acciones serie A, controlará la sociedad puesto que tendrá, por ejemplo si tuviera el 60% de dichas acciones, 108 votos, 18 más que la serie B en su conjunto. Este es un método que es expresamente rechazado por nuestra legislación en el artículo 21 de la ley de Sociedades Anónimas, ley 18.046, al señalarse que no podrán establecerse acciones con derecho a voto múltiple.

Un tercer método lo encontramos en la máxima expresión de mantener el control aún cuando exista una total separación entre este y la propiedad, y esto es mediante el establecimiento de un acuerdo o pacto de control entre un grupo de accionistas. Por medio de un acuerdo de este tipo, un grupo de accionistas acuerdan un pacto por medio del cual ellos acuerdan actuar en conjunto y por tanto ejercen el control de la sociedad, siempre y cuando cuenten con la cantidad de votos suficientes en conjunto. En nuestro sistema legal, se encuentra definido acuerdo de actuación conjunta como una convención entre dos o más personas que participan simultáneamente en la propiedad de una sociedad, directamente o a través de otras personas naturales o jurídicas controladas, mediante la cual se comprometen a participar con idéntico interés en la gestión de la sociedad u obtener el control de la misma.

Estos tres son métodos o estructuras legales que permiten, como se puede apreciar, mantener el control en situaciones donde existe desvinculación entre control y propiedad.

d) Control por parte de las minorías:

Este mecanismo de control carece de operatividad en nuestro mercado ya que se aleja de la definición de control y además en nuestro mercado la propiedad accionaria es concentrada. Así, esta forma de control de hecho requiere de variados supuestos para que sea efectivo. Requiere por lo general una propiedad bastante atomizada, que se da usualmente en sociedades de gran tamaño, y por supuesto se requiere que no exista otro grupo que pueda actuar como mayoría, o que tenga un poder similar a estas minorías fácticas.

El modo que funciona este control de hecho, un accionista particular, con baja participación, tiene acciones por medio del cual pueden influir decisivamente en la sociedad, siempre y cuando se cumplan los supuestos antes señalados.

En general su efectividad en controlar la sociedad recae primordialmente en su capacidad de obtener poderes de representación para la junta de accionistas. Esto se conoce en Estados Unidos como *Proxy fight*, dado que la disputa se da entre los accionistas que tienen interés en obtener votos en la junta por recolectar la mayor cantidad posible de las papeletas que dan los poderes conocidas como *Proxy slips*. Sin perjuicio de esto, para que estemos frente a un control por parte de una minoría, este número de acciones recabadas a través de poderes.

Los controladores de hecho por minoría, sin embargo, se pueden encontrar con una gran piedra de tope, y esta puede ser la administración de la sociedad. Bajo los supuestos de hecho descritos al inicio de esta sección, la administración adquiere una cierta independencia, dado que sabe que no existe accionista que tenga el control legal de la empresa. Si bien es cierto que un grupo de accionistas minoritarios puede ejercer cierto grado de control sobre la empresa, por lo general no logran juntar suficientes *Proxy slips* para que puedan contrarrestar a una administración disidente de las decisiones que quieran tomar los controladores minoritarios. La administración, en el supuesto de una propiedad muy dispersa sabe que en realidad, de hecho, el control puede recaer en sus manos, siendo esta la quinta forma de control, el control por parte de la administración.

e) Control por parte de la administración:

En nuestro sistema legal, como señalamos anteriormente, quien es titular del control es aquel que a través de la junta de accionistas puede nombrar y remover a la administración de la sociedad, y para ello requiere contar con el umbral mínimo de propiedad establecida por el legislador (25%). En consecuencia, en nuestro sistema legal el control por parte de la administración es imposible.²¹

²¹ Este es un tipo de control de hecho que tiene aplicación en mercados profundos como el norteamericano. El control de hecho ejercido por parte de la administración requiere como supuesto de hecho que la propiedad de la sociedad esté atomizada que ningún grupo de accionistas o accionista particular sea capaz de tener siquiera un número de acciones que formen un grupo de interés minoritario, lo suficientemente grande para poder dominar a la sociedad. Bajo este supuesto, que se da por lo general en sociedades de gran tamaño en el mercado estadounidense y en casos que por lo general ningún accionista supera siquiera una fracción de un 1%, ningún accionista o grupo de accionistas es capaz de ejercer algún

Finalmente, se ha discutido si un acreedor de una gran parte del activo de una empresa con poderes amplios para influir en la sociedad también puede ser considerado como titular del control como en el caso de la junta tenedora de bonos en la hipótesis que en ellos se hubieran establecido covenants.²² .

tipo de influencia o presión sobre la administración. Bajo estas condiciones, por lo general el control recaerá en el único cuerpo con cierto poder dentro de la sociedad, la administración. La general apatía de los minoritarios hace que esta forma de control pueda ser ejercida tranquilamente por la administración por muchos años, siempre y cuando administre la sociedad eficientemente. De lo contrario, es perfectamente posible que los accionistas, si bien minoritarios, se organicen y traten de “derrocar” a la administración, o presenten a elección a otro grupo de administración. La efectividad de tales atentados de derrocamiento será absolutamente correlativa al buen o mal manejo que haya llevado la administración de la sociedad y el grado de organización que adquieran los minoritarios. Podemos concluir que el control de hecho no recae siempre sólo en las manos de los minoritarios o de la administración. Como vimos el control ejercido por minorías organizadas, necesariamente requiere un cierto grado de cooperación de la administración, y el control ejercido por la administración también requiere que no surjan grupos de minoritarios que ejerzan presiones que puedan llevar a un cambio de la misma. También es posible que dos minorías fuertes tengan que llegar a acuerdos con el fin de ejercer el control conjuntamente, o que una minoría tenga que actuar de acuerdo con la administración. Esto es lo que se llama en literatura anglosajona como *joint control* o control conjunto.

²² Son estipulaciones incluidas en los contratos de títulos de deuda en virtud de las cuales los emisores de bonos se obligan a hacer o no hacer algo o declara acerca de la veracidad de ciertos hechos. Así se puede establecer covenants sobre división, fusión o transformación del emisor, formación de filiales, modificación del objeto social, enajenación total del activo y del pasivo o de activos esenciales; modificación del plazo de duración de la sociedad emisora y la disolución anticipada de ella. La sanción es la Nulidad de los actos o contratos en el caso de infracción de estas prohibiciones y responsabilidad solidaria de los administradores de los emisores que concurren a los acuerdos o a la ejecución de actos prohibidos por todo perjuicio causado a los tenedores de bonos (Art. 111 inciso final). Mediante este mecanismo se pueden introducir 1) restricciones a la política de inversión; Dentro de esta categoría, podemos encontrar muchos ejemplos. Indicación de Inversiones- Se exige usar los fondos para ciertos fines o inversiones. Esto se puede hacer también por vía de exclusión, prohibiéndose ciertas inversiones. 2) Restricciones a la disposición de activos- Se puede prohibir la enajenación de activos y el otorgamiento de garantías reales. La prohibición de enajenar, en la práctica, se hace aplicable a dos tipos de activos, los activos operacionales y los derechos sobre sociedades filiales. 3) Restricción a la modificación de la naturaleza jurídica del emisor / deudor- Se estipula que cualquier transformación jurídica, por regla general, no afectará la deuda, y por lo tanto los nuevos entes (sea por división, transformación o fusión) serán codeudores solidarios de la deuda. 4) Mantenimiento de activos- Se requiere que se mantenga un cierto índice de liquidez corriente, que se define como la razón entre activo circulante y pasivo circulante. Existen algunas

Sin embargo, en nuestra opinión, los covenants son sólo restricciones contractuales a la autonomía de los órganos administradores de la sociedad. En caso de incumplimiento sólo derivará las responsabilidades e indemnizaciones contempladas en la LMV.

En definitiva las formas de control de hecho son muchas, pero sólo el control en sentido normativo es el operativo en nuestro sistema legal.

cláusulas de rara ocurrencia en Chile tales como Prohibiciones de: Repartir dividendos más allá del mínimo legal., Limite hasta un cierto porcentaje. (Vgr- 50%). Solamente una vez que se ha pagado la deuda o los bonos. 5) Restricciones a la política de endeudamiento (financiamientos fin, impedir la dilución del derecho de crédito del acreedor o el bonista. No se prohíbe en ningún caso endeudarse, sino que se exige mantener determinados indicadores financieros. (Vgr.- Índice de endeudamiento, que es la razón entre el pasivo exigible y el patrimonio).Este sistema permite a los acreedores mantener un control poco costoso acerca de la situación financiera de la sociedad deudora / emisora. 6) Cláusulas de autocontrol. Podemos nombrar las siguientes: i) Exigencia de reportes periódicos- Se exige la entrega de múltiples informes financieros tanto de la empresa como de sus filiales, memorias anuales, etc. ii) Declaraciones de cumplimiento- Se exige informar del cumplimiento o no de las restricciones que se incorporan en el contrato en cuanto se produzcan. iii) Contratación de seguros- Se exige asegurar por lo general los activos operacionales, incluso, se puede exigir asegurar los activos operacionales de las filiales. Existen algunas disposiciones que se refieren a los covenants en nuestra legislación: Art. 111 LMV: *En las sociedades anónimas abiertas, en caso alguno podrán delegarse facultades que de cualquier manera impliquen limitación a la obligación legal o estatutaria de reparto de dividendos mínimos obligatorios.*” Art. 119, DL 3500: “(...) La política de financiamiento [de la empresa en la que se decide invertir] deberá especificar, a lo menos: el máximo de endeudamiento; las atribuciones de la administración para convenir con acreedores restricciones al reparto de dividendos y para el otorgamiento de cauciones, y los activos que se declaren esenciales para el funcionamiento de la sociedad.”

CAPÍTULO II MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO

II.1 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA: TEORÍA DE LA AGENCIA O MANDATO²³

El problema de la agencia se encuentra circunscrito al análisis de teoría de la firma. Antes de la aparición del celebre trabajo de COASE²⁴ la firma era entendida como una “caja negra”. La razón de existencia de la firma es que mediante la ella se puede ahorrar costos de transacción²⁵. Además agrega otras razones para integrar los procesos de producción son a) las economías de escala, b) las economías de alcance o de ámbito, c) economías de producción en equipo. Así la firma es un conjunto de procesos verticalmente integrados, relacionados y coordinados a través de una cadena de mandos (mecanismo jerárquico). La firma es una forma de integrar procesos de producción, cuya característica esencial es el reemplazo del mercado como coordinador del proceso de producción y asignador de recursos. Claro que lo anterior solamente ocurrirá en la medida que sean más eficientes que el mercado. Por ello que los límites de las empresas en cuanto a su extensión dependen de los costos de transacción. Al integrarse las empresas buscan

²³ La teoría de la Agencia- agency problem- corresponde a lo que en la literatura denomina teoría del mandato. Así el principal es denominado poderdante. Sin embargo, resulta más habitual hablar del principal como mandante. En esta parte se entenderán como equivalentes principal y mandante.

²⁴ COASE, Ronald, “The nature of the firm”, Economica Journal of law, economics & organization 1988. La versión original corresponde al año 1937.

²⁵ Estos costos se refieren a sistema impositivo, costos legales pero principalmente, 1) la imposibilidad que los contratos abarquen todas las posibles contingencias, 2) especificidad

aumentar tanto su eficiencia tecnológica como su eficiencia económica, disminuyendo costos en ambas áreas.

Como parece evidente la firma tiene por objeto *maximizar utilidades*. El beneficio o utilidad se define como ingresos totales menos el costo total:

$$Ut. = IT-CT$$

Donde: 1) Ingreso total: cantidad que se recibe por la venta de la producción, esto es, precio multiplicado por cantidad. 2) Costo total: valor de mercado de todos los factores que utiliza la empresa en la producción.

Dentro de estos costos se encuentra el costo de monitorear a la administración, especialmente en las sociedades anónimas.

En mercados donde la propiedad de las sociedades es dispersa los intereses de los administradores puede diferir de los intereses de los accionistas y la falta de incentivos de los propietarios- accionistas de monitorear a la administración de la sociedad. Este problema ha sido denominado problema de la agencia.^{26 27}

de terceros en algunas inversiones que se refiere al problema del *hold up* o “*estar cazado*”, 3) comportamiento oportunista de un tercero.

²⁶ En la literatura se ha sostenido que existen soluciones a este problema, a saber: a) derecho de control de los inversionistas, que consiste en diversos mecanismos establecidos por la ley para hacer efectiva la responsabilidad de los administradores, como lo son acciones para demandar a la administración y sanciones establecidas en la ley. Se ha señalado al derecho de votar en la junta de accionistas como medio de protección a los accionistas respecto de la administración. b) reputación, esta es una solución de mercado al problema de la agencia ya que la administración tiene incentivos para proteger su reputación

En definitiva, puede ser definida como “Un contrato bajo el cual una o más personas (el mandante) contrata a otra u otras (el agente) para que estas realicen alguna actividad en nombre de las primeras, que involucre delegar alguna autoridad de decisión al agente” Derivado de una relación de agencia, y dado que lo común es que existan discrepancias entre lo querido por el principal y lo ejecutado por el agente, surgen los problemas de agencia o mandato.²⁸

de eficiencia y honestidad. c) concentración de la propiedad. la evidencia empírica sugiere que en los mercados donde la regulación respecto de los deberes de la administración y los deberes de información a los accionistas y al público en general es débil la propiedad de las corporaciones tiende a concentrarse en pocos propietarios, asegurándose, de esta forma, un adecuado monitoreo de la administración por parte de los accionistas. CLARKE, Alvaro. Modernización del mercado de capitales chileno: La nueva ley de ofertas públicas de adquisición de acciones y gobiernos corporativos, Documentos de Discusión, Superintendencia de Valores y seguros. 1999.

