



Universidad de Chile
Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
Escuela de Economía y Administración

OPAS NORTEAMERICANAS EN CHILE

**SEMINARIO DE TÍTULO
INGENIERO COMERCIAL, MENCIÓN ADMINISTRACIÓN**

**Profesor guía: Sr. Franco Parisi F.
Alumnos: Patricio Campos A.**

**Santiago, Chile
Diciembre del 2003**

Resumen

Este seminario de título nació con el objetivo de investigar el “por qué las compañías norteamericanas, cuando lanzan una oferta pública de adquisición sobre alguna compañía chilena, la hacen por el 100% de ésta, o casi el 100%, sin embargo, los españoles o chilenos, cuando lanzan una oferta pública de adquisición, solo desean obtener el 51 % de la propiedad, es decir, tener el control de la compañía”

Esta interrogante es difícil de responder, debido a que no se encuentra argumento teórico a esta cuestión, además, ¿por qué solo los norteamericanos lo hacen? ¿qué tienen de especiales sus compañías o su legislación?

Se llegó a la conclusión, de que la regulación norteamericana protege al accionista minoritario de las compañías que están siendo objeto de la oferta, pero no solo a las compañías objetivo en EEUU, sino en cualquier país. Si la compañía norteamericana no respeta su propia normativa porque esta comprado una compañía chilena en suelo chileno, los minoritarios chilenos pueden demandarlos en sus propios tribunales. La legislación española solo rige en dicho país, pero si sus compañías salen al extranjero, estas se rigen por las leyes locales.

Como el mercado de valores chileno es altamente atomizado, si los 2 accionistas mayoritarios de una compañía deciden no participar de la oferta, la probabilidad de fracaso de ésta bordea el 100%, y si tan solo el mayoritario no quiere participar, la probabilidad de fracaso sigue siendo muy alta.

Los españoles y chilenos, antes de lanzar una oferta pública de adquisición, trazan paquetes accionarios con los controladores y luego lanzan una oferta por el porcentaje faltante para el 51%, como los norteamericanos no pueden comprar paquetes accionarios, éstos deben ofrecer comprar a todos los accionistas que estén dispuestos a vender, por ello es que lanzan ofertas por prácticamente la totalidad de la propiedad, en los casos analizados en este seminario, llagan a poseer más del 98% de la propiedad.

INDICE SEMINARIO: OPAS NORTEAMERICANAS EN CHILE

TEMARIO	PAGINA
Dedicatoria	5
Introducción	6
Capítulo 1: Marco Teórico	8
Teoría de la firma: Comportamiento Directivo, Costos de Agencia y Estructura de Propiedad.	9
Los costos de Agencia de Participación Externa.	9
¿Por Qué es Valioso Tener el Control de la Empresa?	12
El valor del control	13
Beneficios privados del control	13
Algunos ejemplos	14
¿Qué tan legales son estas prácticas?	15
Estimaciones del valor del control	17
Diferencias entre países	18
¿Por qué preocuparse?	22
El Valor del Derecho a Voto	23
El background Institucional	25
Estimación alternativa	26
Conclusiones	28
Gobierno Corporativo	29
¿Qué es el Gobierno Corporativo?	29
¿Cómo opera el Sistema de Gobierno Corporativo?	30
Un “buen” Sistema de Gobierno Corporativo	32
La importancia de la Protección a los Accionistas Minoritarios	33
La situación del Gobierno Corporativo en el mundo	34
La situación del Gobierno Corporativo en Latinoamérica y Chile	37
Conclusiones	39

Capítulo 2: Marco Regulator en Chile y EEUU	43
Marco regulatorio chileno	44
Capítulo 3: Atomización del Mercado de Valores chileno	55
Atomización de la propiedad en el mercado de valores chileno.	56
El presente	58
Capítulo 4: Algunos Casos de OPAs en Nuestro País	63
Opas Chilenas en Chile	64
Banco de Chile	64
Proceso de adquisición	67
Banco Edwards	69
Proceso de adquisición	71
Opas Españolas en Chile	73
Enersis	73
Proceso de adquisición	75
Empresas Iansa	80
Proceso de adquisición	81
Opas Norteamericanas en Chile	83
Laboratorio Chile	83
Proceso de Adquisición	84
Gener	88
Proceso de adquisición	89
Conclusiones Preliminares	92
Capítulo 6: Conclusiones Finales	94
Bibliografía y Referencias	97

Dedicatoria:

Para mis padres y Claudia...

Introducción

A fines de este año termina el período excepcional que rige el artículo 10 transitorio de la nueva Ley¹ de OPAs² y ésta comienza a regir en su totalidad. Los cambios realizados van en dirección a proteger al accionista minoritario, sobre todo en lo que se refiere al tratamiento de las OPAs.

Pero, antes de que la nueva ley de OPAs comenzara a regir, cuando los norteamericanos pretendían obtener el control de alguna sociedad que tranzara en bolsa, éstos la hacían como si le ley de OPAs rigiera, hacían participar a todos los accionistas, todos recibían igual pago por acción y no se negociaba paquetes accionarios, en contraste de lo que hacían españoles y chilenos, entre otros. Fue esto lo que motivó el desarrollo de este seminario, dar una explicación a por qué las compañías norteamericanas realizan tomas de control de esta forma, si las leyes locales no los obliga.

En el capítulo primero, haremos referencia a algunos tópicos de la teoría económica y financiera que parecen ser relevantes para el desarrollo de esta investigación, tratando temas como los costos de agencia, el valor del derecho a voto, por qué es valioso tener el control de la empresa y gobierno corporativo.

En el capítulo siguiente, se estudian los marcos jurídicos que rigen las Ofertas Públicas de Adquisición en Chile antes y después de la nueva ley, y la normativa de *tender offers*³ norteamericana.

En el tercer capítulo estudiaremos la atomización del mercado de valores chileno, cuan concentrada se encuentra la propiedad de las principales sociedades anónimas del país y su evolución en los últimos años.

¹ Ley 18.045.

² Oferta Pública de Adquisición.

³ Ofertas Públicas de Adquisición.

Posteriormente, veremos algunos casos de OPAs realizadas por chilenos, españoles y norteamericanos en Chile y trataremos de encontrar patrones de conductas, si estos las tuvieran.

Para finalizar, en el capítulo seis, se expresarán las conclusiones obtenidas en este estudio y los aportes que hace al campo financiero.

Capítulo 1:

Marco Teórico

TEORÍA DE LA FIRMA: COMPORTAMIENTO DIRECTIVO, COSTOS DE AGENCIA Y ESTRUCTURA DE PROPIEDAD.

Michael Jensen y William Meckling (1976) definen una relación de agencia como un contrato bajo el cual una o más personas (el principal) compromete a otra persona(s) (el agente) para ejecutar cierto servicio a su nombre, el que involucra delegar cierta autoridad de toma de decisiones al agente. Si ambas partes son maximizadores de beneficios, existe una buena razón para creer que el agente no siempre actuará en el mejor interés del principal. El principal puede limitar los intereses del agente estableciendo incentivos adecuados. Sin embargo, generalmente es imposible para el principal o el agente, a costo cero, asegurar que éste último tomará las decisiones óptimas desde el punto de vista del principal. En la mayoría de las relaciones de agencia, el principal y el agente incurrirán en costos de monitoreo y vinculación y además habrá alguna divergencia entre las decisiones del agente y aquellas que maximizan el bienestar del principal. El dólar equivalente de reducción en el bienestar experimentado por el principal debido a ésta divergencia es también un costo de la relación de agencia, llamado "pérdida residual".

Los costos de agencia se definen como la suma de: i) los gastos de monitoreo por parte del principal; ii) los gastos en que incurre el agente para garantizar su comportamiento ante el principal (bonding costs); y, iii) la pérdida residual.

Los costos de Agencia de Participación Externa.

Si una empresa de propiedad absoluta (100%) es administrada por su propietario, él tomará las decisiones de operación que maximicen su utilidad. La mezcla óptima (en ausencia de impuestos) de los varios beneficios pecuniarios (en dinero) y no pecuniarios (oficina grande, vehículo elegante, computador de última generación), se logra cuando la utilidad marginal derivada de un dólar adicional de gasto (medida neta de cualquier efecto productivo) es igual para cada ítem no pecuniario e igual a la utilidad marginal derivada de un dólar adicional luego del poder comprador tributario (riqueza).

Ahora, si el propietario-gerente vende participación en su empresa, se generarán costos de agencia por la divergencia entre su interés y el de los accionistas externos, ya que él, entonces sustentará sólo una fracción de los costos de cualquier beneficio no pecuniario que él retire para maximizar su propia utilidad. Los presuntos accionistas minoritarios se darán cuenta que el interés del propietario-gerente será algo diferente al de ellos, por lo tanto el precio que ellos pagarán por las acciones reflejarán los costos del control y el efecto de la divergencia entre el interés del empresario y el de ellos.

A medida que la fracción de propiedad del dueño-empresario baja, su derecho fraccional sobre el resultado cae, y esto lo animará a apropiarse grandes montos de los recursos corporativos en la forma de prebendas. Esto hace deseable para los accionistas minoritarios gastar más recursos en controlar su comportamiento. Así, los costos riqueza para el dueño de obtener caja adicional en los mercados de activos de propiedad sube a medida que su participación en la propiedad baja. Sin embargo, el conflicto más importante surge del hecho que como el dominio de propiedad del empresario cae, su incentivo para dedicar esfuerzos importantes para actividades creativas disminuye.

Si definimos F como *el valor actual de mercado de la corriente de gastos del gerente sobre los beneficios no pecuniarios* y V como *el valor de mercado de la empresa*, podemos decir que V se maximiza cuando $F = 0$, ya que si F es 0, la empresa no gasta ese dinero y aumenta el valor V de la compañía, por tanto, el valor máximo que puede tomar la compañía la definiremos como V_1 .

Un dólar del valor actual de los beneficios no pecuniarios retirados de la empresa por el gerente reduce el valor del mercado de la empresa en un dólar. Cuando el dueño tiene el 100% del patrimonio, el valor de la empresa será V^* , donde $V^* \leq V_1$. Como el gerente-propietario es dueño de toda la propiedad de la compañía, absorbe todo el gasto no pecuniario.