²⁷ Desde muy temprano en la evolución de la tradición económica liberal se sostenía “No cabe esperar, sin embargo, que los directores de tales empresas, quienes administran el dinero de otras personas en lugar del propio, lo cuiden con la misma atención con la que los socios de una forma privada suelen cuidar lo propio. Como verdaderos mayordomos de un hombre de fortuna, puede que presten atención a cuestiones insignificantes que no necesariamente honran a sus señores y que se otorguen, con suma facilidad, dispensas por hacerlo. Por ende, la negligencia y prodigalidad habrán de prevalecer casi siempre, en mayor o menor grado, en la gestión de tales empresas [...]. En consecuencia, [esos individuos] rara vez han tenido éxito sin un privilegio especial; y, con suma frecuencia, tampoco lo han tenido en presencia de uno.[...] Los únicos negocios que una sociedad anónima pareciera llevar a cabo con éxito, sin un privilegio especial, son aquellos en los que todas las operaciones envueltas pueden reducirse a lo que suele denominarse una “rutina”, o una uniformidad tal en el método que no admite sino muy poca o ninguna variación. SMITH, Adam. La riqueza de las naciones, citado por DENSETZ, Harold. Control empresarial, riqueza y desarrollo económico. Revista Estudios Públicos, Centro de Estudios Públicos: (58) 1995, p. 200.

²⁸ JENSEN, Michael. A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims, and Organizational Forms. Harvard University Press. Cambridge. 2000. pp. 85,86

II.2 SISTEMAS DE FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA Y MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO

Para entender el mercado de control corporativo hay que tener en consideración diversos factores que inciden directamente en la estructura de organización de las sociedades. Así se puede afirmar que existen dos sistemas de financiamiento de las empresas que obedecen a una historia y a características diferentes, a saber: 1) sistemas orientados hacia el mercado y 2) sistemas orientados hacia la banca.²⁹ Estas estructuras de financiamiento determinan diferentes aspectos del gobierno corporativo, tales como la estructura de control, derechos y deberes de los accionistas y administradores.

El sistema orientado hacia el mercado existe principalmente en EEUU y en el Reino Unido (U.K)³⁰. Se caracteriza principalmente por ser mercados líquidos³¹, de estructura accionaria dispersa³², y exigentes deberes de

²⁹ RYBCZINKI. Industrial finance systems in Europe, United States, and Japan, Journal of Economics Behavior and Organization, vol. 5, 1985. Citado en GUERRA MARTÍN, Guillermo. El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del Derecho europeo. Thomson,. Año 2003.

³⁰ Sólo Estados Unidos e Inglaterra presentan un porcentaje importante de sus empresas listadas en alguna bolsa formal y, además, un grado relativo de dispersión de propiedad. La diferencia principal es que mientras que en Estados Unidos el mayor accionista suele ser un individuo, en Inglaterra es un inversionista institucional. Por otro lado, los demás países europeos tienen relativamente pocas empresas listadas en bolsa, y en el caso de Francia y Alemania que son los casos con mercados de capital más desarrollados, la mayoría de las empresas tiene al menos un accionista con sobre el 25% de las acciones de la empresa y, en muchos casos, un accionista ejerce el control indiscutible de la empresa. FRANKS, J. y C. MAYER, The ownership and control of German corporations, London Business School. 1994

³¹ La liquidez es la facilidad con que puede convertirse un activo en medio de cambio de la economía. El dinero es el activo más líquido. MANKIWI, N. Gregory. Principios de Economía. Segunda edición. Madrid. McGraw-Hill. 2002. p. 378

información y transparencia. En el sistema orientado hacia el mercado el financiamiento de las sociedades proviene principalmente del público a través de la venta de títulos en el mercado de capitales sean estos de renta fija o de renta variable y, de esta forma, el público soporta el riesgo de la inversión. Existe mayor diversidad de formas de financiamiento de las sociedades, y un menor costo de obtención de dicho financiamiento por la competencia que existe en el mercado financiero entre los proveedores de capital.

En cambio, el sistema orientado hacia la banca se caracteriza por tener un mercado de capitales menos profundo y en que la principal forma de financiamiento de las sociedades es a través del mercado bancario. Este sistema es propio de los países de Europa continental y Japón. Dentro de este sistema se puede mencionar dos variantes, la primera es aquella donde los bancos tienen gran participación accionaria en el sector industrial como en Alemania o Francia. La otra variante es en que la banca participa en el financiamiento a través de títulos de crédito y no a través de títulos de capital.³³ La mayor centralización en el sistema financiero determina la mayor concentración en la propiedad de las sociedades. Los sistemas orientados hacia la banca se caracterizan por la existencia de mercados de valores más pequeños y menos profundos en que los bancos son el medio de financiamiento y control de las sociedades, estándares de información inferiores, estructura de propiedad concentrada. En este sistema es habitual

³² Para una opinión disidente respecto de la dispersión de la estructura de propiedad en EEUU en DEMSETZ, Harold. Control Empresarial, riqueza, y desarrollo económico. Revista Estudios Públicos, Centro de Estudios Públicos, (58): ,pp 202- 203 Otoño 1995.

³³ ARMOUR, John; CHEFFINS, Brian R; SKEEL, David. Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy in the U.S and U.K. ESRC Working paper N° 226. Center for business research, University of Cambridge.

que un banco o grupo de bancos controlen el financiamiento de las sociedades a través de títulos de deuda o participando en el capital accionario. De esta forma, los bancos participan activamente en el control de las sociedades ya que cuentan con el capital accionario para ello y tienen incentivos relevantes para monitorear su inversión. El sistema europeo se basa en la banca universal, es decir, los bancos están autorizados para llevar a cabo transacciones comerciales e inversión en el mercado de valores dominando el sistema financiero directamente o a través de sus filiales. El sistema de los bancos universales fue recogido en la Segunda Directiva europea en materia bancaria de 1989. En ella se remueven todos los obstáculos para la creación de sucursales. Este modelo tiene algunas limitaciones, a saber: en primer lugar, los bancos acumulan excesivos riesgos con los créditos y las participaciones accionarias en empresas; en segundo lugar, el control de las sociedades es ejercido por los bancos a través del monitoreo y, en consecuencia, no operan mecanismos de control externo de la administración a través del sistema de precios de las acciones; en tercer lugar, falta de eficiencia los flujos de inversión por no estar determinados por el sistema de precios en el mercado sino por la asignación de recursos por parte de los bancos.

De esta forma, en los sistemas orientados hacia la banca donde la propiedad de las corporaciones es concentrada es poco probable que existan tomas de control hostiles debido a su estructura de propiedad. La evidencia empírica sugiere que en este tipo de mercados es probable que el oferente realice una oferta de adquisición sólo en el caso que posea un porcentaje importante de las acciones de la sociedad *target*. Si el oferente carece de este porcentaje de la propiedad la única forma de asegurar el éxito de la oferta de adquisición es a través de negociaciones con los accionistas que tiene el control.

Estos tipos de modelo de financiamiento no son un resultado espontáneo de la estructura económica sino que derivan de una legislación que favorece el crecimiento de uno u otro mercado. El caso más significativo es el de E.E.U.U. Esta legislación influye en la relación que existe entre mercado bancario y mercado de capitales.

Es así como, en términos generales, se puede afirmar que la regulación norteamericana en materia bancaria a partir del siglo XIX ha sido restrictiva respecto de las posibilidades de crecimiento de los bancos y limitativo de sus posibilidades de inversión en acciones de las sociedades. En consecuencia, la única forma de financiamiento de las sociedades fue el mercado de capitales a través de la emisión de valores por parte de las sociedades.³⁴ En un comienzo los estados eran competentes para regular materias bancarias y adoptaron una política proteccionista de los bancos de cada estado. Así cada estado excluyó el establecimiento de sucursales de bancos constituidos en otros estados. En consecuencia, los bancos tuvieron un tamaño muy reducido cuya área de actividad era una ciudad o pueblo. Además de las limitaciones a su crecimiento geográfico se limitó el ámbito de sus actividades a través de la *National Bank Act* de 1863 y 1864. Esta política restrictiva respecto del mercado bancario fue ratificada por la Suprema Corte de los EEUU, que dictaminó que en el caso de no estar autorizados expresamente por la *National Bank Act* le estaba prohibido a los bancos invertir en acciones de sociedades. De esta forma se separa tajantemente la actividad bancaria de la actividad de inversión.³⁵ Además con la *Banking Act* de 1933 se prohibió a las filiales de los bancos la propiedad de valores.

³⁴ ROE, Mark. Political preconditions to separating ownership from corporate control. Center for law and economic studies, Columbia Law School, Working Papers. N° 155, enero, 2000.

La *bank Holding Company Act* de 1959 prohibió la adquisición de una sociedad no bancaria sea directa o indirectamente. En definitiva, esta política legislativa indujo a que el mercado bancario sea relativamente pequeño y fragmentado lo cual orienta las posibilidades de financiamiento a través del mercado de capitales con la emisión de títulos de propiedad (acciones) y títulos de deuda (principalmente bonos) que son adquiridos por el público inversionista.

Algo diferente ocurrió en Japón y Alemania. En estos países la legislación fomentó la concentración de capitales en los bancos y su participación activa en la propiedad de la industria.

La historia empresarial japonesa puede decirse que se inicia con el desembarco *Mathew Perry* en 1854. Este militar estadounidense arribó a Japón con el propósito de acabar el aislamiento japonés y abrir su economía al comercio. La intromisión occidental originó un intenso periodo de modernización de la economía japonesa que al final del Siglo XIX se había convertido en una potencia económica y militar. La consolidación del poderío japonés se traduce en victorias militares sobre China (Guerra Sino-Japonesa 1894-1895) y sobre Rusia (Guerra Ruso-Japonesa 1904-1905), que culminan con la anexión de Corea.

En el ámbito empresarial surgieron los *zaibatsu*, mega-corporaciones monopólicas, con fuertes lazos con bancos y control sobre los canales de distribución de sus productos. Los *zaibatsu* contaban con apoyo gubernamental (a través de subsidios y exenciones de impuestos) y eran

³⁵ *California Bank versus Kennedy*.

grupos familiares que concentraban el poder y el control de las empresas entre sus miembros. Con la creación de *Holdings companies* la ayuda de juntas directivas interconectadas *Interlocking directorships*: cuando una persona es miembro de varias juntas directivas y la innovación, en 1920, de el empleo de por vida; se estructura el panorama de preguerra en Japón, el cual se ha descrito como un sistema feudal, donde miles de trabajadores eran leales a su casa. Estos grupos son la génesis del paradigma japonés, conocido como el *Main Bank System*.

Después de la derrota de la segunda guerra mundial, los vencedores anunciaron su propósito de dismantelar los *zaibatsu*. Aunque exitosos parcialmente en desentronizar las cabezas feudales, lo que surgió fue el *keiretsu* cuyo funcionamiento alrededor de un banco principal, con propiedad accionaria cruzada (reciproca) y juntas directivas interconectadas, guarda semejanza con los *zaibatsu* originales.

El éxito de la economía japonesa de posguerra radica parcialmente en el eficiente uso de los excedentes de ahorro producidos por los japoneses. En un momento de alta incertidumbre, el sistema de relaciones muy cercanas entre los grandes bancos y sus clientes industriales redituó grandes dividendos. Al asegurar una evaluación adecuada del riesgo de crédito y mantener una base de clientes de alta calidad permitió el gigantesco desarrollo económico de Japón. El banco principal, aparte de ser el mayor prestamista (15-25%) de una empresa y proveer los principales servicios financieros, poseía cerca del 10% de las acciones de la misma. Con acceso a información muy detallada de la empresa y responsabilidades muy claras en caso de reorganización por desempeño deficiente, el banco principal se constituyó en un mecanismo de monitoreo eficiente.

Entre los mecanismos complementarios se tienen: (1) El empleo vitalicio, el cual eleva el costo de un comportamiento oportunista por parte de los gerentes y se constituye en un costo de reputación similar, siendo similar en Alemania. (2) Propiedad accionaria recíproca entre las empresas pertenecientes a un mismo grupo, lo cual reduce los incentivos para tomar ventaja sobre proveedores, clientes o bancos prestamistas en nombre de incrementar el valor de los accionistas. Esta propiedad cruzada es una señal de compromiso a largo plazo que se suma a la imbricada y fluida red de relaciones con proveedores y clientes que facilita el monitoreo y la intervención en caso de riesgo financiero. (3) Juntas directivas, dominadas por *insiders*, quienes pueden tener asiento en otras juntas, siendo el presidente de la junta el Presidente de la compañía.

Con el tiempo y la crisis de la economía japonesa en los 90s, sucesivas reformas han reducido el rol de los bancos e incrementado la posición de los mercados de deuda y de acciones en el financiamiento y control de las empresas japonesas, lo que parece indicar que muchas firmas no estaban satisfechas con una relación tan cerrada con los bancos.

Otro caso relevante de sistema orientado hacia la banca es el de Alemania³⁶. La banca participa activamente en la administración de las sociedades. Por ejemplo, en 1992 los administradores bancarios ejercieron en promedio 61% de los derechos a voto de las 24 compañías más grandes y en 11 compañías esta porción fue mayor que 75%. Este control de las corporaciones por parte

³⁶ WENGER, E y KESERER, C. "The German System of Corporate Governance: A Model Which Should Not Be Imitated." En *In Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*. New York, EE.UU. North-Holland Press. (1998). Citado en LEVINE, Ross op. cit.

de la administración de los bancos se extiende a los mismos bancos. En las reuniones de los tenedores de acciones de los tres bancos alemanes más grandes, el porcentaje de votos aproximado fue más de 80%, la mayoría votado por los mismos bancos. Por ejemplo, *Deutsche Bank* mantenía derechos de votación por 47% de sus propias acciones, mientras que *Dresdner* vota 59% de sus propias acciones³⁷. Entonces, la administración del banco ejerce una gran influencia sobre las mayores corporaciones del país.

Una característica importante del modelo alemán de gobierno es el sistema de codeterminación (Acta de Co-determinación de 1976), que rige para las empresas listadas en bolsa. Bajo este sistema las empresas están gobernadas por dos juntas: (1) La Junta de Administración, que tiene autoridad ejecutiva sobre el día a día y para casi todos los propósitos la capacidad de toma de decisiones. Esta junta la componen exclusivamente empleados. (2) La Junta Supervisora, cuya autorización se requiere para todas las decisiones financieras y de inversión importantes. La junta supervisora está compuesta en un 50% por representantes de los trabajadores y en un 50% por “*outsiders*”, representantes de los accionistas o, principalmente, ejecutivos de otras corporaciones o instituciones financieras que tengan un interés importante de alguna naturaleza sobre la empresa.

El sistema claramente entrega amplia capacidad de maniobra a los ejecutivos. Se ha sugerido que este conflicto se reduce debido a los severos

³⁷ CHARKHAM, J, *Keeping Good Company: A Study of Corporate Governance in Five Countries*. Oxford, U.K.: Clarendon Press. 1994. Citado en LEVINE, Ross op. Cit.

costos en reputación que sufren los ejecutivos en caso de comportamiento deshonesto, debido al reducido grupo de empresas y ejecutivos que dominan los grandes negocios en Alemania.

En el último tiempo, sin embargo, la popularidad del modelo de desarrollo corporativo apoyado en un sistema bancario fuerte ha perdido terreno. En primer lugar, ha contribuido a este cambio de opinión la constatación de que el "milagro alemán" no era tal y que no se aprecia un efecto positivo de la mayor concentración de propiedad y especialmente del rol protagónico de los bancos alemanes en el desempeño de sus empresas. En segundo lugar, el pobre desempeño reciente de la economía japonesa y la crisis asiática han llamado la atención sobre la, muchas veces, pésima asignación de recursos de inversión que se realiza en economías donde existen fuertes vínculos de propiedad entre bancos y corporaciones, y donde no se realiza una fuerte supervisión de estas relaciones.

II.3 DEBATE ACERCA DE CUAL ES EL MODELO MÁS ADECUADO PARA GENERAR DESARROLLO ECONÓMICO

Desde la perspectiva macroeconómica ha existido un largo debate respecto del sistema más adecuado para lograr mayor desarrollo económico³⁸. A fines del siglo XIX, economistas alemanes argumentaron que su sistema financiero orientado hacia la banca había ayudado a impulsar a Alemania como potencia industrial por encima del sistema centrado en el mercado del Reino Unido. Durante el siglo XX este debate se expandió para incluir a Japón, como una gran economía basada en la banca, y a los Estados Unidos.

Muchos economistas señalan que las decisiones de inversión están más influenciadas por los bancos que por el mercado bursátil, aun en los mercados bursátiles más desarrollados. La defensa de un sistema basado en los bancos enfatiza la importancia de la intermediación financiera en el mejoramiento de las asimetrías de información y los costos de transacción. Los intermediarios financieros pueden mejorar la adquisición de información

³⁸ Una revisión panorámica respecto de este debate en LEVINE, Ross. ¿Son mejores los sistemas financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil? Revista de Economía. Banco Central de Chile. Vol. 3 (1), Abril 2000. En este artículo sostiene que no hay soporte empírico a través de países para los enfoques de mercado o de banca. Ni los sistemas financieros bancarios ni los de mercado bursátil son particularmente efectivos para incentivar crecimiento. Así, comparaciones a través de países sugirieron que la distinción entre banca y mercado bursátil no es analíticamente útil para entender el proceso de crecimiento económico. Sostiene que lo relevante para el desarrollo económico es la regulación que se establece en ambos sistemas. Sistemas financieros mejor desarrollados influyen positivamente en el crecimiento económico. Más particularmente, los datos son consistentes con el enfoque legal: los sistemas legales juegan un rol conductor para determinar el nivel y la calidad del desarrollo de los servicios financieros. El componente de desarrollo financiero, definido por los derechos legales de los inversionistas y la eficiencia en dar cumplimiento a los contratos, está muy fuertemente asociado con el crecimiento a largo plazo.

sobre las firmas, la intensidad con la cual los acreedores ejercen control sobre las empresas, la provisión de arreglos para reducir riesgo y la movilización del capital. Además problema del free-rider es menos severo en un sistema bancario, dado que los bancos pueden invertir sin revelar sus decisiones inmediatamente en mercados públicos. Adicionalmente, los partidarios del sistema bancario, sostienen, que los mercados bursátiles son una herramienta poco efectiva para ejercer control corporativo. En primer lugar, los insiders probablemente tienen mejor información acerca de la empresa que los agentes que están fuera de la sociedad. Esta asimetría de información mitiga la efectividad potencial de los takeovers, dado que es menos probable que la firma compradora poco informada ofrezca más que los insiders relativamente bien informados para controlar las firmas. En segundo lugar, los mercados de acciones líquidos, afirman, pueden facilitar takeovers que, aunque sean de utilidad para aquellos que efectúan el takeover, pueden realmente ser socialmente dañinos. Tercero, más liquidez puede reducir los incentivos para emprender un manejo cuidadoso de la empresa. Al reducir los costos de salida, la liquidez del mercado de acciones incita a una propiedad más dispersa, de manera que cada propietario tiene menores incentivos para supervisar a los administradores activamente generando el problema de la agencia. En cuarto lugar, si un outsider gasta muchos recursos en obtener información, los otros participantes del mercado observarán los resultados de esta investigación cuando este individuo haga una oferta por acciones de la firma. Esto inducirá a otros a hacer ofertas por las acciones, lo que hace subir su precio. Entonces, la firma original outsider que gastó recursos para obtener información, debe, por lo tanto, pagar un precio mayor por la firma que el que hubiera pagado si las firmas free-riders no hubieran podido observar su oferta. La rápida divulgación de la información costosa reduce los incentivos para obtener información y hacer ofertas efectivas de takeover. En quinto lugar, los administradores existentes

a menudo adoptan conductas, conocidas en la literatura como medidas defensivas, las cuales disuaden los oferentes, y de este modo se debilita el mercado como una herramienta disciplinadora efectiva. Existe evidencia de que, en los Estados Unidos, el sistema legal obstaculiza los takeovers y da considerable poder a la administración. En sexto lugar, aunque los accionistas deben ser capaces de controlar la administración a través de los directores, existe la posibilidad de que surja una relación inadecuada entre estos últimos y la administración de la empresa. Esto se debe a que los miembros del directorio frecuentemente son nominados por los administradores y, por lo tanto, no siempre tienen buenos incentivos para monitorear las actividades que éstos realizan. Entonces, los directores son más propensos a beneficiar de “paracaídas dorados” a los administradores y “píldoras envenenadas” que reduzcan lo atractivo para los takeovers. Este tipo de relación puede reducir adicionalmente la efectividad del mercado en el control corporativo.³⁹

En suma, los propulsores de sistemas bancarios argumentan que hay razones fundamentales para creer que los sistemas basados en el mercado no resultan eficientes en la adquisición de información respecto de las firmas y en la supervisión de los administradores. Esto dañará la asignación de recursos y el desempeño económico.

³⁹ ALLEN, F. y GALE, D. Comparing Financial Systems. Cambridge, MA: MIT Press. 1999, citado en LEVINE, Ross. Op cit.

Los partidarios de los sistemas orientados hacia el mercado enfatizan la importancia del buen funcionamiento de los mercados en incentivar a los inversionistas para que adquieran información, impongan control corporativo, y se encarguen del diseño de arreglos financieros. De acuerdo con el criterio de mercado, los sistemas financieros basados en él son mejores en promover el crecimiento económico de largo plazo. Los sistemas basados en la banca pueden involucrar intermediarios con una gran influencia sobre las firmas, la que puede manifestarse en formas negativas. Un ejemplo de lo anterior, una vez que los bancos adquieran información substancial sobre las firmas, pueden extraer rentas de ellas; y además las firmas deben pagar por mayor acceso a capital. En cuanto a nueva inversión o renegociaciones de deuda, los bancos con poder pueden extraer más de las utilidades futuras esperadas de la firma en comparación con un sistema de mercado bursátil. Esta capacidad de extraer parte de la rentabilidad esperada de inversiones potencialmente beneficiosas puede reducir el esfuerzo entregado por las firmas para emprender aventuras innovadoras y rentables⁴⁰. Dado que los bancos, como emisores de deuda, tienen también un sesgo inherente hacia la prudencia, los sistemas basados en la banca pueden frenar la innovación empresarial y el crecimiento⁴¹.

Mientras que firmas con lazos cercanos a un “banco principal” tienen mayor acceso a capital y son menos restringidas en liquidez que las que no pueden acceder a un banco principal, las con un banco principal tienden a (i)

⁴⁰ RAJAN, R. “Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arms Length Debt.” *Journal of Finance* 47(4): 1992. pp. 1367-1400. Citado en LEVINE, Ross. Op. Cit.

contratar empleados conservadoramente, disminuir las estrategias de crecimiento y no crecer más rápido que las firmas sin “banco principal”; (ii) usar procesos más intensivos en capital que las firmas sin banco principal, manteniendo otras características constantes, y (iii) producir menores utilidades, lo cual es consistente con la extracción poderosa de rentas por parte del banco en esta relación. Se ha señalado que aunque los bancos pueden ser efectivos al eliminar la duplicación en la recolección y procesamiento de información, lo cual es probable que ayude cuando la gente está de acuerdo en lo que se necesita que sea recolectado y la forma en que debe ser procesado, un banco puede no ser efectivo en ambientes no estándares. Esto es, los bancos pueden no ser recolectores y procesadores efectivos de información en situaciones nuevas y de incertidumbre.

Otra línea de ataque sobre la eficacia de los sistemas basados en la banca tiene que ver con el manejo corporativo. Los banqueros actúan sobre sus propios intereses. Pueden llegar a ser capturados por las firmas, o coludirse con algunas en contra de otros acreedores. Así, bancos con influencia pueden prevenir que *outsiders* remuevan ineficientemente a los administradores si estos son particularmente generosos con los banqueros⁴².

Finalmente, los sistemas financieros basados en el mercado proveen un conjunto más abundante de herramientas de administración del riesgo que

⁴¹ WEINSTEIN, D y YAFEH, Y “On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan.” *Journal of Finance* 53(2): 635-72. 1998. Citados en LEVINE, Ross. op. cit.

⁴² BLACK, S. y MOERSCH, M. “Financial Structure, Investment and Economic Growth in OECD Countries.” *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*. New York, EE.UU.: North -Holland Press. 1998 citado en LEVINE, Ross, op cit.

permiten mejores instrumentos para ayudar a que el riesgo sea el que el cliente prefiere. Mientras que los sistemas basados en la banca pueden proporcionar servicios básicos de administración del riesgo a bajo costo para situaciones estándares, los sistemas basados en el mercado dan mayor flexibilidad a los productos hechos al gusto del cliente. Entonces, a medida que las economías maduran, éstas necesitan un conjunto más abundante de herramientas para la administración del riesgo y medios para aumentar el capital y pueden beneficiarse concomitantemente de un ambiente legal y regulatorio que sostenga la evolución de actividades basadas en el mercado. De lo contrario, el crecimiento global puede ser retardado.

II.4 MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO: EL CASO NORTEAMERICANO

Mercado de Control Corporativo o Market for corporate control es una solución para resolver la separación entre propiedad y control en la corporación moderna. Este mercado funciona, principalmente, a través de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones⁴³, en particular, por medio de las tomas de control hostiles.

En E.E.U.U la OPA, en su legislación federal, es de carácter voluntario. Se regula por separado las operaciones de tomas de control según se realicen a través de OPA, compras en bolsa o la cesión del control mediante la adquisición de paquetes de control. De esta forma el adquirente puede elegir la forma de estructurar la operación de adquisición de la forma que le parezca más conveniente. En cambio, en Chile, España, Italia, Francia y U.K, existen causales de OPA obligatoria limitando considerablemente la forma de realizar estas operaciones como demostraremos más adelante.

Lo característico que tiene la OPA respecto de otras formas de adquisición es que no es necesario contar con el consentimiento de la administración o el

⁴³ Otras formas de toma de control son: a) Cesión del control, en esta el interesado en tomar el control de una sociedad negocia directamente con el o los accionistas que tienen el control, ofreciendo la prima de control. b) Compras por goteo, en esta situación el inversionista se propone obtener el control mediante una serie de compras sucesivas a diversos accionistas hasta completar la cantidad necesaria para alcanzar el control. Este tipo de operaciones tiene la desventaja del alto costo en la adquisición de la sociedad porque el costo final de la operación puede ser altísimo por el aumento del valor de la acción en la medida que realice las compraventas sucesivas y la incertidumbre del costo total de la adquisición.

management para que la operación tenga éxito. Es más, puede darse el caso que la OPA sea realizada contra la voluntad de la administración. A este último tipo de adquisiciones se les denomina “hostiles”. En la literatura especializada se afirma que las OPAs con carácter hostil se da en el caso que la motivación principal de la adquisición es que la sociedad se encuentra mal administrada y por tanto se encuentra subvalorada en el mercado respecto de sus activos y recursos con las que cuenta. Por tanto la administración, fundadamente, tiene el temor que ella sea removida de sus cargos. En consecuencia, el mercado de control corporativo es *un mecanismo de control externo de la administración de una sociedad a través del efecto preventivo y el efecto represivo en caso de mala administración en los sistemas orientados hacia el mercado.*

En sus orígenes, a finales de los años cincuenta, las OPAs favorecían considerablemente la posición del oferente debido a la ausencia de regulación respecto de las condiciones mínimas establecidas en la oferta de adquisición. . De esta forma los costos de transacción eran menores a otras formas de toma de control. A falta de regulación era el oferente quien establecía las condiciones de la oferta, lo que significaba, hasta cierto punto, desprotección para los accionistas de la sociedad objeto o *target*.

De esta forma, el oferente realizaba su oferta a través de *mailings* o comunicados de prensa. Además el comprador no estaba obligado a adquirir todas las acciones que le fueran ofrecidas y por lo general, desde una estricta racionalidad económica, sólo adquiriría aquella cantidad que fuera suficiente para tomar el control de la sociedad. Si el número de acciones que se le ofrecían excedía de lo necesario para tomar el control el oferente podía elegir comprarlas todas o sólo lo necesario para sus requerimientos. Para

elegir las acciones a comprar podía elegir un sistema de prorrata o un sistema cronológico. En la mayoría de los casos el oferente elegía el sistema cronológico ya que de esta forma ejercía una mayor presión sobre los accionistas ya que existe incertidumbre respecto del éxito de la oferta y el precio final de las acciones y el comportamiento del mercado. Además el oferente mantenía su oferta de adquisición por el plazo más breve posible para evitar que la administración reaccionara con medidas defensivas. Además en un breve tiempo es menos posible realizar una transferencia de información respecto de la oferta y cuales son sus objetivos.