Si el gerente-propietario, decide vender una parte de la empresa a una persona externa, él como administrador ya no sustenta el costo total de los beneficios no pecuniarios que consume. Si el propietario vende una parte de la empresa $1-\alpha$ con $0 < \alpha < 1$, y retiene para sí una parte α y el potencial comprador piensa que el propietario-gerente consumirá el mismo nivel de beneficios no pecuniarios que hizo como dueño total, el comprador estará dispuesto a pagar $(1-\alpha)V^*$ por la parte $1-\alpha$ del patrimonio. Si levantamos el supuesto de que el propietario-gerente consume igual F , sino que ahora puede consumir lo que él desee, 1 dólar gastado en beneficios no pecuniarios, solo le cuesta α al gerente-propietario, el resto, $(1-\alpha)$ lo paga el nuevo propietario externo, por lo tanto, es lógico pensar que ahora el nivel de gastos F aumente, o por lo menos, permanezca constante, pero no disminuirá.

Si el dueño vende el patrimonio total pero continúa desempeñándose como gerente, y si la persona que adquirió el patrimonio puede, a costo cero, forzar al antiguo dueño (como gerente) asumir el mismo nivel de beneficios no pecuniarios que mantuvo siendo dueño, entonces V^* es el precio que el nuevo dueño estará dispuesto a pagar por el patrimonio total. Pero, en general, no podemos esperar que el nuevo dueño sea capaz de forzar un comportamiento idéntico sobre el antiguo propietario a costo cero. Si levantamos el supuesto de que el monitoreo al antiguo propietario para que consuma igual nivel de beneficios no pecuniarios F es cero, y éste, puede consumir lo que él desee, 1 dólar gastado en beneficios no pecuniarios, lo paga íntegramente el nuevo propietario, al antiguo propietario (el gerente) le cuesta cero, por lo tanto, es lógico pensar que ahora el nivel de gastos F nuevamente aumente, o por lo menos, permanezca constante, pero éste no disminuirá.

Por lo tanto, podemos decir, que mientras más dispersa esta la propiedad de una compañía, y si monitorear el comportamiento de los gerentes es costoso, mayores son los incentivos de los gerentes para aumentar su nivel de beneficios no pecuniarios; pero si monitorear el comportamiento de los gerentes no tiene ningún costo, el nivel de beneficios no pecuniarios consumido por los gerentes, será el que desee el propietario. Por otro lado, el valor de mercado de la compañía V está relacionado inversamente con el nivel de gastos en beneficios no pecuniarios F , por tanto, si aumenta F , disminuye V .

¿POR QUÉ ES VALIOSO TENER EL CONTROL DE LA EMPRESA?

En teoría, todas las acciones son iguales. Pero, ¿qué hace que los accionistas que poseen un paquete de control en el capital de la empresa sean más iguales que los demás? Zingales ha analizado el control corporativo y los beneficios privados que reporta poseer el paquete de control en el capital de una sociedad.. En algunos casos, la respuesta más inmediata puede estribar en los privilegios que se reservan los altos ejecutivos de las empresas y el puro placer de mandar, pero, tal y como señala el autor, existen otras posibles respuestas. Entre ellas están la posibilidad de utilizar la información obtenida de una empresa y sus clientes y proveedores.

En la forma más extrema, estas estrategias suelen ser ilegales, pero no siempre están prohibidas en algunos países y es posible que este más extendida de lo que parece en versiones más moderadas. Existen dos métodos indirectos para estimar empíricamente el valor de las utilidades que reporta el control privado de una empresa: medir la prima de adquisición que los inversionistas están dispuestos a pagar por la empresa y utilizar la diferencia de precio entre dos categorías de acciones con derecho a voto diferentes.

Casi no pasa ningún día en el Reino Unido o Estados Unidos sin noticias sobre la adquisición de una empresa con una prima considerable sobre su valor de mercado. El hecho de que en Europa continental ese tipo de noticias sean comparativamente escasas refleja simplemente la existencia de una diferente estructura de propiedad de las empresas, y no una falta de interés en el control corporativo.

En Europa continental, la mayoría de los derechos de voto de las empresas está concentrada en pocas manos, debido a la existencia de una compleja red de participaciones cruzadas y delegaciones de voto. Como consecuencia de ello, la transmisión del control sobre las empresas suele producirse mediante negociaciones de guante blanco en el marco de los clubes de campo locales, en lugar de ser el resultado de estruendosas batallas por la adquisición bajo los focos de los medios de comunicación.

Pero, más allá de estas diferencias, existe un elemento común en todo el mundo: los inversionistas desean hacerse con el control de las empresas, lo que nos indica que dicho control tiene un cierto valor. Pero, ¿por qué tiene valor para las empresas?

El valor del control

Por su propia naturaleza, todas las acciones ordinarias confieren los mismos derechos. En virtud de ello, un accionista mayoritario no tiene derecho a recibir ni un peso más por acción que el resto de los accionistas. Entonces, ¿por qué algún inversionista habría de pagar una prima por hacerse con el control de la empresa, si no puede obtener ningún beneficio de ello?

La única respuesta posible es que, aunque todas las acciones son iguales, el mercado no las valora como iguales.

Lo que hace a los accionistas mayoritarios distintos, es que tienen el derecho de definir la política de la empresa. Por tanto, la cuestión fundamental radica en saber como este derecho se traduce en mayores utilidades para los propietarios del paquete de control del capital de la empresa, no compartidos por los demás accionistas, (lo que se ha dado en denominar los beneficios privados del control de la empresa)

Si los beneficios privados del control de la empresa existen, ¿cuáles son exactamente esos beneficios?

Beneficios privados del control

Algunos autores definen los beneficios privados del control de la empresa como el valor "psíquico" que algunos accionistas atribuyen al mero hecho de tener el control. Por poner un ejemplo, es muy probable que los Michelin otorgarán cierto valor a tener el control de la empresa de neumáticos francesa fundada por sus antecesores, aun cuando no recibieran ningún peso por ello. Aunque no cabe duda de que este factor desempeña un

cierto papel en algunos casos, seguramente su trascendencia en la práctica es insignificante. ¿Podemos realmente justificar primas de millones de dólares por el puro placer de mandar?

Una segunda explicación, algo más convincente, identifica los beneficios privados de control con los privilegios que se reservan los altos ejecutivos de las empresas (y de los que no gozan los otros accionistas que pagan la cuenta). Muchos ejecutivos disfrutaban jugando al golf y asistiendo a fiestas con personajes famosos a expensas de su empresa, y utilizan los aviones de ella para invitar a su familia y amigos a viajar.

Pero por escandalosos que sean algunos de estos privilegios, tenemos que admitir que, si esos son los beneficios privados del control, no hay razón para preocuparnos demasiado por la cuestión del valor del control.

Cuando hablamos de empresas que valen miles de millones de dólares, el valor de estos privilegios es simplemente demasiado pequeño para ser importante. Sólo en el caso de que existan fuentes de beneficios privados más significativos cabe atribuir al valor del control un papel importante en la teoría y la práctica de las finanzas.

La utilización de los recursos de una empresa para pagar estos privilegios tal vez sea la más visible, pero no es ni mucho menos la vía más importante para que los recursos de la empresa puedan ser utilizados en beneficio exclusivo (o principal) del propietario del paquete de control. Algunos ejemplos ilustrarán lo extendidas que se encuentran estas oportunidades.

Algunos ejemplos

Consideremos el valor de la información que obtiene el ejecutivo de una gran empresa gracias a su puesto en ella. Parte de esta información está directamente relacionada con el negocio de la empresa, mientras que otra parte refleja oportunidades potenciales en otros sectores menos relacionados.

Resulta relativamente sencillo para el accionista controlador de una empresa aprovechar oportunidades a través de otra empresa que posee o con la que está asociado, sin que el resto de los accionistas reciban ninguna ventaja por ello. El valor actual neto de estas oportunidades constituye un beneficio privado del control de la empresa.

Otra fuente de beneficios privados radica en la posibilidad que disfruta el accionista controlador de internalizar, a través de otras empresas de su propiedad, parte de las externalidades generadas por las decisiones corporativas.

Consideremos, por ejemplo, un accionista que controla el 51 % de una empresa A, y el 90% de otra empresa B⁴, que no operan en la misma industria, pero B puede prestar servicios a A. Si A contrata a B para que ésta le preste sus servicios, y por estos servicios B cobra más que el precio de mercado⁵, las utilidades de B se incrementarán y esto provocará un aumento en los precios de las acciones de B, que beneficiará a todos sus accionistas, y por el contrario, disminuirá el precio de las acciones de A (o crecerán menos de lo normal), pero como el controlador tiene mayores intereses en B que en A, éste saldrá beneficiado a costa de los accionistas minoritarios de A.

¿Qué tan legales son estas prácticas?

Zingales se cuestiona si los lectores se estarán preguntando si la mayoría de las fuentes de beneficios privados que ha descrito (si no todas) son ilegales de hecho, y, por tanto, deben suscitar el interés de los jueces de instrucción penal más que el de los economistas financieros. De hecho, no hay duda que las formas más extremas de estas estrategias podrían ser ilegales, produciéndose muy raramente. Con todo, existen varias razones por las cuales parece lógico esperar que algunas versiones más moderadas de estas estrategias sean más utilizadas en la práctica.

⁴ Ambas empresas con igual valor de mercado.

⁵ Esto es lo que se llama “precios de transferencia”.

Para empezar, en algunos países, algunas de estas estrategias no son ilegales. En Francia por ejemplo, los ejecutivos de las empresas no tienen la obligación fiduciaria de explotar las oportunidades corporativas exclusivamente en beneficio de la empresa. Como consecuencia de ello, un accionista puede explotar la información obtenida en su condición de ejecutivo de la empresa en su beneficio personal sin infringir por ello la ley.

En segundo lugar, aún cuando exista una ley en este sentido, a veces puede resultar imposible de aplicar. Los economistas profesionales pueden discrepar legítimamente sobre cuál es el precio de transferencia "de mercado" de un determinado activo o producto. Como consecuencia de ello, las pequeñas desviaciones con respecto al precio de transferencia "de mercado" pueden ser difíciles o imposibles de demostrar ante los tribunales. Ahora bien, si estas pequeñas desviaciones se aplican a una operación de gran volumen, pueden generar fácilmente beneficios privados de una magnitud nada despreciable.

Por último, aún en los casos en que sea posible demostrar ante los tribunales estas distorsiones, es posible que nadie tenga incentivos para hacerlo. Por ejemplo, para los pequeños accionistas puede resultar prohibitivamente caro llevar a cabo una acción judicial contra la dirección de su empresa.