La primera regulación referida a la OPA surgió por la creciente importancia económica de las OPAs en Estados Unidos y la idea proteger a los intereses de los accionistas principalmente a través de los deberes de información y regulación de un procedimiento. Lo que se buscaba era hacer transparente los propósitos del oferente una vez que hubiera adquirido el control, de la sociedad. Sin embargo, no se optó por un procedimiento de OPA con causales de obligatoriedad sino que se optó por la libertad del oferente de elegir el modo de realizar la operación de adquisición pero con estrictos deberes de información al público inversionista. De esta forma la *Williams Act* de 1968, que modificó las secciones 13 y 14 de la *Securities Exchange Act* de 1934, reguló esta materia. Los principios que la inspiran son la transparencia en la información sobre la oferta y el oferente, trato igualitario entre los accionistas y eliminación del factor sorpresa en la presentación de la oferta con el fin que los accionistas puedan tomar una decisión racional e informada respecto de la venta de sus acciones. Establece la *Williams Act* que en el caso de que la oferta signifique que el oferente adquiera una participación superior al 5% y elija el procedimiento de OPA debe someterse a deberes de entrega de información especial y a un procedimiento regulado. Dentro de los deberes de información especiales encontramos el depósito

ante la SEC del *schedule 14D-1* en el cual se incluye información sobre la identidad del oferente, sus planes para la sociedad objeto de oferta, las operaciones que anteriormente haya realizado en la misma sociedad y su modo de financiamiento. Las reglas sustantivas que regulan la oferta establecen distintos requisitos como la fijación de un período mínimo de aceptación de 20 días y si se produce alguna modificación del precio de la oferta o en el porcentaje de las acciones, un periodo adicional de 10 días. Además se les permite a los accionistas revocar la aceptación mientras se mantenga vigente la oferta. Además se extiende a todos los accionistas la oferta de precio más alta realizada por el oferente o *best price rule* y la extensión de la oferta a todos los accionistas de la misma clase o *all holders rule*. Además incluye la regla de prorratio en el caso que las ofertas superen el límite máximo de la oferta. Finalmente la administración de la sociedad que es objeto de la oferta deberá entregar a los accionistas y al público un documento en el cual deberán exponer su opinión respecto de la oferta teniendo un plazo de 10 días a contar del inicio de la oferta. Esta regulación tuvo como consecuencia inmediata la disminución de las ofertas. En consecuencia, a través de esta regulación se reforzó la posición de la administración en el gobierno corporativo al aumentar los costos de realizar este tipo de ofertas.

A partir de los años setenta en EEUU las OPAs aumentaron considerablemente teniendo su apogeo en la década de los ochenta. Las sociedades objeto de OPAs eran de mayor envergadura e implicaban grandes flujos de dinero para su financiamiento. Una de las causas más importante del aumento de las Opas y con ello el mercado de control corporativo fue el aumento de los flujos disponibles para la inversión en este tipo de operaciones. Estas grandes ofertas eran fomentadas en gran parte por los bancos de inversión quienes inducían a los oferentes a realizar las

ofertas de adquisición asegurando que éstas obtendrían el financiamiento necesario. El desarrollo de los *junk bonds* reemplazo los créditos bancarios en el financiamiento de las ofertas de adquisición de acciones. De esta forma se amplió el espectro de personas que realizaban ofertas de adquisición a personas naturales y a *partnerships*. Otra forma de financiamiento de las ofertas es el *cash flow*. Para ello se realizaba la adquisición en dos etapas, la primera a través de la adquisición de la mayoría de las acciones a través de oferta pública y la segunda etapa es una fusión o *cash-out merger* o *squeeze-out merger*. Con este tipo de operaciones se buscaba la salida de los accionistas minoritarios adquiriendo el control absoluto de la nueva sociedad. Otra forma de financiamiento de las ofertas de adquisición fue las *leveraged buyouts* que eran préstamos garantizados con los activos de la sociedad objeto de oferta de adquisición si, como parece obvio, la oferta culminaba exitosamente. De esta forma la amortización del préstamo debía ser pagada en definitiva por la sociedad objeto de adquisición. De esta forma se produce lo que en finanzas es denominado “apalancamiento financiero”⁴⁴

La evolución del mercado de control corporativo en la década de los noventa en EEUU derivó en una baja de las tomas de control respecto al periodo anterior. El brusco descenso de las tomas de control en EEUU se debe principalmente a factores legales, políticos y económicos. Entre estas causas es preciso mencionar las medidas defensivas adoptadas por la administración para impedir las adquisiciones accionarias que permitiera al oferente tomar en control de la sociedad⁴⁵.

⁴⁴ Se refiere al financiamiento de una sociedad por vía de deuda.

⁴⁵ Entre estas medidas defensivas podemos mencionar: 1) las medidas de reestructuración financiera tales como pago de dividendos extraordinarios, compra de acciones de propia

Estas medidas defensivas se han justificado desde el punto de vista económico en el supuesto que los accionistas consideraren inapropiado el precio ofrecido y de esta forma presionar al oferente para ofrecer un premio por el control superior por las acciones. Sin embargo, la literatura ha desmentido que la administración tenga como motivación principal el conseguir un precio mayor, más bien sugiere la evidencia que las medidas defensivas obedecen mas bien al “atrincheramiento” de la administración para proteger sus intereses y no el de los accionistas. La evidencia ha demostrado que la existencia de medidas defensivas provoca que los accionistas no puedan obtener en muchas ocasiones el sobreprecio que esta dispuesto a pagar el oferente en una adquisición hostil.⁴⁶

emisión, cambiando la relación capital deuda. Aumentando la relación deuda capital se busca desincentivar la adquisición por disminución de la perspectiva de obtener flujos futuros y además limita el financiamiento de la oferta a través de préstamos con garantía en los activos de la sociedad *target*. 2) “paracaídas dorados” que consisten en cláusulas contractuales que benefician a los administradores de una sociedad estableciendo a su favor suculentas indemnizaciones en el caso que sean removidos de sus cargos por una toma de control. El valor del paracaídas dorado asciende al 2% del valor de la empresa y suele cubrir al 10% de los ejecutivos. 3) La venta de activos de gran valor o la concesión de una opción de compra por las mismas que pueden ejercerse en el caso que el tercero adquiera cierta participación en el capital de la sociedad. 4) Presentar una contra oferta por parte de la administración a un precio superior a la oferta inicial respecto de sus propias acciones, lo que se denomina en la literatura una auto-oferta. 5) La poison pill consiste en la aprobación de planes que conceden a los accionistas de forma proporcional a su participación un derecho de compra de acciones que podrá ejercerse en el caso de una OPA hostil o la superación por parte de un accionista de determinados porcentajes en el capital accionario. 5) El *Pac Man defense* que consiste en la presentación de una oferta por las acciones del oferente que ha presentado una OPA por la sociedad *target* a un precio superior al de mercado o por contraacumulación que consiste en que la sociedad atacada adquiere en el mercado abierto todas las acciones de la sociedad atacante que pueda comprar. 6) Se ha desarrollado “el escudero blanco” que consiste en la venta de acciones a otra empresa conocida que no tenga apetencias de toma de control, con el objeto de preservar la independencia de la empresa objeto 7) Finalmente se puede mencionar el White Knight, esto es, el apoyo de la administración de una oferta cuyo oferente sea proclive a la administración. Para más detalles ver en MASCAREÑAS, Iñigo. Manual de adquisiciones y fusiones de empresas. Serie Mac Graw-Still de management, Mc Graw, 1993, pp 93 y ss.

⁴⁶ RYNGAERT, Michael. The effect of poison pill securities on shareholder wealth, Journal of Financial Economics, (20): 1988.

La jurisprudencia norteamericana en una primera etapa justificó la adopción de medidas defensivas sobre la base de la regla del juicio empresarial según la cual las decisiones de los administradores no pueden ser juzgadas por los tribunales a no ser que se demuestre que hubo una infracción grave del deber de diligencia o lealtad⁴⁷. Con posterioridad los tribunales norteamericanos establecieron un criterio de razonabilidad para determinar la legalidad de las medidas defensivas. De esta forma si el consejo consideraba de modo razonable que la oferta es una amenaza para la política de la sociedad podrán adoptar medidas defensivas que sean proporcionadas a la amenaza planteada.⁴⁸ A partir de este caso los tribunales norteamericanos han desarrollado diferentes versiones de este precedente. Es así como se permitió la adopción de medidas defensivas en el caso que estas estuvieren fuertemente justificadas por perseguir la maximización de la riqueza de los accionistas. Si no existían estos intereses el rol que éstos debían tener en la OPA era pasivo, interviniendo solamente para informar a los accionistas sobre la misma o para favorecer la presentación de distintas ofertas que signifiquen aumentar la prima. De esta forma los tribunales norteamericanos establecieron que los tribunales no pueden apoyar las medidas defensivas cuando ello importe una vulneración de los deberes fiduciarios de la administración.⁴⁹ La evolución posterior de la jurisprudencia norteamericana derivó en aceptar la aplicación de medidas defensivas sobre la base de

⁴⁷ PANTER versus MARSHALL FIELD, 17 circuit, 1981.

⁴⁸ UNOCAL CORP versus MESA PETROLIUM, Tribunal Supremo de Delaware, 1985.

⁴⁹ Caso REVLON versus MAC ANDREWS & FORBES HOLDINGS, Delaware 1986

criterios como la preservación de la cultura empresarial o protección de los accionistas por falsa o errónea creencia respecto del valor de la sociedad.⁵⁰

Otra razón para el declive del mercado de control corporativo fue el establecimiento de una legislación anti OPA de carácter proteccionista en EEUU que limitaban las tomas de control. De esta forma las legislaciones estatales sufrieron una evolución sobre la materia. La primera generación de medidas fue la obligatoriedad de una inscripción previa en la oficina del secretario de estado para la realización de un control administrativo de las ofertas públicas de adquisición. Este tipo de regulación fue invalidado por el Tribunal Supremo en el caso *Edgar versus MITE* con relación al estado de *Illinois* que las declaró inconstitucionales por considerar que la legislación de este estado se había extralimitado la competencia societaria exclusiva de la legislación federal. La segunda generación en este tipo de regulación comenzó con la exigencia del *control share acquisition statutes*, es decir, de la aprobación previa de los accionistas no interesados, todos excepto el oferente, para la adquisición o para el ejercicio del derecho a voto de una participación superior a un determinado porcentaje del capital social. Siguiendo a *Maryland* otros estados exigieron la aprobación por mayorías reforzadas de accionistas no interesados o el pago de un precio justo o *fair price statutes* en aquellas operaciones que se llevaran a cabo con posterioridad al término de la oferta de adquisición. Otros estados establecieron las *redemption statutes*, regulación las ofertas parciales las cuales se obligaba al accionista que superare el 30% del capital social a realizar una oferta de adquisición a los restantes accionistas por el precio

⁵⁰ *IVANHOE PARTNER* versus *NEWMONT MININO CORP*, Delaware 1987. *PARAMOUNT COMMUNICATION INC.* versus *QVSCNETWORK INC*, Delaware 1993. *UNITRIN INC.*

más alto que haya desembolsado en la oferta anterior para hacerse con el paquete accionario. También se han aprobado las *other constituency statutes*, regulaciones que permiten a la administración de la sociedad *target* a considerar intereses ajenos al de los accionistas como el interés de los acreedores, los trabajadores clientes. La tercera generación de normas sobre la materia consiste en los *moratorium statutes*, las cuales prohíben cualquier fusión u otra transacción entre la sociedad *target* y la sociedad oferente durante un periodo de tiempo desde que tuvo lugar la adquisición por la segunda de un determinado porcentaje de acciones a menos que dicha operación sea aprobada por el consejo de administración de la sociedad ofertada con anterioridad a la oferta.⁵¹

Otra causa para el declive del mercado de control corporativo en EEUU se debe a razones de carácter económico. En primer lugar, la recesión de finales de los años ochenta que produjo un aumento en la inflación y una baja en la tasa de interés lo que significó un desvío de los excedentes de los ahorrantes hacia el sistema bancario. En segundo lugar, a finales de los ochenta se produjo una contracción del mercado de financiamiento de las tomas de control lo que significó que fuera difícil financiar tomas de control hostiles principalmente. Entre los motivos de esta contracción en el financiamiento de las OPAs se encuentran los abusos y escándalos financieros lo que produjo una reticencia de los inversionistas hacia este tipo de operaciones.

versus *AMERICAN GENERAL CORP*, Delaware 1995.

⁵¹ Este tipo de regulación ha sido criticada ya que favorece los intereses de los administradores por sobre el interés de los accionistas. EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Cambridge. Op Cit. pp 222 y ss. .

En la década de los noventa las tomas de control se caracterizan principalmente por ser no hostiles, tomas de control acordadas y apoyadas por la administración, mediante alianzas estratégicas. Esta paralización del mercado de control corporativo por falta de toma de control hostiles transforma la realidad de los mercados en EEUU. Se puede afirmar que se asemeja a las características tradicionales del mercado continental europeo en las cuales las OPAs son muy reducidas y no se considera en este aspecto como medio de control externo de las sociedades.