Lamentablemente, es muy difícil medir directamente los beneficios privados. Tal como se ha sostenido anteriormente, un accionista controlador sólo podrá sustraer los recursos de la empresa en beneficio propio cuando sea difícil o imposible demostrar que lo ha hecho. En otras palabras, si los beneficios privados del control resultaran fácilmente cuantificables, dichos beneficios dejarán de ser privados (en el sentido de que sólo los obtiene el grupo controlador), ya que los accionistas minoritarios podrían reclamarlos ante los tribunales.

No obstante, existen dos métodos indirectos para intentar estimar empíricamente la magnitud de estos beneficios privados del control de las empresas.

Estimaciones del valor del control

El primer método es el aplicado por Barclay y Holderness (1989). Cada vez que un paquete de control cambia de propietario, ellos miden la diferencia entre el precio por acción pagado por el comprador y la cotización de mercado al día siguiente al anuncio de venta.

El precio de mercado constituye una estimación insesgada del valor de una acción para los accionistas minoritarios. Cualquier cantidad pagada en exceso del precio de mercado por el comprador del paquete de control del capital de la empresa constituirá la estimación mínima de la disposición del comprador a pagar por los beneficios privados del control que espera obtener.

A partir de una muestra de transmisiones de paquetes de control tomada de Estados Unidos, estos autores llegaron a la conclusión de que el valor del control de la empresa asciende aproximadamente a 4% de su valor total de mercado.

Este método pone de manifiesto, asimismo, por qué no puede utilizarse la prima de adquisición (diferencia entre el precio de mercado antes y después de anunciarse la adquisición) como tal medida de los beneficios privados del control. Cuando se anuncia la adquisición de una empresa, el precio de mercado incorpora dos elementos de información: i) el hecho de que seguramente la empresa sea gestionada por un equipo de dirección diferente; y, ii) el hecho de que alguien está dispuesto a pagar una prima por el control de la empresa.

La prima de adquisición es una combinación de estos dos elementos y, en general, resulta imposible disociarlos. Sólo podemos intentar separar estos dos componentes cuando hay dos categorías diferentes de acciones ordinarias con diferentes derechos de voto.

Esto nos lleva al segundo método de estimación del valor de los beneficios privados del control de las empresas. Utilizando la diferencia de precios entre dos categorías de acciones con los mismos o parecidos derechos de dividendo, pero con diferentes derechos

de voto, se puede obtener una estimación del valor de un voto. Si el control tiene cierto valor, los votos en la empresa, que son los que confieren el control, también deberán tenerlo. Pero, ¿Cuál es ese valor? Depende de la importancia de cada voto a la hora de conferir el control y de cuál sea el valor del control y de cuál sea el valor del control como tal. Si se consigue encontrar un indicador razonable del valor estratégico de los votos a la hora de obtener el control de la empresa, por ejemplo, para formar un paquete controlador, se podrá inferir el valor del control a partir de la relación entre el precio de mercado de los votos y su importancia estratégica.

Zingales (1994 – 1995) infiere el valor del control a partir de la relación entre el valor de los votos en la empresa y una medida sintética de la distribución del poder del voto denominada el valor de Shapley.

Diferencias entre países

Cuando Zingales aplicó este método a una muestra de empresas de Estados Unidos, obtuvo el mismo valor que Barclay y Holderness (un 4%). En cambio, cuando lo aplicó a una muestra de empresas italianas, la estimación del valor de control que obtuvo fue del 30% del valor de mercado de las acciones.

Pese a la magnitud de esta estimación, todas las evidencias que recogió indicaron una subestimación del verdadero valor del control en Italia. Pero, ¿por qué habrá de ser el valor del control mucho más alto en Italia que en Estados Unidos?, y ¿cuál es el valor del control que cabe esperar en otros países?

Puesto que el valor del control de la empresa no es más que el valor actual de los beneficios privados que disfruta el propietario del paquete de control, la respuesta es sencilla.

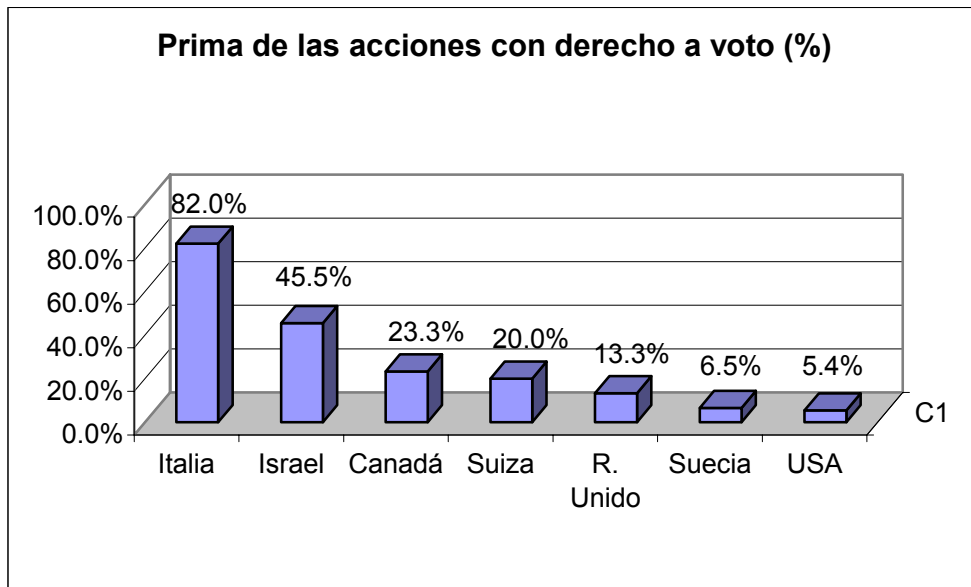
La magnitud de los beneficios privados del control y, por ende, del valor del control, depende del grado de protección que tienen los inversionistas minoritarios en cada país.

Sin una difusión adecuada, los grandes inversionistas pueden encubrir con mayor facilidad sus abusos, y por tanto encontrarán mayores facilidades para aprovecharse de su posición de control. Análogamente, la debilidad en la aplicación de la legislación hace más difícil la detección y el castigo de estos abusos, lo que aumenta su atractivo.

El hecho de que los pequeños inversionistas estén mejor protegidos en Estados Unidos que en Europa continental no sólo es algo que podemos observar mediante la evidencia empírica aleatoria, sino que ha sido demostrado de manera sistemática por La Porta y otros (1996)

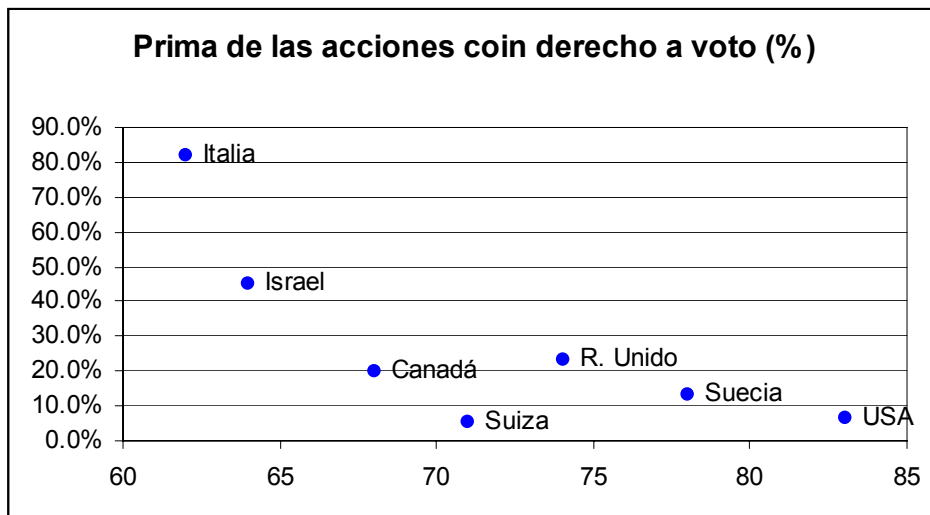
Desgraciadamente, no existe un estudio comparativo sistemático del valor del control en diferentes países. Sin embargo, Zingales ha obtenido una estimación aproximada analizando la prima media pagada por la compra de acciones con derecho de voto en comparación con las acciones sin derecho a voto en diferentes países. Aunque esta medida no nos permite ajustar adecuadamente las diferencias entre países en cuanto al valor estratégico de los votos, es la única medida disponible para una serie (en todo caso pequeña) de países.

En el siguiente gráfico se presenta la magnitud de la prima media pagada por las acciones con derecho a voto en los países en que se dispone de dicha medida. Esta prima varía mucho entre unos países y otros; en la mayoría de ellos, se sitúa entre el 10% y el 20%, aunque Israel e Italia constituyen las principales excepciones.



Aunque claramente el número de observaciones es demasiado reducido como para emprender cualquier tipo de estudio estadístico, resulta interesante comprobar como varía esta medida en relación con las características propias de cada país con una probable incidencia sobre la capacidad para extraer beneficios privados del control de las empresas.

Por ejemplo, cuanto mejores sean las normas de difusión de información, menor debería ser la capacidad para aplicar algunas de las estrategias anteriormente descritas. Apoyando esta hipótesis, el siguiente gráfico pone de manifiesto que la prima de las acciones con derecho a voto esta inversamente relacionada con un índice de la calidad de las normas contables de cada país.



Por supuesto, estos resultados distan mucho de ser concluyentes. Los países se diferencian en muchos otros aspectos, y con el pequeño número de observaciones de las cuales se dispone, resulta difícil identificar cuáles son los factores que más influyen en los resultados.

Pero existe otra evidencia referida a Estados Unidos que coincide con estas conclusiones. Incluso en dicho país, las sociedades que no cotizan en bolsa presentan una prima de control de gran magnitud (descuento de las acciones minoritarias)

Curiosamente, a la hora de explicar las razones de este fenómeno, los analistas argumentan que esta prima se debe a la falta de protección de que disfrutaban los accionistas minoritarios de las empresas que no cotizan en bolsa.

Así que no es la bondad natural de los norteamericanos la que les impide abusar de su posición de control, si no más bien la rígida supervisión a que les somete la Securities and Exchange Comisión (SEC).

No es infrecuente, por ejemplo, que la SEC investigue la facturación de grandes gastos personales por parte de un accionista controlador a su empresa.

¿Por qué preocuparse?

Curiosamente, una vez que admitimos la existencia de beneficios privados del control de las empresas de una magnitud considerable, una buena parte de los resultados de la teoría convencional de las finanzas dejan de cumplirse.