II.5 IMPORTANCIA Y EVOLUCIÓN DEL MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO

La importancia del mercado de control corporativo, reitero, es el efecto disciplinador o represivo y un efecto preventivo respecto de la administración de las sociedades. El primer efecto consiste en que la mala administración es removida de sus cargos debido a la toma de control de la sociedad por un inversionista que identificó a la administración como causa de la subvaloración de las acciones de dicha sociedad. El segundo efecto se refiere a que la administración tendrá como objetivo la maximización del valor de la sociedad que se ve reflejado en el valor de las acciones para evitar que se realice una toma de control y sean removidos de sus cargos. La hipótesis disciplinaria se vincula con la hipótesis de los mercados eficientes en virtud de la cual los precios de las acciones refleja la información existente en el mercado respecto de la sociedad. Así se ha sostenido en la literatura económica tres versiones de esta hipótesis, a saber: la forma débil, cuando el precio de la acción refleja la información histórica del precio de esa acción; la forma semifuerte, la cual sostiene que el precio de la acción refleja toda la información pública disponible respecto de la sociedad; la forma fuerte que sostiene que la acción refleja tanto la información pública disponible como la información privada.⁵²

Estos efectos han sido sostenidos por el análisis económico y apoyados por estudios empíricos. Se ha señalado que la OPA es una recompensa para los

⁵² COX, James, HILMAN, Robert y LANGEVOORT, Donald. Securities Regulation. Cases and Material. Boston, Toronto, London, 1991, pp 31 y ss.

inversores que localizan sociedades infravaloradas, debido a los costos que incurrieron para obtener dicha información. Además se ha sostenido que la situación de endeudamiento de la sociedad adquirente impulsa a la nueva administración a maximizar el valor de las acciones beneficiando de esta forma al resto de los accionistas. En consecuencia, las tomas de control crean riqueza en mayor cuantía para los accionistas de la sociedad objeto de la adquisición y por ello la política pública debería ser remover todos los impedimentos para que se produzcan dichas adquisiciones.⁵³ Además estos resultados han sido apoyados por estudios empíricos que demuestran que las sociedades objeto de OPA cuya administración ha sido removida se encontraban subvaloradas en el mercado. La evidencia empírica sugiere que los accionistas de las sociedades *target* se benefician de manera considerable con el cambio de control. Las cambio de control exitosos aumentan la cotización de la sociedad *target* en un promedio cercano a un 30%.⁵⁴

Sin embargo, existe una fuerte crítica a la hipótesis disciplinaria como mecanismo de control externo de la administración. Se ha sostenido que los inversionistas no buscan sociedades que actualmente tengan una mala administración ya que el riesgo asociado a realizar dichas inversiones es muy alto, es por ello que sólo están dispuestos a invertir en sociedades cuyas acciones se encuentran infravaloradas por otras razones. Además se ha criticado la hipótesis de los mercados eficientes y por lo tanto que la infravaloración de una sociedad no refleje necesariamente la información que

⁵³ JENSEN, Michael y RUBACK, Richard, The market for corporate control: the scientific evidence. *Journal of Financial Economics*,(11) 1983.p. 5.

⁵⁴ JARRELL, G y NETT, J. The Market for Corporate Control: The empirical evidence since

existe respecto de esa sociedad. Por ello no es necesario que el precio de las acciones de una sociedad refleje precisamente a una mala administración. Finalmente se ha afirmado que las tomas de control tienen lugar en forma cíclica en la economía y no se puede afirmar, de la misma forma, que la mala administración se realiza en el mismo ciclo sino más bien que las tomas de control obedecen a otros factores.

II.6 MERCADO DE CONTROL CORPORATIVO EN CHILE: EVIDENCIA EMPÍRICA.

La evidencia empírica disponible⁵⁵ sugiere que la mayoría de las operaciones de toma de control han sido amistosas, generalmente a través de transacciones privadas. Lo anterior se explica por las características que tiene el mercado chileno que se asimilan al sistema orientado hacia la banca.

Existe evidencia empírica que demuestra que en Chile los montos transados corresponden en promedio al 10% del patrimonio bursátil, es decir, sólo el 10% de la propiedad de las sociedades en bolsa cambia de dueños. En contraste, en EEUU la rotación haría equivale al 90% al año.

Además el mercado accionario chileno es altamente concentrado lo que se refleja en el porcentaje que son propietarios los accionistas mayoritarios y controladores en muchas sociedades nacionales. En promedio el accionista mayoritario- en sentido de cantidad de acciones y no en términos legales- es dueño del 50% de las acciones. El segundo accionista es dueño de poco más del 10% de las acciones, en consecuencia, no puede bloquear las decisiones del controlador. Sin embargo las decisiones que requieren

⁵⁵ ALVAREZ BUSTOS, Carola. Mercado de Control Corporativo en Chile. Tesis de Magister de Ciencias de la Ingeniería. Santiago. Pontificia Universidad Católica de Chile. Año 1999. En este estudio se analizó las más importantes tomas de control que se habían realizado hasta ese entonces.

quórum calificado el controlador requeriría de la colaboración de los tres mayores accionistas.⁵⁶

La estructura de control en Chile según demuestra la evidencia empírica respecto de los cinco grupos económicos más importantes se caracteriza a una estructura de propiedad denominada “*multicapas*”, esto es, se estructura en diferentes niveles de propiedad. El primer nivel corresponde a sociedades de inversión, que manejan directamente los grupos controladores. El segundo nivel corresponde a las sociedades *holding* que son controladas por las sociedades de inversión. El tercer nivel corresponde a las sociedades subsidiarias. Los grupos mantienen el control directo de las sociedades

⁵⁶ Otros estudios indican que al considerar todas las empresas listadas en bolsa el mayor accionista es propietario, en promedio, del 46.2% de las acciones, mientras que los tres y cinco mayores accionistas mantienen, en promedio, el 73.6% y 88.6% de la propiedad respectivamente. AGOSÍN, M. y E. PASTÉN Corporate Governance in Chile. Meeting on Corporate Governance in Developing Countries and Emerging Economics by OECD Development Center and the European Bank for Reconstruction and Development. París, abril. 2001 y LEFORT., WALKER E. Ownership and Capital Structure of Chilean Conglomerates: Facts and Hypothesis in Chile. *Revista ABANTE*, Vol 3, N° 1, abril. 2000. De hecho, la concentración de la propiedad en Chile en términos del control de la empresa es aún mayor debido a la presencia de estructuras de propiedad interrelacionada que constituyen los llamados "grupos económicos" o conglomerados. La existencia de estos grupos implica que los diferentes accionistas reportados en la Ficha Estadística Codificada Uniforme (FECU) por las sociedades anónimas abiertas chilenas pueden corresponder, de hecho, a la misma persona utilizando diferentes vehículos de inversión o a diferentes accionistas actuando en común bajo el paraguas de un grupo. Estos grupos dominan el paisaje corporativo chileno. A partir de una muestra compuesta por todas las sociedades anónimas abiertas chilenas no financieras, Entre los alrededor de 50 conglomerados registrados por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) controlan sobre el 73% de las sociedades anónimas abiertas y sobre el 90% de sus activos. La propiedad del capital accionario consolidado de las empresas afiliadas a grupos económicos se divide en un 57 % en manos de los controladores, un 25% repartido entre fondos de pensiones y ADR, y alrededor de un 15% repartido entre otros accionistas minoritarios. Aproximadamente la mitad de los grupos económicos que operan en Chile son controlados por capital extranjero. Además, el alto grado de concentración de la propiedad y del control no parece estar disminuyendo, sino que por el contrario, ha ido en aumento durante los 90s. De hecho, empresas que fueron privatizadas dispersando su propiedad hacia fines de los años 80 hoy tienen propiedad concentrada.

holding y presentan una alta repetición de miembros del directorio en las sociedades de las cuales son propietarios con la finalidad de monitorear las sociedades de modo más directo. En consecuencia, las sociedades que transan sus títulos en bolsa se encuentran altamente concentradas por lo relativamente pequeño del mercado chileno. Además para adquirir el control de una sociedad indispensable negociar directamente con los accionistas que tiene el control y sería poco probable que existieran tomas de control hostiles.

Como consecuencia de lo anterior, el mercado de control corporativo en nuestro país no es un mecanismo externo de disciplina de la administración ineficiente porque, primero, las sociedades son controladas por el accionista mayoritario y por tanto es casi inexistente el problema de la agencia⁵⁷ y, segundo, para adquirir el control de la sociedad necesariamente se requiere la colaboración de la administración. Esto indicaría que el motivo principal de las tomas de control en nuestro país ha sido la búsqueda de sinergia, economías de escala, o crecimiento en el mercado, y que en la mayoría de los casos de tomas de control se mantuvo en sus cargos a la administración. Evidencia de esto es que las sociedades oferentes pertenecían al mismo negocio que las sociedades *target*.

La evidencia empírica sugiere que muchas veces las transacciones privadas eran la única manera de tomar el control de una sociedad en el mercado

⁵⁷ La única hipótesis en que se podría dar falta de monitoreo en una sociedad sería el caso que el propietario de una sociedad lo fuera a la vez de otras sociedades. En este caso por lo limitado de la capacidad y tiempo las sociedades de las cuales es propietario fueran administradas por la administración. Esta variante del problema de la agencia ocurre en la hipótesis en un país pobre donde la concentración de la riqueza sea extrema. Ver en DENSETZ, Harold, op cit, p. 206.

chileno. En muchas ocasiones el controlador además de tener el control en virtud de las acciones de las cuales era propietario además contaba con la confianza de los demás accionistas, en consecuencia, la única forma de acceder al control es adquirirlo de quien actualmente dispone de éste.

Los segundos accionistas cumplen generalmente un rol de monitoreo de la gestión de los controladores⁵⁸. Sin embargo, en un mercado como el chileno que se encuentra orientado hacia la banca la entrada de un socio estratégico es fundamental para el financiamiento de la sociedad ya que de esta forma se logra obtener mayor financiamiento en el mercado financiero.

De lo anterior se puede colegir que el mercado de control corporativo en Chile no es relevante y que nuestro mercado se acerca al modelo orientado hacia la banca.

La evidencia muestra en la mayor parte del mundo no existe dispersión de la propiedad dentro de las sociedades anónimas⁵⁹. La forma dominante de empresa en el resto del mundo es la de estructuras con propiedad

⁵⁸ Los inversionistas institucionales constituyen un importante accionista minoritario. La relativa simpleza que se observa en las estructuras de los conglomerados chilenos se debe, al menos en parte, a las regulaciones impuestas sobre las administradoras de fondos de pensiones respecto a las características que deben tener las empresas en las que ellas deciden invertir. La experiencia reciente indica, además, que ésta no es la única contribución al gobierno corporativo en Chile de las AFP. De hecho, en varios casos de adquisiciones de empresas chilenas y de decisiones corporativas, en general, las AFP han sido importantes para llamar la atención de la autoridad económica y la opinión pública respecto a supuestas violaciones a los derechos de los accionistas minoritarios. En cualquier caso, la tendencia reciente que han mostrado las AFP para vender sus acciones en negociaciones que se producen en torno a tomas de control indica que ellas también se preocupan de la liquidez de sus inversiones

concentrada. Esta evidencia, en principio, es consistente en que el principal determinante de la estructura y gobierno corporativo es el grado de protección legal a los inversionistas. Esto es así, en parte, porque en la mayoría de las economías del mundo no existe un mercado de capitales suficientemente desarrollado como para generar un mercado por control activo y eficaz. Además, los incentivos a ejecutivos no son empíricamente importantes, y en muchos casos podrían, de hecho, usarse como un mecanismo adicional de expropiación.

La figura más común en economías emergentes y en desarrollo es el conglomerado o grupo. Esto es un grupo de empresas dedicadas a negocios no necesariamente relacionados, pero que tienen un controlador o accionista mayoritario común o que se encuentra relacionado mediante pactos o sociedades. Estos conglomerados ejercen control sobre las empresas afiliadas mediante estructuras piramidales, series de acciones preferentes y tenencias cruzadas de acciones. El objetivo normalmente es aumentar los derechos políticos o de voto en la corporación en mayor proporción que los derechos sobre los flujos de caja o dividendos. Estas estructuras corporativas complejas significan un aumento en los incentivos que tienen los controladores para expropiar a los accionistas minoritarios. Además, mediante estos mecanismos los controladores construyen un escudo que evita las tomas hostiles de control eliminando una de las formas naturales de gobierno corporativo y control externo del problema de agencia entre accionistas controladores y minoritarios.

⁵⁹ LA PORTA, R., F.LOPEZ, a. SHLEIFER y R. ViSHNY "Corporate Ownership Around the World", Journal of Finance, 54. 1999

A pesar de los problemas que se suscitan cuando las corporaciones toman la forma de conglomerados, el uso generalizado de estas estructuras en economías en desarrollo y emergentes y su persistencia en el tiempo indican que esta forma de organización presenta algún tipo de beneficio comparativo respecto a otras estructuras corporativas). Las principales razones que se mencionan para explicar que incorporación a un conglomerado⁶⁰ puede ser beneficiosa en una economía emergente se relacionan con la existencia de problemas de mercado causados por información imperfecta, mala regulación y supervisión, corrupción, mercados de capitales e intermediarios financieros poco desarrollados y poco competitivos. Los beneficios se deben entonces a la creación de sinergias operacionales, administrativas y financieras entre las empresas pertenecientes al conglomerado. Las falencias del mercado de capitales, en general, y la falta de intermediarios financieros competitivos es contrarrestada mediante la creación de un mercado de capitales interno, que permite ahorrar en costos de transacción y asignar fondos entre los diferentes negocios del conglomerado. Los conglomerados en economías emergentes atesoran poder político que les permite sortear la burocracia estatal y la corrupción. Además, cuando los activos del grupo alcanzan un tamaño no trivial comparado con la economía local y no existe un mercado de capitales líquido y profundo donde diversificar riesgos de portafolio, la organización en la forma de un conglomerado puede constituir una adecuada estrategia de diversificación del riesgo de la compañía que también ha sido considerada beneficio.⁶¹

⁶⁰ LEFORT F., WALKER. E. Corporate Governance: Challenges for Latin America. Revista ABANTE, Vol 2, N° 2, octubre. 2000

⁶¹ PAREDES, R. y J. M. SÁNCHEZ. "Grupos Económicos y Desarrollo: El Caso de Chile". Ilades- Georgetown. Mimeo. 1994. Señalan que los grupos económicos en Chile responden

a la necesidad de resolver la poca profundidad de los mercados financieros y de factores que afectan a una economía emergente como la chilena. La identidad y características de los grupos económicos en Chile han ido cambiando en respuesta, probablemente, al desarrollo de la economía chilena y sus mercados. Una visión menos positiva de la conglomeración en economías emergentes tiene relación con la mayor posibilidad de expropiación a accionistas minoritarios que permiten las estructuras de propiedad de los conglomerados. Lo anterior debido a la mayor posibilidad de separar los derechos de flujo de los derechos de control que estas estructuras permiten. Se ha sostenido por la literatura que la incorporación a los conglomerados tiene sobre el desempeño de las empresas en Chile. Estos autores encuentran que la pertenencia a un grupo económico reduce significativamente el valor de mercado. Esto indicaría que, en promedio, los costos de expropiación a los que está expuesta la empresa afiliada son, en promedio, mayores que los beneficios obtenidos por la existencia de un mercado de capitales interno u otros. Sin embargo, el valor de la empresa afiliada aumenta con el porcentaje de flujos de caja que es propiedad de los controladores para un valor dado de derechos de voto. Es decir, cuando los controladores aumentan su porcentaje de propiedad de las acciones del conglomerado consolidado el valor de la empresas afiliadas tiende a aumentar. Esta evidencia indica que, en el caso de Chile, los costos de expropiación a los accionistas minoritarios sobrepasan a los beneficios que potencialmente entrega el conglomerado, cuando los controladores ejercen dicho control con un porcentaje relativamente bajo de la propiedad accionaria (menos del 46%). Sin embargo, cuando los controladores aumentan su porcentaje de la propiedad del conglomerado, disminuyendo sus incentivos a expropiar a los accionistas minoritarios, lo que termina aumentando el valor de la empresa.

CAPÍTULO III VALOR DEL CONTROL, PREMIO DE CONTROL Y SU PROPIEDAD: ANÁLISIS CRÍTICO.

En doctrina ha existido un intenso debate respecto del premio de control. El problema radica en que, por una parte, el valor por el control se asocia a creación de riqueza y, por otra parte, se asocia a la capacidad del controlador entrante de extraer valor a los accionistas minoritarios.

Las soluciones planteadas respecto a este problema se pueden dividir en dos: la primera, que denominaré *preventiva o ex ante* que se caracterizan por tratar de eliminar o al menos restringir el pago de las primas de control por considerarlas ineficientes, inequitativas y perjudiciales para la sociedad y los accionistas. La segunda que denominaré *represivas o ex post* que señalan que el problema de la extracción de valor a los accionistas minoritarios, y las conductas oportunistas asociados a ello, debe evitarse a través de los deberes fiduciarios de la administración y suficientes mecanismos legales (Vgr. Sanciones administrativas y multas) que permitan la protección de los accionistas minoritarios con posterioridad a la conducta oportunista del controlador o la administración. A continuación analizaremos críticamente los fundamentos de estas hipótesis.

III.1 LA HIPÓTESIS DEL PREMIO DE CONTROL COMO REFLEJO DE EXTRACCIÓN DE VALOR

Se ha sostenido en la literatura especializada que una de las razones que motivan a las tomas de control no son la creación de valor de la sociedad sino que es la expropiación de valor

Las adquisiciones basadas en la maximización de la posición de la administración de la sociedad adquirente denominadas *managerialism* la administración busca maximizar la dimensión de la sociedad más que maximizar los beneficios. La administración busca de esta forma una mayor inmunidad frente a las tomas de control hostiles. Sin embargo, se ha demostrado empíricamente que el aumento de las dimensiones de la sociedad implica una disminución de la eficiencia de esta y por tanto una disminución del valor de las acciones en el mercado pasando a ser sociedades objeto de ofertas de adquisición.

Pero la tesis más difundida al respecto es que la toma de control se busca principalmente controlar los precios de transferencia y extracción de oportunidades corporativas⁶² que involucran la extracción de valor a escala administrativa. De esta forma el quien tiene el control puede tomar decisiones que benefician a sus empresas relacionadas donde tenga una mayor participación a través de precio de venta de activos. Se ha sostenido que el valor por el control, además, se encuentra asociado a la

⁶² En nuestro país estas consideraciones inspiraron las modificaciones legales de Oferta Pública de Adquisición de acciones y Gobiernos Corporativos. Un ejemplo de lo anterior en CLARK, Alvaro. Modernización del mercado de capitales chileno: la nueva ley de ofertas públicas de adquisición de acciones y gobiernos corporativos. Serie Documentos de Discusión, n°7, Superintendencia de Valores y Seguros, Chile.

información que posee el controlador sobre los negocios de la empresa mediante la cual puede maximizar el valor de otras compañías en la que el controlador tenga participación. Un segundo tipo de expropiación a los minoritarios se produce en los grandes eventos corporativos que involucran extracción de valor a los propietarios a través de la captura del premio de control (en el caso que se asuma la hipótesis que el premio de control pertenece a la sociedad y a todos los accionistas).

Se ha señalado además que la falta de regulación sobre estas materias incide directamente en el precio que el mercado le asigna a las acciones que entregan el control de una sociedad. Así estudios han comprobado que en EEUU el promedio que se paga como premio de control es de 4% ya que se trata de un mercado regulado. En cambio, en Italia asciende al 80% ya que es un mercado donde estas materias se encuentran poco reguladas.⁶³ Sin embargo, esta evidencia empírica se refiere a todo el sistema de gobierno corporativo y no exclusivamente a la conveniencia de una OPA obligatoria y tampoco a la eficiencia o no de la existencia de premio por el control. Así parece poco convincente, a partir de estos datos, sostener la eficiencia de eliminar el premio por el control por medio de procedimiento de OPA.

Un sector de la doctrina afirma incluso que el premio por el control es antijurídico⁶⁴. Esta posición se fundamenta en que toda persona o grupo de personas debe responder de sus actos, por lo cual el controlador debe ejercer el principio mayoritario de modo que no se perjudiquen los

⁶³ FISCHER, Ronald. Valor de control, El Mercurio, Abril 21 de 1999. También en DYCK, Alexander y ZINGALES, Luigi. "Private Benefits of Control: An international Comparison. Harvard Business School. Working Paper. December 2001.

derechos de la sociedad y los de los accionistas minoritarios lo que se deriva del artículo 30 de la LSA:

“Los accionistas deben ejercer sus derechos sociales respetando los de la sociedad y los de los demás accionistas”.

El conflicto entre accionistas se va a presentar cuando el controlador tenga conflicto de intereses en ciertas decisiones a adoptar por la sociedad. Como la voluntad de la sociedad se forma por la voluntad de la mayoría, siempre estos conflictos de interés debieran resolverse en beneficio del controlador. Ello implicaría, sostiene, privilegiar a este por sobre la sociedad y los otros accionistas, lo que es contrario al deber de respetar el interés de la sociedad y de los demás accionistas establecido en la legislación. Todos los accionistas son inversionistas y por lo tanto cualquier acuerdo ejerciendo el principio de voto por mayoría que pueda afectar la valorización de sus acciones les perjudica, y por lo tanto incumple el contrato de sociedad. El pagar un valor superior por aquellas acciones que otorgan el control de una sociedad es ilícito (por significar una expropiación del valor de los accionistas minoritarios). Lo único que tendrían los controladores, sostiene, es el supuesto derecho a imponer sus decisiones sobre la voluntad de los demás accionistas, lo que es valioso únicamente cuando hay conflictos de interés, los que se resolverán a favor del controlador. El valor del control sería en sí mismo *antijurídico*, porque en el fondo es el precio por un derecho que no existiría en nuestro derecho cual es imponer algo a otros que es contrario a sus intereses y que el sólo hecho de pagar por ello importa in incentivo

⁶⁴ LYON PUELMA, Alberto. Personas Jurídicas. Ediciones Universidad Católica de Chile, 2003. También en LYON PUELMA. Conflicto de interés en las sociedades. Revista Chilena de Derecho. Vol 29 (1): pp.47-93, 2002.

a cometer el ilícito, pues infringir el derecho de los accionistas minoritarios en caso de conflicto de interés sería la única forma de recuperar lo invertido por el control, lo que provoca que el acto sea absolutamente nulo por carecer de causa ya que la misma sería ilícita. El motivo que induce al acto jurídico sería contrario al orden público, esto es, un acto que atenta contra principios, normas o reglas que miran a los intereses de mayor importancia para la sociedad, o en contra de la organización considerada como necesaria para el buen funcionamiento de la sociedad. Sin embargo, esta posición parece poco razonable a partir de los argumento que sostendremos a continuación.

Sin embargo, el art. 30 de la LSA lo que establece, en nuestra opinión, es un deber general de cuidado respecto de los accionistas con los intereses de la sociedad y de los demás accionistas.

Además la postura del profesor Lyon no tiene en consideración importantes disposiciones de nuestro sistema legal. Así, el art. 44 de la Ley SA modificado por la Ley 19.705 que establece restricciones legales a los directores de las SA para realizar operaciones en que el director tenga interés⁶⁵ sea personalmente o como representante de otra persona⁶⁶.

⁶⁵ Existen presunciones de derecho referidas al interés por parte del director. Así se presume de derecho –no se admite prueba en contrario– que existe interés de un director en toda negociación, acto, contrato u operación en la que deba intervenir él mismo, su cónyuge o parientes hasta el segundo grado de consanguinidad o afinidad, o las sociedades o empresas en las cuales sea director o dueño directo o a través de otras personas naturales o jurídicas de un 10% o más de su capital o las sociedades o empresas en las cuales alguna de las personas antes mencionadas, sea director o dueño directo o indirecto de un 10% o más de su capital; y las personas por quién el director actué como representante. También se presume de derecho que existe interés por parte del director en el caso que éste o personas relacionadas con él presten asesoría para la celebración del acto o contrato.

⁶⁶ No se entenderá que actúan como representante de otra persona, los directores de las sociedades filiales designados por la matriz, ni aquellos que representen al Estado, a los

Dichas operaciones deben ser aprobadas por el directorio, se deben ajustar a condiciones de equidad a las que habitualmente prevalecen en el mercado y existen deberes especiales de información⁶⁷ y sanciones⁶⁸ y acciones legales en caso de infracción. . De esta forma existe un límite formal que consiste en la aprobación de dicha operación por el directorio, y un límite material que consiste en que la operación se enmarque en condiciones de mercado para evitar así discriminación de precios. El directorio es el que esta facultado para determinar las condiciones de mercado que son equitativas, con abstención del director con interés, y en el caso que no sea posible determinar dichas condiciones el directorio nombrará dos evaluadores independientes. Además se faculta a los accionistas que representen un 5% o más de las acciones emitidas con derecho a voto que se cite a una junta de accionistas de carácter extraordinario para que resuelva respecto de la operación, con un quórum de 2/3 partes, en el caso que estimaren que las condiciones no son favorables a los intereses sociales o las evaluaciones respecto a las condiciones de mercado sean sustancialmente disímiles entre sí.

Además en el título VIII en su art. 89 la ley de SA establece restricciones para el caso de operaciones entre sociedades coligadas, entre la matriz y

organismos de administración autónoma, empresas fiscales, semifiscales (ver art. 44 inc

3)
⁶⁷ Dichos actos o contratos deben ser informados a la SVS como hecho esencial. Así también se debe informar respecto de los miembros de evaluación de las condiciones de mercado. Además el controlador o persona relacionada que pretende realizar la operación, en que tenga interés el director, deberá informar al directorio y accionistas oportunamente toda la información disponible respecto de dicha operación. El nivel de información exigido es el mismo que el exigido a favor de la SVS, bolsas de valores y agencias reguladoras extranjeras- vgr. SEC- conforme al art. 44 inc 10 de la ley de SA.

⁶⁸ La infracción al art 44 no se encuentra sancionada con la nulidad de los actos o contratos u otra operación contrario a ésta disposición. Sin embargo, se da derecho de exigir indemnización de perjuicio contra el director interesado. Además existe acción de reembolso a favor de la sociedad por el total de los beneficios que hubiera obtenido de dicha operación.

sus filiales, las filiales entre sí, o con las coligadas, y las operaciones que efectuó una sociedad anónima abierta, ya sea directamente o a través de otras entidades pertenecientes al mismo grupo empresarial con personas relacionadas- en el sentido del art. 100 de la LMV. En todas estas hipótesis es necesario que se observen condiciones de equidad similares a las que habitualmente prevalecen en el mercado. Se establece responsabilidad específica respecto de cualquier perjuicio que se cause a la sociedad respecto de los administradores, en especial el directorio. Estas restricciones se aplican de igual forma a las sociedades que no sean SA.

En consecuencia, el argumento presentado por el profesor Lyon es inverosímil conforme a nuestra legislación vigente.

III.2 EL PREMIO DE CONTROL COMO INCENTIVO A LA CREACIÓN DE VALOR

La literatura especializada⁶⁹ ha identificado diversas motivaciones para realizar una oferta de adquisición de acciones pagando un premio de control.

Por un lado, se ha sostenido que las ofertas de adquisición de acciones se deben principalmente a la maximización de valor para los accionistas mediante el aumento del precio de las acciones de la sociedad. Ello ocurre en el caso en que los oferentes tienen la expectativa de obtener beneficios a través de la sinergia entre dos sociedades, es decir, de la combinación del valor y/o de las características de ambas sociedades de las cuales son titulares⁷⁰. Así el valor de la nueva sociedad resulta mayor a la de la suma de ambas sociedades individualmente consideradas por diferentes motivos, por ejemplo, motivos financieros, operacionales, creación de nuevas oportunidades de negocios.⁷¹

Otra motivación que se ha señalado en la literatura para las ofertas de adquisición es aumentar el poder de mercado de la sociedad. Se puede realizar a través de una *horizontal merger*, es decir, la adquisición de empresas competidoras. La otra forma es la *conglomerate merger*.

⁶⁹ Para una visión panorámica de las motivaciones para realizar una fusión o adquisición ver en MASCAREÑAS, Juan. Op cit, p.p 1 y ss.

⁷⁰ La sinergia es el objeto principal de las *vertical combinations* es decir adquisiciones para asegurarse una fuente de suministro, una cadena de distribución. Ver en MASCAREÑAS, Juan. Manual de fusiones y Adquisiciones: Razones económicas de las fusiones y adquisiciones de empresas, op cit.

⁷¹ ROMANO, Roberta. A guide to takeover: theory, evidence and regulation. Yale Journal on Regulation. (9), 1992.