Por ejemplo, el valor de una empresa ya no puede estimarse simplemente multiplicando el precio de mercado de una acción por el número de acciones. Si un accionista controla la mayoría de los votos, el precio de mercado de sus acciones vendrá determinado, fundamentalmente, por el valor del control, con lo cual sobreestimaré el valor total de la empresa.

Lo que es más importante, el funcionamiento eficiente de los mercados financieros puede estar en peligro. Los grandes de control estarán más interesados en la maximización de sus beneficios privados que en el valor de mercado total de la empresa.

Por consiguiente, los inversionistas, anticipando esta conducta, evitarán la compra de estas acciones. Se trata de una lección de gran importancia para los países en desarrollo.

EL VALOR DEL DERECHO A VOTO

Zingales (1994) estudia el gran premio (82%) atribuido a las acciones con derecho a voto en la Bolsa de Valores de Milán. El premio varió en función de la estructura de propiedad y la concentración de los derechos de voto, pudiendo ser consecuencia de la presencia de enormes beneficios privados del control. Un estudio de casos parece indicar que los beneficios privados del control en Italia pueden ser fácilmente equivalentes a más del 60% del valor del patrimonio no votante.

Muchos estudios del diferencial de precio de acciones con derecho a voto, en diferentes países, han indicado que este derecho se ubica generalmente entre un 10% y 20% del valor de las acciones comunes. La evidencia en Italia, que estudió Zingales, difiere sustancialmente de esta visión. En Italia las acciones con derecho a voto que tienen inferior derecho a dividendo se transan con un premio promedio de 82% sobre las acciones sin derecho a voto. Este valor no toma en cuenta que las acciones sin derecho a voto tienen un dividendo adicional. AL considerarlo, el premio promedio sube a más del 90%. En otras palabras, el derecho a voto es aproximadamente mucho más que el derecho a recibir dividendos.

Este solo hecho hace a Italia un interesante caso de analizar. Tal premio no puede ser considerado como un error de fijación de precio de carácter temporal. Premios promedio de este tamaño han sido observados por años, involucrando a un tercio de las compañías listadas en la Bolsa de Milán y más de un 57% de la capitalización total de mercado. El tamaño del premio ha llevado a algunos economistas a dudar de la racionalidad del mercado. El propósito de este estudio es proveer una explicación racional de la magnitud del premio atribuido a las acciones con derecho a voto e identificar sus determinantes.

El derecho a controlar una corporación es valioso per se, porque garantiza al propietario de esos derechos algunos beneficios exclusivos. Los votos asignan el control. Por lo tanto, aún cuando los accionistas *outsiders* no disfrutan esos beneficios privados, ellos pueden atribuir un alto valor a los derechos de voto en función de la competencia

existente entre diferentes equipos de administración por adquirir esos votos. En particular, los votos mantenidos por pequeños accionistas *outsiders* llegarán a ser muy valiosos cuando ellos sean decisivos en atribuir control a algunos de los equipos de administración. Por lo tanto, el tamaño observado del premio al voto está relacionado al tamaño de los beneficios privados y al grado de competencia en el mercado por el control corporativo. En orden a justificar la evidencia italiana, Zingales mostró que en Italia se dan ambas dimensiones; beneficios privados particularmente grandes y competencia por el control particularmente intensa.

Si no hubiera beneficios privados, no habrían razones para mantener grandes paquetes de acciones en una compañía. Por lo tanto, al alto nivel de concentración de propiedad en las compañías italianas es por si mismo un indicador del gran valor del control. Al mismo tiempo, la presencia de muchos grandes accionistas (y no sólo uno) sugiere una intensa competencia por el control. Se estudiará, entonces, la relación entre estructura de propiedad y el nivel del premio por el voto.

La existencia de un accionista mayoritario impide cualquier competencia por el control. Consistente con esta visión es el hecho que compañías controladas por un accionista mayoritario tengan un premio significativamente menor. El premio estimado por Zingales era pequeño si se esperaba que el control de una compañía no cambiara de manos. Este es el caso de compañías controladas por el estado durante el período en estudio.

En contraste, los accionistas *outsiders* pueden esperar recibir más cuando la competencia por el control es más intensa. La intensidad de la competencia es mayor cuando muchos accionistas tienen una gran participación pero ninguno tiene la llave del control con una posición mayoritaria. En tales casos, para medir el valor estratégico de los derechos a voto en manos de pequeños accionistas el autor usó, como Rydqvist (1987), el valor Sharpley del voto de pequeños accionistas.

Zingales propuso que una posible razón de por qué los beneficios privados son tan grandes en Italia, es que quienes controlan una compañía pueden expropiar derechos de propiedad a los minoritarios más que en otros países.

El background Institucional

En Italia, además de acciones comunes con derecho a voto, las compañías pueden emitir acciones sin derecho a voto llamadas “*saving shares*”. Estas reciben un dividendo mínimo igual al 5% del valor par. Además, cuando un dividendo es pagado a una acción común, las “*saving shares*” reciben un dividendo igual, más un 2% del valor par. Sin embargo, éstas no tienen derecho a voto. La emisión de esos títulos fue permitida por una ley especial en 1974 para promover la propiedad en manos de pequeños inversionistas. EL derecho a dividendos se especificó en términos del valor par, límite legal de precio de suscripción. Sin embargo, la mayoría de las acciones eran emitidas por sobre el valor par. Por ejemplo, a comienzos de los '90 el valor de mercado de acciones sin derecho a voto era, en promedio, 5.6 veces el valor par, y el tamaño promedio del privilegio extra de dividendo, en términos del valor de mercado de las acciones era 0.87%.

En la ausencia de cualquier tratamiento privilegiado en términos de dividendos o liquidación, el premio estimado del derecho a voto (VP) sería simplemente la diferencia entre el precio de una acción con derecho a voto (Pv) y el precio de una sin derecho (Pnv).

$$VP = (Pv - Pnv) / Pnv$$

Debido al diferencial de derechos a dividendo, se requiere una corrección. Para desenredar el valor de una acción sin derecho a voto extrayendo su privilegio de dividendo, se debe considerar a las “*saving shares*” como activos compuestos por tres elementos: i) una acción común sin derecho a voto; ii) el derecho a un dividendo adicional (igual al 2% del valor par); y, iii) el derecho a recibir un 3% adicional del valor par como dividendo, cuando el dividendo de la acción común normal es menor al 3% del valor par. En el caso italiano, el derecho a un dividendo mínimo provee un diferencial de pago de solo 6%. El

pago corresponde, a menos del 1% del precio de mercado de una acción sin derecho a voto, debido a que el valor par es equivalente, en promedio, al 18% del precio de mercado de la acción. En otras palabras, este derecho tiene poco valor económico.

Entonces, el premio estimado corregido del voto (VP'), será igual al premio ya calculado VP , menos el rendimiento por dividendo adicional d las acciones sin derecho a voto.

$$VP' = VP - Div / (r * Pnv)$$

Donde; div = dividendo adicional a las acciones sin derecho a voto (en unidades monetarias) y,

r = factor de descuento relevante.

Estimación alternativa

Anteriormente se había planteado que una parte de la variación en el premio del voto, puede ser atribuida al diferente grado de potencial competencia por el control. Sin embargo, el calor del control necesario para justificar el nivel de premio en Italia, parece increíblemente alto.

Zingales desarrolló un método alternativo para estimar el valor del control. La elaboración de tal estimación fue posible gracias a una legislación sobre adquisiciones introducida en 1992. El parlamento aprobó una ley que estableció que cualquier adquisición de más del 30% de las acciones de una compañía debe ser seguida de una oferta pública de acciones (OPA) para todas las acciones con derecho a voto al mismo precio. Esta norma permitió obtener una estimación más ajustada del valor de los beneficios privados del control cuando un cambio de control es anunciado. De hecho, después de un anuncio de un cambio en el control, el precio de las acciones sin derecho a voto refleja el valor del ingreso verificable bajo la nueva administración. Por lo tanto, si el precio pagado a los accionistas con derecho a voto excede ese valor, la diferencia podría

ser atribuida a los beneficios privados del control para el comprador. De hecho, un comprador está posibilitado para pagar un premio sobre el flujo de caja (representado por el precio de las acciones sin derecho a voto) sólo si disfruta algunos beneficios privados.

En general, el premio pagado será estrictamente menor que los beneficios privados del adquirente, a no ser que el vendedor tenga éxito en extraer el excedente completo del comprador. En otras palabras

$$\text{Premio del control} = N_v * (P_v - P_{nv}) \leq B$$

Donde, N_v = número de acciones emitidas con derecho a voto; B = beneficios privados del control para el comprador.

Desgraciadamente, durante bastante tiempo no hubo adquisiciones de compañías con dos clases de acciones después de la introducción de la ley.

Al asumir el nuevo gobierno italiano, en 1992, no estaba claro que compañías serían privatizadas ni cuando. A principios de septiembre, los rumores se centraron en el banco Credito Italiano, 67% de propiedad de IR, una compañía holding estatal. El día 10 de ese mes, el gobierno anunció oficialmente su decisión. En los cinco días siguientes, el premio por control se incrementó en MMUS\$408, 38% del valor del capital sin derecho a voto. El 10 de noviembre, los directores de IRI aprobaron un plan para vender su participación completa. El anuncio dio una credibilidad adicional al plan de privatización y aseguró al mercado que la venta determinará una oferta pública para todas las acciones con derecho a voto, en virtud de la nueva normativa. Como resultado de esto, el premio por control subió a MMUS\$768, 60% del valor de las acciones sin derecho a voto. El mercado anticipó que el nuevo propietario del Credito Italiano disfrutará beneficios privados sobre el 60% del valor del ingreso verificable que él producirá.

La estimación es extremadamente alta con relación a “Estándares” internacionales. Barclay y Holderness (1989) estimaron que el valor del control en USA bordea el 4% del

valor del patrimonio. Ellos infirieron este valor usando el premio pagado en transacciones de paquetes controladores. En ningún caso, sólo el incremento en las expectativas de cambio en el control generó un premio igual al 60% del valor del patrimonio.

En suma, diferentes métodos dieron a Zingales, la misma respuesta: los beneficios privados del control son particularmente altos en Italia. Luego, la pregunta natural es ¿por qué los beneficios del control son tan grandes?. Su presunción fue que el sistema legal es muy poco efectivo en prevenir la explotación de una posición de control. Esta es también la explicación de Modigliani y Perotti (1991) quienes atribuyen a esta causa el bajo desarrollo del mercado de activos financieros en Italia. Para sustentar esta idea, Zingales presenta una sección en que esa explotación parece haber tenido lugar.