En definitiva, el valor de control obedece a diferentes motivaciones que dan una utilidad específica al oferente para que este dispuesto a pagar el valor de control. La literatura ha demostrado que la principal motivación es administrar los activos de la sociedad de forma más eficiente, y en consecuencia, se aumenta el precio de la acción. De esta forma para el inversionista tiene más utilidad, en un sentido económico, adquiriendo las acciones que le dan el control que mantener los flujos en su poder. En cambio para el accionista es más valioso obtener flujos a través de la compra de sus acciones que mantener las acciones en su poder. Esta diferencia es la utilidad lo que permite el intercambio de bienes y servicios como ampliamente ha sido desarrollado en la Teoría Económica.⁷²

En definitiva sostenemos que es válido desde el punto de vista económico la existencia de un premio por el control de una sociedad.

Estas diferentes posiciones nos permiten concluir que las motivaciones para buscar el control corporativo son múltiples. Sostener que la búsqueda de control se debe a la búsqueda de extracción de valor es prejuzgar los motivos que la impulsan.

⁷² En la teoría económica moderna el concepto fundamental es la utilidad. Así la Utilidad supone que los agentes económicos poseen información completa acerca de todo lo que se relacione con su decisión, pues conoce todo el conjunto de bienes y servicios que se venden en los mercados, además de conocer el precio exacto que tienen y que no pueden variar como resultado de sus actos adicionalmente también conocen la magnitud de sus ingresos. De lo anterior se deriva la idea de definir a la utilidad como la cualidad que vuelve deseable a un bien, y de medir la utilidad en unidades abstractas como son los útiles, medidas que sólo tienen un significado subjetivo. Así el controlador saliente puede bloquear la transferencia, estará dispuesto a vender sólo si le pagan al menos el valor que el control, tiene en sus propias manos. Por su parte, el controlador oferente podrá hacerle una oferta conveniente al saliente sólo si la suma de los dividendos que espera recibir más los flujos futuros y beneficios de los que se apropia es mayor que para el saliente. En CABRERA, A. p 42.

III.3 PROPIEDAD DEL PREMIO DE CONTROL

Independiente de las motivaciones del inversionista en tomar el control de una sociedad este estará dispuesto a pagar, lo que se llama en la literatura especializada, un *premio por el control*.

Es, en primer lugar, necesario precisar en concepto de premio de control. Para ello hay que realizar la distinción entre valor de control y premio de control para entender el problema adecuadamente. A) *Valor de control*: es el *valor unitario e indivisible* el cual no tiene relación con el número de acciones que tenga el titular del control sino que dice relación con la facultad de tomar las decisiones dentro de la sociedad. A este valor el controlador le asigna un precio determinado. Es por ello que el titular del control sólo estará dispuesto a transferir su control por un precio unitario e indivisible⁷³. B) *Premio de control*, en cambio, su cálculo se realiza de la siguiente manera, a saber: El valor de control (que es un precio unitario e indivisible) se divide por el número de acciones que esta dispuesto a enajenar controlador saliente. El resultado es el precio de la acción que otorga el control. El premio de control se calcula restando al precio de la acción del controlador el precio de mercado bursátil de dicha acción.

La importancia de esta distinción es que en un mercado donde existan personas que son titulares del control éstas sólo lo transferirán si el oferente esta dispuesto a pagar el valor de control. Para el controlador es irrelevante el costo total del oferente. Por ello en el caso que exista una obligación de realizar una OPA obligatoria en un mercado concentrado -

como lo es el chileno- en único efecto relevante es la elevación de los costos para el oferente para obtener el control de una sociedad y, en consecuencia, desincentivando TODA toma de control.

En doctrina se ha discutido acerca de quien es el propietario de dicho premio y dichas teorías se pueden clasificar entre aquellas que señalan que el premio de control a) pertenece a todos los accionistas y de la sociedad y b) pertenece al controlador saliente. Según la alternativa que se adopte sobre esta materia será la perspectiva con la cual se regule la Oferta Pública de Adquisición de Acciones y, en consecuencia, el mercado de control corporativo.

Teorías que señalan que el premio de control es de todos los accionistas.

Dentro de ellas se puede destacar la teoría del *corporate asset* que consiste en que el control es un activo social y que dicho valor no puede ser apropiado por el controlador ya que pertenece a la sociedad. En consecuencia, en el caso que el controlador reciba una oferta por sus acciones deberá comunicarlo al resto de los accionistas de la sociedad a quienes les corresponderá la decisión de aceptar o rechazar tal oferta y de apropiarse de la prima que se pague.

⁷³ Se ha señalado que el valor de control es igual a la prorrata de los dividendos que recibe el controlador más el valor de los flujos y beneficios de los que se apropia. En CABRERA , A. DE LA CUADRA, S., GALETOVIC, A , et al. Op cit p 42.

Otra teoría, que se denomina *prima soborno*, sostiene que la finalidad del premio por el control es sobornar a la administración y al controlador de la sociedad *target*, para negociar privadamente de cesión de la administración y del control con exclusión de los accionistas minoritarios.

Otros señalan que el controlador entrante puede percibir que es capaz de generar riqueza debido a su gestión, por lo tanto considera que el valor de la compañía es mayor y esta dispuesto a pagar un sobreprecio a todos los accionistas. Sostiene que por ello el premio de control no pertenece a ningún accionista por sí sólo sino que corresponde al valor económico que arroja la debida evaluación de la sociedad en su totalidad, con todos sus flujos financieros, activos y pasivos. Por lo tanto, el premio por el control no lo tiene los controladores ni tampoco ningún accionista en particular.⁷⁴

El premio por el control pertenece al controlador saliente: nuestra opinión.

En nuestra opinión parece razonable que el controlador saliente se apropie del premio de control por las siguientes razones:

- 1) En primer lugar, se advierte una clara y cada vez más pronunciada separación en los distintos intereses existentes en la sociedad de capitales por excelencia, se pueden señalar a)
Inversionistas de largo plazo: son aquellos accionistas que ven en la sociedad una posibilidad de obtener una renta periódica, segura

⁷⁴ CLARKE ,Alvaro. Modernización del mercado de capitales chileno. Op. cit. p.21-22.

y estable principalmente a través de la distribución de dividendos.

b) Inversionistas de corto plazo: son aquellos accionistas que ven en la sociedad una oportunidad de obtener una ganancia rápida, que tienen un mero afán especulativo y que por lo tanto tienen escaso involucramiento en la gestión de la sociedad. Los accionistas minoritarios, que se refiere a las letras a) y b), que corresponden a aquellas personas que buscan determinada rentabilidad y no ganar premios de control. Estos accionistas ni siquiera se representan tal posibilidad de ganar un premio de control al momento de invertir. Estos accionistas buscan tener un portafolio de inversión diversificado para que en su conjunto le proporcione una rentabilidad adecuada. Los accionistas minoritarios cedieron el control en forma explícita o implícitamente. Pretender obtener el premio por el control es una conducta oportunista post-contractual. Finalmente, en una sociedad existen los Inversionistas con motivación empresarial: Su motivación principal es dirigir la compañía, ya sea para concretar un proyecto propio de negocios, para mantener un negocio dentro de un grupo empresarial, etc., para lo cual es esencial contar con el control de dicha compañía.

- 2) En este contexto, se justifica en nuestra opinión, que el controlador se apropie del premio de control ya que incurre en costos de monitoreo de la administración de la sociedad lo que optimiza la simetría de intereses entre los accionistas y la administración. Si tales actividades son ejecutadas por el controlador ello debe ser reflejado en el precio que retribuya dicha gestión. El beneficio del premio de control actúa de la misma forma con que lo hacen las patentes de invención que tiene como objeto proteger la inversión en investigación y desarrollo en bienes que son bienes públicos.

- 3) Es fundamental para la obtención de financiamiento el prestigio y el *know how* que aporta el controlador, es decir, no es indiferente para el mercado quien es el controlador de una sociedad para efectos de financiamiento (en Chile principalmente a través de títulos de deuda). Este factor es más relevante en mercados orientados hacia la banca como es en Chile.
- 4) Además la concentración de la propiedad no es gratuita. Para que la propiedad este altamente concentrada debe haber pocos propietarios dispuestos a arriesgar una fracción importante de su riqueza en una sola empresa. Por el contrario, los accionistas diversificados reducen su riesgo. Ese mayor riesgo que asume el controlador tiene un valor y es lícito que sea transado en el mercado beneficiando exclusivamente al propietario de dicha valor.
- 5) Finalmente, en las sociedades anónimas el principio de igualdad entre los accionistas sólo opera en las relaciones jurídicas al interior de la sociedad tales como el derecho a voto, derecho a dividendos, entre otras. No tiene aplicación el principio de igualdad en las relaciones jurídicas que existen entre un accionista y un oferente. Sería absurdo obligar a los accionistas a que perciban las mismas ganancias, ya que, con este mismo argumento se podría justificar un deber de pagar una indemnización a aquellos accionistas que venden sus acciones en periodos de alto valor de la cotización respecto de aquellos que vendieron sus acciones en periodos de bajo valor en la cotización. De esta forma el accionista tiene derecho a vender sus acciones al precio que estime conveniente para sus intereses siendo un principio generalmente aceptado en derecho occidental tanto en la tradición

continental como en el *common law*⁷⁵ la libre circulación de los bienes.⁷⁶

⁷⁵ La jurisprudencia norteamericana ha aceptado que el accionista que dispone del control de una sociedad puede vender su paquete de acciones cobrando un sobreprecio, estimando legítimo que se apropie de dicho sobreprecio. Un ejemplo es en *Zetlin v. Hanson Holding, Inc.* 397 N.E 2° 3987 (N.Y. 1979). Además los tribunales norteamericanos han señalado que el pago de un premio por el control no constituye per se un índice que permita atribuir una intensión ilícita o el animo de defraudar a los minoritarios. Un ejemplo en *Clagett v. Hutchinson*, 583 F 2d 1259 (4th Cir. 1978).

⁷⁶ ALCALDE RODRIGUEZ, Enrique. Regulación sobre la “venta del control” en la ley de OPAS ¿ un caso de iniquidad o simplemente un error?. Revista Chilena de Derecho, Vol. 28 (3): pp 609-610, 2001.

Conclusiones

El concepto de control corporativo debe entenderse en sentido normativo para dar seguridad jurídica a los agentes del mercado. Así control es la superioridad en la propiedad de las acciones de una sociedad, y en consecuencia, se cuenta con una cantidad de votos tal en la junta de accionistas que le permita nombrar y revocar al directorio.

Mercado de control corporativo consiste en un mecanismo de control externo de la administración de una sociedad a través del efecto preventivo y represivo, en caso de mala administración, por medio de las tomas de control hostiles. Aquellas son una solución de mercado de la separación entre propiedad y control en la corporación moderna llamado en la literatura económica el “problema de la agencia”.

Para entender correctamente el mercado de control es necesario distinguir entre sistemas orientados hacia el mercado y los sistemas orientados hacia la banca. Los sistemas orientados hacia el mercado existen principalmente en EEUU y en el Reino Unido. Se caracterizan principalmente por ser mercados líquidos, de estructura accionaria dispersa, y exigentes deberes de información y transparencia. Los sistemas orientados hacia el mercado el financiamiento de las sociedades provienen del público a través de la venta de títulos en el mercado de capitales sean estos de renta fija o de renta variable y, de esta forma, el público soporta el riesgo de la inversión. Este sistema es la consecuencia de la política legislativa deliberada, al menos en Estados Unidos, contra el crecimiento de los bancos y las limitaciones de inversión a que están sometidos. En cambio, el sistema orientado hacia la banca se caracteriza por tener un mercado de capitales menos profundo y en

que la principal forma de financiamiento de las sociedades es a través del mercado bancario. Los bancos participan activamente en la propiedad de las sociedades anónimas y debido a la concentración del capital existe simetría entre los intereses de la administración y los propietarios. En este sistema el mercado de control corporativo es inexistente debido a que no son posibles, en términos generales, las tomas de control hostiles.

El mercado chileno se asimila los sistemas orientados hacia la banca. La evidencia empírica disponible sugiere que la mayoría de las operaciones de toma de control en Chile han sido amistosas, generalmente a través de transacciones privadas. Lo anterior se debe principalmente a que mercado accionario chileno es altamente concentrado lo que se refleja en el porcentaje que son propietarios los accionistas mayoritarios y controladores en muchas sociedades nacionales. En promedio el accionista mayoritario- en sentido de cantidad de acciones y no en términos legales- es dueño del 50% de las acciones. El segundo accionista es dueño de poco más del 10% de las acciones, en consecuencia, no puede bloquear las decisiones del controlador.

Como consecuencia de lo anterior, el mercado de control corporativo en nuestro país no es un mecanismo externo de disciplina de la administración ineficiente porque, primero, las sociedades son controladas por el accionista mayoritario y por tanto es casi inexistente el problema de la agencia y, segundo, para adquirir el control de la sociedad necesariamente se requiere la colaboración de la administración. Esto indicaría que el motivo principal de las tomas de control en nuestro país ha sido la búsqueda de sinergia, economías de escala, o crecimiento en el mercado.

Respecto al problema de a quien pertenece el premio de control es necesario realizar la distinción entre valor de control y premio de control. El *valor de control* es aquel que el mercado le asigna a la facultad de tomar las decisiones en una sociedad. Este valor se caracteriza por ser *único e indivisible*. Lo anterior ocurre debido a que el valor del control es un *poder* que es independiente del número de acciones que tenga aquel titular del control. El control por esencia se tiene o no se tiene, no existen situaciones intermedias, en consecuencia, el control es indivisible y, por tanto, su valor también. El titular del control sólo lo transferirá si el oferente está dispuesto- por diversas razones- a pagar el precio que el mercado le asigna a dicho control. En cambio, el *premio de control* se calcula de la siguiente manera, a saber: dividiendo el valor del control por el número de acciones que tiene el controlador. Después ese resultado es el precio de la acción del paquete de control. El premio de control es la diferencia que existe entre el precio de la acción que otorga el control y el precio de mercado de la acción.

La importancia de esta distinción es que en un mercado donde existan personas que son titulares del control ellas lo transferirán si el oferente esta dispuesto a pagar el valor de control. Para el controlador es irrelevante el costo total del oferente. Por ello en el caso que exista una obligación de realizar una OPA obligatoria en un mercado concentrado -como lo es el chileno- en único efecto relevante es la elevación de los costos para el oferente para obtener el control de una sociedad y, en consecuencia, desincentivando TODA toma de control.