Conclusiones

En la Bolsa de Milán, los derechos de voto son más relevantes que el derecho a percibir dividendos. La evidencia presentada sugiere que esta valoración no es necesariamente un error de fijación de precios, sino debe ser atribuido al gran valor del control. Este valor puede ser explicado en términos de diferentes niveles de protección de los derechos de propiedad en ese país.

Los grandes beneficios privados del control pueden tener un significativo impacto sobre la decisión de endeudamiento, sobre la estructura de propiedad y sobre la decisión de un empresario para abrir su compañía al público.

GOBIERNO CORPORATIVO

¿Qué es el Gobierno Corporativo?

El gobierno corporativo es el conjunto de reglas y normas que guían el comportamiento de los accionistas, directores y administradores de una empresa, definiendo las obligaciones y las responsabilidades de éstos con accionistas minoritarios. El concepto de gobierno corporativo tiene su origen en el problema de agencia, es decir, en la separación de la propiedad y el control. El control de la firma es relevante, ya que otorga el derecho a tomar decisiones en contingencias no especificadas en los contratos explícitos. Este derecho residual es económicamente valioso, porque esta discreción puede ser usada estratégicamente para negociar sobre el excedente de dichos negocios.

El Gobierno Corporativo determina a quién debe servir la organización y cómo se deciden, cuáles son los propósitos y prioridades. Está relacionado tanto con el funcionamiento de la organización como con la distribución del poder entre los distintos accionistas, situación que en gran medida depende del contexto cultural de los distintos países. Esto significa que las medidas legales y reguladoras son sólo una parte del gobierno de la empresa.

Los principales objetivos del gobierno corporativo son:

- Contribuir a la maximización del valor de las compañías, en un horizonte de largo plazo. Esto se puede lograr a través del establecimiento de una estructura eficiente de incentivos dentro de la organización ideando mecanismos de compatibilidad y alineamiento entre los objetivos de la empresa y los objetivos personales de los administradores.
- Un segundo objetivo del Gobierno Corporativo, y que cobra especial importancia cuando las sociedades anónimas son controladas por un solo accionista, familia o grupo económico, consiste en resguardar el interés de los accionistas minoritarios e impedir que los mayoritarios puedan usar su control sobre la compañía para extraer oportunísticamente valor de la empresa a expensas de los minoritarios y financistas.

Si bien es cierto que las tomas de control constituyen una posible solución a problemas de agencia, su implementación no está exenta de riesgos susceptibles de ser minimizados con una regulación apropiada. Así como la separación de la propiedad y el control genera conflictos de intereses entre inversionistas y administradores, también existen circunstancias que tienden a originar conflictos entre los distintos inversionistas de una corporación. Son precisamente, los cambios de control, fusiones, alianzas estratégicas, adquisiciones mayores que otorgan la oportunidad a los accionistas controladores para apropiarse de una parte significativa de la empresa, con relación al número de acciones que poseen. En estos casos, el objetivo del gobierno corporativo es asegurar que cuando ocurran este tipo de hechos, los *outsiders* obtengan retornos que reflejen sus respectivos aportes.

¿Cómo opera el Sistema de Gobierno Corporativo?

La asignación de recursos generada por el mercado provoca la interacción de al menos dos agentes económicos para la creación de riqueza en la sociedad: los administradores a cargo de la gestión de la empresa y aquellos que son inversionistas tenedores de deuda o capital.

Por una parte, los inversionistas necesitan el capital humano especializado de los administradores para generar rentabilidad sobre el capital que poseen, mientras que estos últimos necesitan los recursos de los inversionistas para materializar sus proyectos. Sin embargo, esta separación entre el control y la propiedad de una empresa puede provocar divergencias entre los intereses que persiguen los administradores y los pretendidos por los inversionistas.

La literatura financiera señala la suscripción de contratos que especifiquen detalladamente las responsabilidades de la administración como la solución a este problema. Sin embargo, en la realidad sólo es posible estructurar contratos incompletos, que dejan en manos de los administradores gran parte de las decisiones en situaciones no especificadas

en los contratos. Además, cuando la propiedad de las compañías está demasiado dispersa, los inversionistas individuales tienen pocos incentivos para monitorear las actividades que realiza la administración a fin de ejercer un adecuado control sobre ellas.

La divergencia de objetivos entre los inversionistas y aquellos que tienen ingerencia en la gestión de las empresas hace que no se maximice el valor económico de la empresa, sino que otros objetivos perseguidos por los administradores o por el grupo controlador. Esto lleva a conflictos en la asignación de los recursos y la valorización de las compañías.

A nivel de la empresa, se puede dar *extracción de valor* en beneficio de los administradores y/o controladores bajo dos conceptos:

i) Posibilidad de fijar precios de transferencia para las transacciones de la empresa, con clientes o proveedores eventualmente relacionados, a precios que no se ajustan a las condiciones de mercado.

ii) Desviación de oportunidades de negocios, es decir, cuando la empresa descubre un buen negocio y éste se desarrolla, por ejemplo, para beneficio del grupo controlador o para los ejecutivos.

Un segundo nivel de conflicto en la asignación del valor de las compañías tiene que ver con los grandes eventos corporativos, tales como las tomas de control, fusiones, divisiones o adquisiciones de empresas.

La ley chilena opera fundamentalmente en lo que se conoce como *derechos de control*, a través de la legislación y consiste en entregar derechos a los accionistas a cambio de los recursos que éstos aportan a la compañía.

Un “buen” Sistema de Gobierno Corporativo

Un adecuado sistema de Gobierno Corporativo actúa para evitar y resolver los *conflictos de interés*, lo que en economía se conoce como *teoría de agencia*. Pretende evitar el uso de los activos corporativos para beneficio de los ejecutivos (agentes), afectando negativamente los intereses de los accionistas (principales).

El desarrollo de un sistema de Gobierno Corporativo surge para velar que se cumplan en forma transparente los objetivos corporativos. Así, los mecanismos que pretenden desarrollar un mejor gobierno corporativo deben proveer de herramientas que lleven a una protección de los derechos de los accionistas minoritarios, en el sentido de fortalecer su participación en las decisiones y regular las transferencias de control. Se entiende por minoritarios a todos aquellos que no ejercen el control y que por si solos no pueden elegir a la mayoría del directorio, aunque tengan una participación importante en la propiedad de la empresa.

La evidencia muestra que países que resguardan de mejor manera los derechos de los inversionistas poseen mercados de capitales más profundos y desarrollados, lo que se traduce en menores costos de financiamiento (menores tasas de descuento exigidas) para empresas domésticas, lo cual es un incentivo a la inversión y esto naturalmente redundará en mayores posibilidades de crecimiento económico. Investigaciones de los profesores Luigi Zingales y Robert Vishny (U. de Chicago), Rafael La Porta y Andrei Shleifer (U. de Harvard) y Florencio López de Silanes (U. de Yale), han demostrado la relación entre un buen sistema de gobierno y el buen rendimiento de las empresas en distintos mercados.

En los países donde existen sistemas de gobierno más desarrollados, el *costo de capital* para las empresas disminuye y existen incentivos para que los inversionistas participen en la empresa. Dos estudios efectuados por la consultora McKinsey&Company concluyen que existe una mayor disposición a pagar por el precio de una acción de una empresa que cumple con los principios de un *buen Gobierno Corporativo*. Así, estas investigaciones identifican que inversionistas extranjeros estarían dispuestos a pagar en

Chile un premio de 18% sobre el precio de la acción, en el caso de las empresas que cuenten con un “buen Gobierno Corporativo”.

Además los análisis de bancos de inversiones de Nueva York efectuados durante el año 2001, calificaron a Chile como una de las naciones más atractivas en Latinoamérica para los inversionistas, producto de la puesta en marcha de la Ley de Opas y Gobierno Corporativos.

La importancia de la Protección a los Accionistas Minoritarios

En los últimos años se ha detectado un interés creciente en el campo de la protección a los accionistas minoritarios como parte de un fenómeno global. Es así como en América Latina, particularmente países como Argentina, Brasil y Chile han implementado algunas reformas legales orientadas en ese sentido.

Latinoamérica es percibido como una zona de alto riesgo para los inversionistas, pero estas reformas pueden ayudar a diferenciar cada uno de los mercados, para que los inversionistas internacionales sean atraídos a los países que resguarden de mejor manera sus derechos y protejan sus inversiones. Por lo tanto, las medidas legales y las iniciativas voluntarias ayudarán a proteger a los accionistas minoritarios y así como al desarrollo del mercado de capitales en general.

Cabe destacar que la protección de los accionistas minoritarios va más allá de la estructura accionaria o de la protección del principio “una acción un voto”. También involucra el derecho a participar en las ofertas públicas de acciones, permite gozar de los mismos beneficios que los mayoritarios y entrega la posibilidad de influir proporcionalmente a su participación en las decisiones corporativas.

Por lo general, en América Latina los derechos de los accionistas minoritarios no están suficientemente resguardados. La evidencia reciente se puede ver en la ola de

fusiones y adquisiciones que los inversionistas han llevado a cabo en la región, con importantes “premios por control” para los accionistas controladores.

De aquí que mientras más globalizados sean los mercados, y en particular los mercados financieros más integrados, cada vez será más necesaria una mayor protección a los accionistas minoritarios.

La situación del Gobierno Corporativo en el mundo

Existe gran consenso internacional en torno a la necesidad de adoptar principios de buen Gobierno Corporativo en el mundo. En este sentido casi la totalidad de los países desarrollados tiene códigos de buenas prácticas recomendadas para guiar las conductas al interior de las empresas, en particular apuntan al comportamiento de los directorios y administración superior.

Los países más avanzados en el desarrollo de principios de buen Gobierno Corporativo son Alemania, Japón, Francia, Reino Unido, Canadá y Estados Unidos. Pero también durante los últimos años todos los países latinoamericanos con el apoyo de la OECD⁶ y el Banco Mundial, han avanzado en la proposición de estas prácticas. Esta situación se repite en los países de Asia y Europa Central. Estos códigos de conducta son coincidentes con la línea propuesta por la OECD en cuanto a la promoción de los principios de una acción un voto, la propiedad transparente y desconcentrada, que se permita los cambios de propiedad de la empresa, que las reglas sean conocidas por todos, que se defina el tamaño y la composición del directorio, que se logre la transparencia y la divulgación de la información y que exista aplicación de los criterios contables internacionales.

Entre los años 1999 y 2000, la empresa consultora McKinsey&Company llevó a cabo tres estudios para descubrir cómo los accionistas perciben y valoran el Gobierno Corporativo en los mercados emergentes y desarrollados.

⁶ Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo.

El primer estudio de McKinsey examinó las actitudes hacia las inversiones en Asia, en conjunto con el Instituto de Asia Pacífico de Inversionistas Institucionales. El segundo estudio se focalizó en Europa y Estados Unidos y fue realizado con Inversionistas Institucionales de EE.UU. e Institutos Europeos. El tercer estudio, investigó las actitudes de inversionistas hacia América Latina y se efectuó entre marzo y abril de 2000, con apoyo del Banco Mundial.

Sobre los resultados obtenidos, tres cuartos de los inversionistas dijeron que las prácticas del directorio son tan importantes como el rendimiento financiero cuando evalúan las compañías para invertir. En el caso de América Latina, casi la mitad de los encuestados considera que las prácticas del directorio son más importantes que el rendimiento financiero. Sobre el 80% de los inversionistas, en tanto, dice que ellos pagarían más por las acciones de una compañía bien gobernada, que por una compañía de actuación financiera similar, pero débilmente gobernada.

Para efectos de estos estudios, una compañía bien gobernada se definió como aquella que tenía una mayoría de directores externos sin relación con la administración, cuyos directores poseen una proporción significativa de acciones, en las que se realizan evaluaciones formales del directorio, se entrega información relevante en temas de gobierno al mercado y a los inversionistas, y los ejecutivos son pagados mediante *stocks options*.

El tamaño del premio que los inversionistas dicen estar dispuestos a pagar por un buen gobierno refleja hasta qué punto ellos creen que hay espacio para mejorar la calidad del gobierno corporativo en un país particular. Por lo anterior, los inversionistas creen que sus inversiones en Asia y América Latina estarán bien protegidas por compañías bien gobernadas, que respeten los “derechos de accionistas”.

En América Latina, los inversionistas locales dicen que la mejor revelación de información es la preocupación principal, mientras los inversionistas extranjeros ven los

“derechos del accionista” como prioritarios. Para los inversionistas extranjeros, la información adicional no sirve si ellos no pueden influir en el directorio o decisiones de la administración.

Si bien es difícil medir el impacto en el precio de mercado de los premios que los inversionistas dicen que pagarían por las compañías bien gobernadas, los montos que están dispuestos a pagar confirman que un buen gobierno podría ser rentable para los accionistas. El estudio argumenta que el hecho de que la mayoría de los inversionistas dice que ellos ya tienen en cuenta el gobierno corporativo cuando toman las decisiones de inversión, es un argumento poderoso para las reformas en distintos países.

Las empresas y las autoridades deben centrar la atención en que si las empresas pudieran capturar una parte pequeña del premio por buen gobierno que está aparentemente disponible, estarían creando valor adicional para el accionista. Es más, las compañías que no reforman su gobierno corporativo se encontrarían en una desventaja competitiva cuando intenten obtener capital o deuda para financiar su crecimiento. Por lo tanto, los altos estándares de gobierno serán esenciales para la atracción y retención de los inversionistas y financistas en los mercados globalizados.

A raíz de los problemas de Gobierno Corporativo que han afectado principalmente a EE.UU., los legisladores aprobaron una serie de normas muy estrictas por medio la ley denominada “Sarbanes-Oxley”. Los principales cambios que introdujo esta ley dicen relación con la obligación de información en tiempo real, endurecimiento de las penas, ampliación de los niveles de responsabilidad, incremento en la frecuencia de revisión de los estados financieros, prohibición de transacciones de los ejecutivos con información privilegiada y restricción de giro a las empresas de auditoría.

En Chile esta ley también tiene algunas consecuencias para las empresas chilenas que cotizan con ADRs en EE.UU., especialmente en lo referente a la entrega de información. Es posible también que en Chile los legisladores adopten algunas de estas exigencias en futuras modificaciones de las leyes que regulan el mercado de capitales.

La situación del Gobierno Corporativo en Latinoamérica y Chile

De acuerdo a estudios efectuados por bancos de inversiones de Nueva York durante los años 2000 y 2001 sobre Gobierno Corporativo y protección de los accionistas minoritarios en América Latina, se analizaron las últimas reformas llevadas a cabo en los distintos países en temas de votación, regulación de ofertas públicas y gobernabilidad.

Al comparar la legislación de Chile con Argentina, Brasil, Colombia y México, Chile alcanzó el mejor nivel de protección de los accionistas minoritarios. La mayor parte de la buena valoración se explicó por las reformas introducidas a través de la Ley de Opas y Gobiernos Corporativos. Entre los aspectos más importantes se destacó el alcanzar igualdad de derechos de los tenedores de ADRs, la regulación del proceso de Ofertas Públicas, la creación de los Comités de Auditoria y el mejoramiento de calidad en la entrega de información al mercado y los accionistas. Aún están pendientes las medidas para lograr la igualdad de las distintas clases de acciones, especialmente las que tienen derechos preferentes que expiran a fines del año 2005, aún cuando este plazo podría ser extendido por votación en una junta extraordinaria de accionistas.

Respecto a la elección de directorios, la evaluación es deficiente, porque la ley no exige que éste sea necesariamente renovado cada año, ya que se permiten períodos de permanencia de hasta tres años. La independencia de directorio tampoco es exigida obligatoriamente, ya que no se establece un mínimo de directores independientes. En el caso de México, la ley exige que un cuarto de la mesa debe estar constituido por directores independientes de los accionistas controladores.

Un punto cuestionado aún en la legislación chilena, es el que permite a las sociedades anónimas acogerse al artículo 10º transitorio de la Ley de Opas. Esto significa que los accionistas controladores podrán negociar la venta de su participación en condiciones preferentes respecto a los accionistas minoritarios, por un período de tres años desde promulgada la Ley, fecha que expira el 31 de diciembre del 2003.

Cabe destacar que los cambios introducidos por la Ley de Opas chilena profundizan en todos los aspectos evaluados por los diversos estudios de expertos, mejorando no sólo la calidad de protección a los accionistas minoritarios, sino que también se mejora la transparencia de la información a los accionistas y el mercado y se llenan los vacíos del marco legal anterior.

Otro aspecto positivo es la modificación que permite explícitamente a los dueños de ADRs tener los mismos derechos que los dueños de acciones regulares. Las compañías que posean ADRs deberán entregar a los tenedores de certificados de depósito, la misma información que a las autoridades regulatorias, de acuerdo a normas internacionales de contabilidad generalmente aceptadas (IAS-GAAP⁷), lo que permite un nivel de revelación de información con estándares internacionales. Sin duda, esto constituye un paso importante en la modernización del mercado de capitales y la internacionalización del mercado chileno.

En Chile, los problemas principales de Gobierno Corporativo se han concentrado en conflictos de intereses entre los accionistas controladores y los minoritarios, debido a problemas de agencia, de uso de información privilegiada o conductas antiéticas. Por lo tanto, una mejora en el sistema de Gobierno Corporativo en Chile evitaría estos problemas, produciendo mayor transparencia en el mercado y mejorando la efectiva transferencia de recursos a las empresas que tengan buenos proyectos de inversión.

Los antecedentes analizados son coincidentes en que las economías latinoamericanas se enfocan más hacia la protección de los accionistas minoritarios, mientras que los países desarrollados, que cuentan con sistemas regulatorios más fuertes, los esfuerzos de reforma se centran en aumentar la transparencia de la actuación de los directores y altos ejecutivos, así como de los procesos de votación en las juntas de accionistas.

⁷ IAS es la abreviación International Accounting Standards, Normas Internacionales de Contabilidad, y GAAP es la sigla de “Generally Accepted Accounting Principles”, Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados.

Por otra parte, el sistema judicial chileno no cuenta con tribunales especializados en materia de sociedades donde se concentre experiencia en la resolución oportuna de conflictos. En Inglaterra y Estados Unidos por ejemplo, opera el *common law*, que es el sistema que establece jurisprudencia para la resolución de conflictos similares.

Finalmente cabe hacer notar que Chile no ha desarrollado un Código de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo. Esta iniciativa aún está en pendiente de acuerdo entre el sector privado y las autoridades regulatorias. El principal temor expresado públicamente por los empresarios, es que dicho código se convierta rápidamente en ley y restrinja el accionar de la comunidad empresarial, que demanda más libertad y menos regulación.

Atendiendo la discusión anterior, la pregunta que surge es ¿qué pasaría en Chile si no se cumplen las prácticas de Gobierno Corporativo respetadas en los países desarrollados? La respuesta se puede encontrar fácilmente en los estudios donde se demuestra que la protección de los derechos de los accionistas va directamente correlacionado con la salud financiera del mercado. Aunque también puede haber empresas con buen desempeño en mercados que no cumplen con buenas prácticas, pero con el riesgo que invertir allí es claramente mayor.

Conclusiones

Al analizar la literatura sobre desarrollo de principios de Gobierno Corporativo en las economías más avanzadas, lo primero que se puede concluir es que no existe un conjunto de prácticas universalmente aceptadas. Esto ocurre porque, de acuerdo a la literatura internacional, el buen o mal Gobierno Corporativo puede ser evaluado considerando además de la estructura legal, la regulación existente en el país, la eficiencia del sistema judicial, el nivel de corrupción y las prácticas particulares de cada empresa en cada industria. Un papel importante se le otorga al sistema bancario que juega un papel regulador en las economías, contribuyendo a que el derecho de los accionistas sea mejor protegido.

De acuerdo a la situación observada en los distintos países y la literatura analizada, tampoco es posible cuantificar los efectos directos que entrega un buen sistema de Gobierno Corporativo, pero no existen dudas de que las buenas prácticas marcan la diferencia y actúan como un “seguro de protección” para la empresa y sus accionistas. En cambio, en los países donde no se respetan los principios propuestos por la OECD, la confianza de los inversionistas se deteriora, el mercado accionario se vuelve menos atractivo, sube el costo de financiamiento para las empresas y los proyectos de inversión, y se debilita el sistema económico en general. Esta situación no es exclusiva de las economías emergentes y el caso de EEUU invita a poner atención en todos los mercados, mejorar la regulación y promover conductas éticas en todos los países.

El proceso de reforma en Chile ha sido iniciado con la publicación de la Ley a fines del año 2000. Pero la sola existencia de una legislación no es una garantía para lograr la excelencia. En Chile además, faltan otras reformas para desarrollar el Mercado de Capitales y hacerlo más confiable a los inversionistas extranjeros.