Respecto del problema de la propiedad de dicho valor de control sostenemos que: En primer lugar, se advierte una clara y cada vez más pronunciada separación en los distintos intereses existentes en la sociedad de capitales

por excelencia, se pueden señalar a) Inversionistas de largo plazo: son aquellos accionistas que ven en la sociedad una posibilidad de obtener una renta periódica, segura y estable principalmente a través de la distribución de dividendos. b) Inversionistas de corto plazo: son aquellos accionistas que ven en la sociedad una oportunidad de obtener una ganancia rápida, que tienen un mero afán especulativo y que por lo tanto tienen escaso involucramiento en la gestión de la sociedad. Los accionistas minoritarios, que se refiere a las letras a) y b), que corresponden a aquellas personas que buscan determinada rentabilidad y no ganar premios de control. Estos accionistas ni siquiera se representan tal posibilidad de ganar un premio de control al momento de invertir. Estos accionistas buscan tener un portafolio de inversión diversificado para que en su conjunto le proporcione una rentabilidad adecuada. Los accionistas minoritarios cedieron el control en forma explícita o implícitamente. Pretender obtener el premio por el control es una conducta oportunista post-contractual. En una sociedad existen, finalmente, los Inversionistas con motivación empresarial: Su motivación principal es dirigir la compañía, ya sea para concretar un proyecto propio de negocios, para mantener un negocio dentro de un grupo empresarial, etc., para lo cual es esencial contar con el control de dicha compañía. Este control se puede ejercer ya sea mediante estructuras de sociedades holding, series de acciones preferentes, acuerdos de actuación conjunta, mecanismos de recolección de votos, etc.

El titular del control incurre, además, en costos de monitoreo de la administración de la sociedad lo que optimiza la simetría de intereses entre los accionistas y la administración. En este sentido el valor de control sobre la sociedad puede justificarse en el hecho de evitar el abuso que surge con los accionistas minoritarios, quienes no invierten en actividades de monitoreo y de control. Si tales actividades son ejecutadas por el controlador ello debe

ser reflejado en el precio que retribuya dicha gestión. El beneficio del premio de control actúa de la misma forma con que lo hacen las patentes de invención que tiene como objeto proteger la inversión en investigación y desarrollo en bienes que son bienes públicos.

Además es fundamental para la obtención de financiamiento el prestigio y el *know how* que aporta el controlador, es decir, no es indiferente para el mercado quien es el controlador de una sociedad para efectos de financiamiento (en Chile principalmente a través de títulos de deuda).

La concentración de la propiedad no es gratuita. Para que la propiedad este altamente concentrada es necesario que hayan pocos propietarios dispuestos a arriesgar una fracción importante de su riqueza en una sola empresa. Por el contrario, los accionistas diversificados reducen su riesgo. Ese mayor riesgo que asume quien es titular del control tiene un valor y es lícito que sea transado en el mercado beneficiando exclusivamente al propietario de dicha valor.

Bibliografía

AGOSÍN, M. y E. PASTÉN Corporate Governance in Chile. Meeting on Corporate Governance in Developing Countries and Emerging Economics by OECD Development Center and the European Bank for Reconstruction and Development. París, abril. 2001.

ALCALDE RODRIGUEZ, Enrique. Regulación sobre la “venta del control” en la ley de OPAS ¿un caso de iniquidad o simplemente un error?. Revista Chilena de Derecho, Vol. 28(3): 2001

ALDUNATE, Eduardo. “El efecto de irradiación de los derechos fundamentales”. La constitucionalización del derecho chileno. Editorial Jurídica de Chile, Universidad Austral de Chile. Santiago, Año 2003.

---- “La colisión de Derechos Fundamentales” Revista Derecho y Humanidades, Facultad de Derecho Universidad de Chile. (11): 2005.

ALVAREZ BUSTOS, Carola. Mercado de Control Corporativo en Chile. Tesis de Magister de Ciencias de la Ingeniería. Santiago. Pontificia Universidad Católica de Chile. Año 1999.

ALEXY, Robert. “Teoría de los Derechos Fundamentales”. Centro de Estudios Políticos y Constitucionales. Madrid, año 2001.

ARMOUR, John; CHEFFINS, Brian R; SKEEL, David. Corporate ownership structure and the evolution of bankruptcy in the U.S and U.K. ESRC Working paper N° 226. Center for business research, University of Cambridge.

AVILÉS, Víctor, “Orden público económico. Noción crítica”. Revista de Derecho Público, Vol. 63 T. I. 2001.

BAIRD, Douglas G., GERTNER, Robert H., y PICKER, Randal C. Game Theory and the Law. Harvard University Press, Cambridge, Massachussets 1994

BARROS, Enrique, “La interpretación de la Constitución desde la perspectiva de la Teoría del Derecho”. Revista de Derecho Público, (29-30): 1981.

---“Legislación y práctica de la libre competencia. Un coloquio con el profesor Ernst J. Mestmäcker”, Revista Estudios Públicos, Centro de Estudios Públicos. (17): 1985.

BEBCHUK, Lucian. Efficient and inefficient sales of Corporate Control. Quarterly Journal of Economics. 957-993 (1994).

--- “A rent-protection theory of corporate ownership and control”. Discussion Paper N°. 260. Harvard Law Scholl. Cambridge, MA.

BERLE, Adolf A. y MEANS, Gardiner C. The Modern Corporation and Private Property. New York. The Macmillan Company. 194

CABRERA, Ángel et al. Regulación de las transferencias de control corporativo: Discusión teórica e implementación empírica. Serie documentos de discusión. Superintendencia de Valores y Seguros. 2000

CEA, José Luis. Tratado de la Constitución de 1980. Editorial Jurídica de Chile, Santiago, 1988.

CLARK DE LA CERDA, Alvaro. Modernización del mercado de capitales chileno: la nueva ley de ofertas públicas de adquisición de acciones y gobiernos corporativos. Serie Documentos de Discusión, Superintendencia de Valores y Seguros, Chile.

COASE, Ronald, “The nature of the firm”, Economica Journal of law, economics & organization 1988.

COX, James, HILMAN, Robert y LANGEVOORT, Donald. Securities Regulation. Cases and Material. Ed. Little, Brown & Company. Boston, Toronto, London, 1991

DENSETZ, Harold. Control empresarial, riqueza y desarrollo económico. Revista Estudios Públicos, Centro de Estudios Públicos, (58): 1995.

DYCK, Alexander y ZINGALES, Luigi. “Private Benefits of Control: An international Comparison. Harvard Business School. Working Paper. December 2001.

EASTERBROOK, Frank y FISCHER, Daniel. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press. Cambridge, Massachusetts, London, England.1991.

FERNANDOIS, Arturo, *Derecho Constitucional Económico*, Ediciones Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago, año 2001, T. I.

FERNANDEZ GONZALEZ, Miguel Ángel. Aspectos constitucionales de la nueva ley de OPA. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. Vol. 29 (3), pp 685-697. Sección estudios: 2002,.

FERRADA, Juan Carlos, “La constitución económica de 1980. Algunas reflexiones críticas”, *Revista de Derecho Universidad Austral*, Vol. XI: 2000

FISCHER, Ronald. Valor de control, *El Mercurio*, Santiago, Chile Abril 21, 1999

FUENZALIDA, Pablo y VALDERRAMA, Mario. Facultad Consultiva del Tribunal de Defensa de la Libre Competencia: ¿Jurisdiccional o administrativa? Revista de Derecho Administrativo Económico. Pontificia Universidad Católica de Chile. Lexis Nexis. (13): (2004) pp 181-198.

GONZALEZ COX. Notas sobre derecho societario japonés. Revista Chilena de Derecho. (26): 1999. pp 593-610.

GROSSMAN, Sanford J y HART, Oliver. One Share-One Vote and the Market for Corporate Control. *Journal of Financial Economics* (20) 1988. pp 175-202.

GUERRA MARTÍN, Guillermo. *El Gobierno de las Sociedades Cotizadas Estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del Derecho europeo*. Thomson,. Año 2003.

HISTORIA DE LA LEY 18.660, Boletín No 764-05, Proyecto de ley que “Modifica la legislación sobre Seguros y Valores”, 17 de Agosto de 1987. p. 1866

HOHFELD, W.N., *Conceptos jurídicos fundamentales* Fontamara, México D.F., 2001

JARA AMIGO, Rony. Oferta Pública y Privada de Valores en el mercado Norteamericano: Una visión comparada. Revista Chilena de Derecho. (28): 2001.

JARRELL, G y NETT, J. The Market for Corporate Control: The empirical evidence since 1980, Journal of Economics Perspective. 1988.

JENSEN, Michael. A Theory of the Firm. Governance, Residual Claims, and Organizational Forms. Harvard University Press. Cambridge, Massachusetts, London, England. 2000.

JENSEN, Michael y MECKING, Williams: "Theory of the firm: managerial behaviour, agency cost and ownership structure" Journal of financial economics (3): 1976.

JENSEN, M. y K. J. MURPHY, "Performance Pay and Top Management Incentives", Journal of Political Economy, abril. 1990

JENSEN, Michael y RUBACK, Richard, The market for corporate control: the scientific evidence. Journal of Financial Economics, (11): 1983.

LA PORTA, R., F. LOPEZ, A. SHLEIFER y R. VIŠNY "Corporate Ownership Around the World", Journal of Finance, 54. 1999.

----- "Investor Protection and Corporate Governance" . Department of Economics, Harvard University, Cambridge, MA.

LEFORT F., WALKER. E. Corporate Governance: Challenges for Latin America. Revista ABANTE, Vol 2, N° 2, octubre. 2000

LEVINE, Ross. ¿Son mejores los sistemas financieros basados en el sistema bancario o los basados en el mercado bursátil? Revista de Economía. Banco Central de Chile. Vol. 3 (1): Abril 2000.

LYON PUELMA, Alberto. Personas Jurídicas. Ediciones Universidad Católica de Chile, 2003. T

-----Conflicto de interés en las sociedades. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile Vol 29 (1): 2002, sección estudios.

LUCO ILLANES, Nicolás. Protección a los accionistas minoritarios frente a la toma de control de una sociedad anónima abierta. Revista Chilena de Derecho. Pontificia Universidad Católica de Chile. Vol. 22 No 3. 1995. pp. 417-438

MAINE, Henry. H. Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal Of Political Economy*. (73): 1965. pp 110-120.

MANKIW, N. Gregory. Principios de Economía. Segunda edición. Madrid. McGraw-Hill. 2002

MASCAREÑAS PEREZ IÑIGO. Manual de adquisiciones y fusiones de empresas. Serie Mac Graw-Still de management, Mc Graw, 1993.

MISES, Ludwig von. "La acción humana, tratado de economía" Tomo II. Biblioteca de Estudios Económicos.

MONTT, Luis, "Principios de derecho económico. El orden público económico y la Constitución", Revista de Derecho Económico, Facultad de Derecho Universidad de Chile (60-61):1983.

NOZICK, Robert. Anarquía, Estado y Utopía. Fondo de Cultura Económica. México D.F. 1988.

PAREDES, R. y J. M. SÁNCHEZ. "Grupos Económicos y Desarrollo: El Caso de Chile". Ilades- Georgetown. Mimeo. 1994

PAUL, Luis Hernán, Revista Puntos de Referencia. Centro de Estudios Públicos. Julio 1999.

PFEFFER URQUIAGA, Francisco. Nuevas regulaciones en las tomas de control y oferta pública de adquisición de acciones. Revista Chilena de Derecho. Vol. 28 (1): 2001, Sección Estudios.

PFEFFER URQUIAGA, FRANCISCO; PFEFFER URQUIAGA, GERMÁN, Reforma a la Legislación de Mercado de Capitales, Tomo I. Santiago, 2002.

POSNER, Richard, "Análisis Económico del Derecho", Fondo de Cultura económica. Primera Edición. Año 1998.

PUELMA, Alvaro. Sociedades. Tomo II. Editorial Jurídica de Chile. 2001.

RAWLS, John. A Theory of Justice. Harvard University Press. Cambridge, Massachusetts. 1971.

----- La Justicia como Imparcialidad. Instituto de Investigaciones filosóficas Universidad Nacional Autónoma de México. 1984.

----- Justicia Distributiva. Revista Estudios Públicos (24) Traducido de *Economic Justice*, Penguin Books, Inc., 1973, Capítulo 4°, Sección 13, pp. 319-362.

ROE, Mark. Political preconditions to separating ownership from corporate control. Center for law and economic studies, Columbia Law School, Working Papers. N° 155, enero, 2000.

ROMANO, Roberta. A guide to takeover: theory, evidence and regulation. Yale Journal on Regulation. (9): 1992

RUIZ-TAGLE, Pablo, "Principios Constitucionales del Estado Empresario", Revista de Derecho Público, Facultad de Derecho Universidad de Chile Vol. 62 : 2000.

----- Una dogmática general para los Derechos Fundamentales en Chile. Revista de Derecho Público. Facultad de Derecho Universidad de Chile. Vol 63: 2001.

----- Derecho Justicia y Libertad. Biblioteca de Ética, Filosofía del Derecho y Política. Fontamara. México.

RYNGAERT, Michael. The effect of poison pill securities on shareholder wealth, Journal of Financial Economics, (20): 1988.

SAPELLI, Claudio. Concentración y grupos económicos en Chile, Revista Estudios Públicos, Centro de Estudios Públicos.(88): 2002.

M.SAVA B. Thomas. Gobierno Corporativo en Estados Unidos a comienzos del siglo XXI y su posición en el ámbito global. Revista Chilena de Derecho. (29):2002.

TAPIA RODRÍGUEZ, Mauricio. “Código Civil 1855-2005, Evolución y perspectiva”. Editorial jurídica de Chile, Santiago, año 2005.

VALDÉS PRIETO, Domingo. La discriminación arbitraria en el Derecho Económico. Especialmente en la Legislación Antimonopólica. Editorial Jurídica Conosur. 1992.

VIAL CLARO, Felipe. Responsabilidad civil extracontractual del controlador de sociedades. Revista de Derecho Económico. Departamento de Derecho Económico. Facultad de Derecho U. De Chile. (68.69) 1987.