Además, para que el mercado de capitales nacional se perfeccione, no sólo se deben mejorar las prácticas de Gobierno Corporativo, sino que también se debe asegurar que el sistema permita a las empresas acceder adecuadamente a recursos de inversión, lo que se ha tratado de implantar con las sucesivas reformas al Mercado de Capitales aprobadas por el Congreso.

Sin embargo, la nueva Ley de Opas y Gobiernos Corporativos en Chile, es una buena experiencia para medir la efectividad de las reformas implementadas de acuerdo a los estándares internacionales.

Luego de los cambios introducidos en la legislación, Chile fue catalogado por analistas internacionales como el país que tenía las mejores prácticas en Latinoamérica. Pero al compararlas con países más desarrollados, aún quedan puntos pendientes por resolver en cuanto a incorporar las mejores prácticas a nivel mundial. Por lo anterior, se

puede afirmar que el sistema chileno todavía no entrega suficiente nivel de protección a los accionistas minoritarios, pese a haber mejorado sustancialmente.

Al analizar la estructura legal existente y las prácticas observadas en Chile, con respecto a los principios de la OECD y las mejores prácticas en el ámbito mundial, los aspectos que pueden mejorar son: la débil protección de los derechos de los accionistas, la insuficiente transparencia en el manejo y revelación de información, y la supervisión y sanciones débiles, para la creciente complejidad del sistema económico. Estos puntos son centrales en las recomendaciones que hace el Banco Mundial para el mejoramiento de los sistemas de Gobierno Corporativo en los países emergentes.

Con respecto a los principios de *protección y tratamiento equitativo de los accionistas*, si bien ha sido adecuada la incorporación de conceptos de igualdad en el trato de todos los accionistas, sean extranjeros o nacionales, no ha ocurrido lo mismo con la existencia de series de acciones con derechos preferenciales. Aunque para esto se ha establecido un período de transición que expira a fines del año 2005, es una mala señal y no respeta un principio básico recomendado internacionalmente de “una acción un voto”.

Respecto al principio que establece *las responsabilidades del Directorio*, la legislación chilena es bastante amplia para señalar que los directores deben tener conductas apropiadas a los negocios en que se desempeña. Sin embargo, en Chile no existe un proceso de evaluación formal del Directorio, que permita al director responder ante los accionistas por los inadecuados procedimientos de toma de decisiones. Un aspecto importante incorporado en la Ley, es que un accionista o un grupo de accionistas que reúnan un quórum de al menos un 10% de la votación pueden demandar al Directorio en nombre de la sociedad. Sin embargo, esta prerrogativa tiene el inconveniente que es difícil de implementar porque hay que establecer una relación de causa efecto y además no permite individualizar responsabilidades apropiadamente.

Un aspecto evaluado positivamente en Chile, es que el funcionamiento del sistema financiero en Chile ayuda a mejorar el nivel de protección y lo diferencia positivamente de los países latinoamericanos y lo iguala al funcionamiento de países desarrollados.

Además, este sistema provee un nivel adicional de vigilancia sobre las empresas chilenas, que son financiadas y operan estrechamente relacionadas con los bancos. Esto es muy importante, ya que si se observa las prácticas de países que han presentado problemas económicos, no ha existido suficiente transparencia en el sistema financiero.

También la regulación y vigilancia exigida a los inversionistas institucionales, tales como Compañías de Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), aporta un factor de transparencia al sistema. En un mercado chileno, los inversionistas institucionales son el principal motor del mercado de inversiones de largo plazo y además claramente han aportado al crecimiento del ahorro de la economía nacional.

Para el desarrollo del mercado de capitales chileno es importante que las empresas y las autoridades regulatorias den claras señales de adopción de las prácticas aplicadas en las economías desarrolladas. Para lograrlo será necesario complementar estas reformas con la flexibilización de los aspectos impositivos para las inversionistas chilenos y extranjeros, y la modernización de la estructura legal para la solución de conflictos.

La integración de la economía chilena al contexto internacional obliga a iniciar pronto las reformas pendientes, especialmente cuando el país se encuentra en un proceso de integración comercial con la Comunidad Económica Europea, Corea, Estados Unidos y APEC, entre otros bloques comerciales.

En todo caso, los avances del país en cuanto a la toma de conciencia empresarial y de las sus autoridades en materias de Gobierno Corporativo han sido significativos y destacados con respecto a otras economías similares y de la región, pero aún queda camino por recorrer.

Capítulo 2:
Marco Regulador en
Chile y EEUU

MARCO REGULATORIO CHILENO.

En Chile, la *Ley de Mercado de Valores*⁸ (LMV) se promulgó y aprobó el 21 de octubre del año 1981, bajo el gobierno de don Augusto Pinochet Ugarte, y al día siguiente fue publicada en el diario oficial. Esta ley fue bien recibida por los inversionistas, pues, hasta entonces, nada normaba al mercado de valores.

Acerca de la ofertas públicas de adquisición de acciones y tomas de control, solo se hablaba en el artículo 54 del título IX, y no entraba en profundidad en el tema. El artículo decía lo siguiente:

Título IX

DE LA INFORMACION EN LA OBTENCION DE CONTROL

Art. 54. Cuando una o más personas directamente o a través de una sociedad filial o coligada pretendan obtener el control de una sociedad, sometida a la fiscalización de la Superintendencia, deberán informar previamente tal propósito al público en general. En dicha información se indicará a lo menos el precio y condiciones de la negociación a efectuarse, cualquiera sea la forma de adquisición de las acciones comprendiéndose incluso la que pudiese realizarse por suscripciones directas o transacciones privadas.

Para los fines señalados en el inciso precedente se enviará comunicación escrita a la Superintendencia y a las bolsas de valores y, cumplido lo anterior, se publicará un aviso destacado en un diario de circulación nacional.

La adquisición de acciones solo podrá perfeccionarse transcurridos cinco días hábiles desde la fecha en que se publique el aviso a que se refiere el inciso anterior.

⁸ Ley número 18.045

El artículo obliga a quienes desean obtener el control de una sociedad sometida a la fiscalización de la Superintendencia, es decir, de una sociedad anónima, a informar acerca del precio y condiciones de la negociación, informar a través de una comunicación a la Superintendencia, a las bolsas de valores, publicar un aviso en un diario de circulación nacional y a que deben pasar al menos cinco días después de haberse publicado el aviso, para llevar a cabo la operación.

Luego, el 14 de diciembre del 2000 fue aprobada y promulgada la ley 19.705, que “Regula las Ofertas Publicas de Adquisición de Acciones (opas) y Establece Régimen de Gobiernos Corporativos”, y días después, el 20 de diciembre fue publicada en el diario oficial.

Esta ley introduce cambios al artículo 54, entre muchos otros, y agrega nuevos títulos a la ley, entre los cuales destaca el título XXV “De La Oferta Pública de Adquisición de Acciones”.

Este título contiene 19 artículos, desde el 198 al 216. En el artículo 199 establece que operaciones de deberán regir bajo este título, el artículo dice:

Artículo 199.- Deberán someterse al procedimiento de oferta contemplado en este Título, las siguientes adquisiciones de acciones, directas o indirectas, de una o más series, emitidas por una sociedad que haga oferta pública de las mismas:

- a) Las que permitan a una persona tomar el control de una sociedad;
- b) La oferta que el controlador deba realizar de acuerdo a lo dispuesto en el artículo 69 de la ley N° 18.046, siempre que en virtud de una adquisición llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto de una sociedad o de la serie respectiva, y
- c) Si una persona pretende adquirir el control de una sociedad que tiene a su vez el control de otra que haga oferta pública de sus acciones, y que represente un 75% o más del valor de su activo consolidado, deberá efectuar previamente una

oferta a los accionistas de esta última conforme a las normas de este Título, por una cantidad no inferior al porcentaje que le permita obtener su control.

Dentro de este mismo artículo, luego se estipulan las excepciones respectivas.

El artículo 202, habla acerca de la información que se entregará al público en general, que el oferente deberá publicar un aviso en, a lo menos dos diarios de circulación nacional y los antecedentes que este debe contener. El artículo se muestra a continuación.

Artículo 202.- El oferente deberá publicar un aviso informando del inicio de la vigencia de la oferta de adquisición. El aviso deberá ser destacado y publicarse el día previo al inicio de la vigencia de la oferta en, a lo menos, dos diarios de circulación nacional.

El aviso deberá contener los antecedentes esenciales para su acertada inteligencia, que la Superintendencia determinará mediante norma de carácter general.

En el artículo 203, establece que el oferente deberá poner a disposición de los interesados, a contar de la fecha del aviso de inicio y durante la vigencia de la oferta, un prospecto que contenga todos los términos y condiciones de la oferta. Una copia del prospecto deberá estar a disposición del público en las oficinas de la sociedad por cuyas acciones se hace la oferta, en la oficina del oferente o en la de su representante, si lo hubiere, como asimismo de las sociedades que sean controladas por aquélla y que hagan oferta pública de sus acciones, de la Superintendencia y de las bolsas de valores. A continuación, detalla el contenido del prospecto.

En el artículo 205 se estipula la duración de la oferta, en el siguiente aclara que durante la vigencia de la oferta, la sociedad objetivo puede ser objeto de otra oferta por las mismas acciones.

En el siguiente artículo, el artículo 207, detalla las obligaciones y restricciones que quedarán sujetos, tanto la sociedad emisora de las acciones que son objeto de dicha oferta, como los miembros de su directorio.

El siguiente artículo, establece que la oferta debe ir dirigida a todos los accionistas de la sociedad o de la serie que se trate y deberán ser adquiridas a prorrata. Este artículo es fundamental, ya que de esta forma, los oferentes no podrán negociar paquetes accionarios con los controladores. Tal artículo se expone a continuación:

Artículo 208.- La oferta deberá estar dirigida a todos los accionistas de una sociedad o de la serie de que se trate, en su caso.

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

Los artículos 210 y 211, tratan la revocabilidad de las partes en la oferta.

Artículo 210.- Las ofertas que se efectúen conforme a las disposiciones de este Título serán irrevocables. Sin perjuicio de ello, los oferentes podrán contemplar causales objetivas de caducidad de su oferta, las que se incluirán en forma clara y destacada tanto en el prospecto como en el aviso de inicio.

En caso de haberse propuesto por el oferente la adquisición de un número mínimo de acciones, la oferta quedará sin efecto cuando no se logre, circunstancia que estará indicada en forma destacada tanto en el aviso de inicio como en el prospecto a que se refieren las disposiciones precedentes. Lo

anterior es sin perjuicio que el oferente redujere su pretensión a los valores recibidos en la fecha de expiración de ésta. Ello será también aplicable en el caso que el comprador condicione resolutivamente la oferta, al evento de ser adquirido un número mínimo de acciones de otra sociedad durante una oferta simultánea.

Con todo, las ofertas podrán modificarse durante su vigencia sólo para mejorar el precio ofrecido o para aumentar el número máximo de acciones que se ofreciere adquirir.

Cualquier incremento en el precio, favorecerá también a quienes hubieren aceptado la oferta en su precio inicial o anterior.

El oferente podrá efectuar nuevas ofertas por las mismas acciones, sólo transcurridos 20 días después que la oferta quedare sin efecto por alguna de las causas contempladas en esta disposición.

Artículo 211.- La aceptación de la oferta será retractable, total o parcialmente. Los accionistas que hayan entregado sus acciones podrán retractarse hasta antes del vencimiento del plazo o de sus prórrogas.

En tal caso, el oferente o el administrador de la oferta, si lo hubiere, deberá devolver los títulos, traspasos y demás documentación proporcionada por el accionista tan pronto éste le comunique por escrito su retractación.

En el artículo 212, dice que al tercer día de la fecha de expiración del plazo de vigencia de una oferta o de su prórroga, el oferente deberá publicar en los mismos diarios en los cuales se efectuó la publicación del aviso del anuncio (Art. 202), el resultado de la oferta, desglosamiento del número total de acciones recibidas, el número de acciones que adquirirá, el factor de prorrato y el porcentaje de control que se alcanzará como producto

de la oferta. También señala que esta información debe ser entregada a la superintendencia y a las bolsas de valores en la misma fecha de la publicación.

El artículo que sigue, dice que el oferente deberá señalar en la oferta si su propósito es mantener la sociedad sujeta a las normas aplicables a las sociedades anónimas abiertas e inscritas en el Registro de Valores, por un plazo o indefinidamente, aún cuando no esté obligada legalmente a ello.

El artículo 214, establece que la Superintendencia, conforme a sus facultades, podrá formular observaciones y exigir al oferente antecedentes adicionales a los proporcionados, con el objeto que los inversionistas cuenten con la información veraz, suficiente y oportuna requerida para decidir si aceptan la oferta.

En el último artículo de este título, el 216, señala que una oferta pública de adquisición de acciones podrán ser intermediadas por agentes de valores, el artículo dice lo siguiente:

Artículo 216.- Las transacciones provenientes de una oferta pública de adquisición de acciones podrán ser intermediadas fuera de bolsa por agentes de valores o corredores de bolsa.

Si fueren intermediadas por corredores fuera de bolsa, éstos deberán informar las transacciones a las bolsas de valores de que formen parte para que las incorporen a los sistemas de información a los inversionistas.

El título que sigue, el Título XXVI De la Oferta Pública de acciones o Valores Convertibles en el Extranjero, contiene 3 artículos, en el primero, el artículo 217 señala que las sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus valores estarán autorizadas para registrar dichos valores en el extranjero, con el objeto de permitir su oferta, cotización y transacción en los mercados internacionales.

En el artículo que le sigue, el 218 establece que los emisores estarán obligados a presentar a la Superintendencia y a las bolsas de valores locales la misma información y en iguales plazos que deba presentarse a las autoridades reguladoras extranjeras y mercados internacionales, por los valores que registren, coloquen y transen en dichos mercados.

Dicha información se tendrá como documento auténtico para todos los efectos legales, desde que se haga entrega del mismo a la Superintendencia.

Las disposiciones transitorias son para que los afectados por la ley, puedan ajustarse al nuevo marco regulatorio y no faltar a la ley, es por esta razón que existen. En la ley 19.705 existen disposiciones transitorias, en la cual el artículo décimo transitorio es relevante.

DISPOSICIONES TRANSITORIAS DE LA LEY N° 19.705, RELATIVAS A LA LEY N° 18.045

Artículo décimo transitorio.- No obstante lo dispuesto en el artículo 199 de la ley N° 18.045, los controladores actuales de las sociedades anónimas abiertas que hagan oferta pública de sus acciones, podrán optar por enajenarlas libremente, aun cuando el precio sea sustancialmente superior al de mercado, siempre que realicen dicha enajenación dentro del curso de los próximos tres años contados desde el día primero del mes siguiente a la fecha de publicación de la presente ley y sea acordado en una junta extraordinaria de accionistas. El directorio de la sociedad convocará a la junta y ésta resolverá por la mayoría absoluta de las acciones emitidas con derecho a voto. Este beneficio podrá invocarse por una sola vez.

Para acogerse a lo previsto en el inciso anterior, se deberá convocar a junta extraordinaria dentro de los seis meses siguientes a la fecha de vigencia de la presente ley.

Si el adquirente de las acciones provenientes del control pretendiere enajenar las acciones, no podrá utilizar el procedimiento señalado en los incisos anteriores y deberá ceñirse estrictamente al cumplimiento de las disposiciones del Título XXV de la ley N° 18.045.

Con este artículo, las sociedades pueden acogerse al este artículo transitorio y poder realizar traspasos de control y ofertas públicas de adquisición de acciones, sin seguir las normas vigentes de la ley N°18.045 sino las que regían hasta antes de la ley N° 19.705. Este período transitorio culmina el próximo 31 de diciembre del 2003, fecha límite para acogerse a los artículos transitorios de este ley.

MARCO REGULATORIO ESTADOUNIDENSE DE TENDER OFFERS

El marco regulatorio que rige las Ofertas públicas de adquisición (OPAs) en Estados Unidos, esta regido por las “Reglas Generales y Regulaciones promulgadas conforme a la Securities Exchange Act of 1934⁹” y la “Securities Exchange Act of 1934, Section 14”.

La regla establece cualquier persona que desee comprar, o que con la compra de títulos, logre un 5% del total de los valores emitidos, debe lanzar una OPA, y ésta, comienza con la primera publicación en los medios por parte de quien ofrece comprar los valores (la oferente) de la compañía sujeta a la oferta.

Al lanzar la OPA, la compañía oferente deberá enviar a la Comisión de Declaración de Tender Offer un archivo exponiendo sus objetivos, deberá también enviar una copia de ésta, a las oficinas centrales de la compañía sujeta a la oferta, a cada “national securities exchange” en donde la clase de valores de la compañía este registrada y a la National Association of Securities Dealers, Inc. (NASD) si tal clase de valores está autorizada en el sistema de cotización de interdistribuidor de NASDAQ.

La compañía que es sujeto de la oferta también tiene ciertos deberes, dentro de éstos se destaca que la compañía debe averiguar puntualmente la más reciente lista de accionistas de la compañía, con una fecha máxima de diez días hábiles anteriores desde la fecha de petición del oferente. También, con esta misma limitancia de tiempo, deberá recomendar la aceptación, el rechazo o mostrarse neutra a la oferta pública de adquisición; la recomendación neutra deberá incluirá también la razón de tal posición.

Con respecto a los derechos de retirada, cualquier persona que ha depositado sus títulos de acuerdo con la oferta pública de adquisición, tiene derecho de retirar sus valores, total o parcialmente, mientras el período de oferta este abierto, sin embargo, si se trata de una oferta pública de adquisición subsecuente, estos derechos de retirada se pierden.

⁹ General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act of 1934.

Un punto importante de la legislación es la que respecta a la compra, si es a prorrata o no, a esto se refiere la “Rule 14d 8”, en el cual establece que, cualquier persona que hace una oferta pública de adquisición o petición o invitación para ofrecer, menos de todas las acciones emitidas de una clase, y si el número de valores depositados es mayor a lo dispuesto a comprar, los valores tomados y pagados deberán ser prorrateados, desatendiendo fracciones, según el número de valores depositados por cada depositante durante el período de oferta, petición o invitación a ofrecer, es decir, si la compañía oferente pretende comprar el 75% de las acciones de otra compañía, y a la oferta acuden todos los accionistas, el 100%, la oferente deberá comprar a cada uno el 75%¹⁰ de lo que cada uno ofreció.

La oferta pública de adquisición estará abierta a todos los tenedores de títulos de la clase sujeta a la OPA, y el monto pagado a cualquier poseedor de títulos de acuerdo con la oferta pública de adquisición es el monto más alto pagado a cualquier otro tenedor de títulos durante tal oferta pública de adquisición, es decir, a todos se les debe pagar el mismo precio por título, si a uno le llegasen a pagar un precio mayor, los demás tenedores tienen derecho a reclamar el diferencial pagado al accionista beneficiado por esta diferencia.

La compañía oferente puede decidir ofrecer un período de ofrecimiento subsecuente de tres a veinte días hábiles, período en el cual las ofertas serán aceptadas, este período de oferta subsecuente debe comenzar después de haber terminado la oferta inicial, no debe comenzar necesariamente el día siguiente después de haber finalizado la oferta inicial, además, la oferta subsecuente debe ser para todos los títulos de la clase que es sujeto de la oferta pública de adquisición.

El pastor deberá anunciar los resultados de la oferta pública de adquisición, incluso el número aproximado y el porcentaje de títulos depositados hasta el momento, no más allá de las 9:00 de la mañana, a horario este del país, después del siguiente día hábil de la fecha de

¹⁰ $0.75 / 1 = 0.75$

término de la oferta inicial. Inmediatamente, comienza el período de ofrecimiento subsecuente.

El pastor inmediatamente acepta y puntualmente paga a todos los tenedores de títulos cuando éstos son ofrecidos durante el período de ofrecimiento subsecuente, y el oferente debe ofrecer la misma forma de pago y cantidad a los tenedores de títulos tanto en la oferta inicial como en el período de ofrecimiento subsecuente.

Los derechos de retirada se aplican solo durante el período de ofrecimiento inicial, durante el período de oferta subsecuente, los derechos de retiro no rigen.

En la regulación estadounidense, es un acto fraudulento, engañoso o manipulador, si una alguien anuncia públicamente que otra persona (o una institución, sociedad, para la cual la persona actúa) planea realizar una oferta pública de adquisición que no ha sido aún comenzada formalmente. Es un acto fraudulento, si la persona hace el anuncio de una potencial oferta pública de adquisición sin la intención de comenzar la oferta dentro de un tiempo razonable y completar la oferta; si quiere, directamente o indirectamente, por medio del anuncio, manipular el precio de mercado de los títulos; o no tiene la creencia razonable de que la persona tendrá los medios de comprar los valores para completar la oferta.

Capítulo 3:
Atomización del Mercado
De Valores Chileno

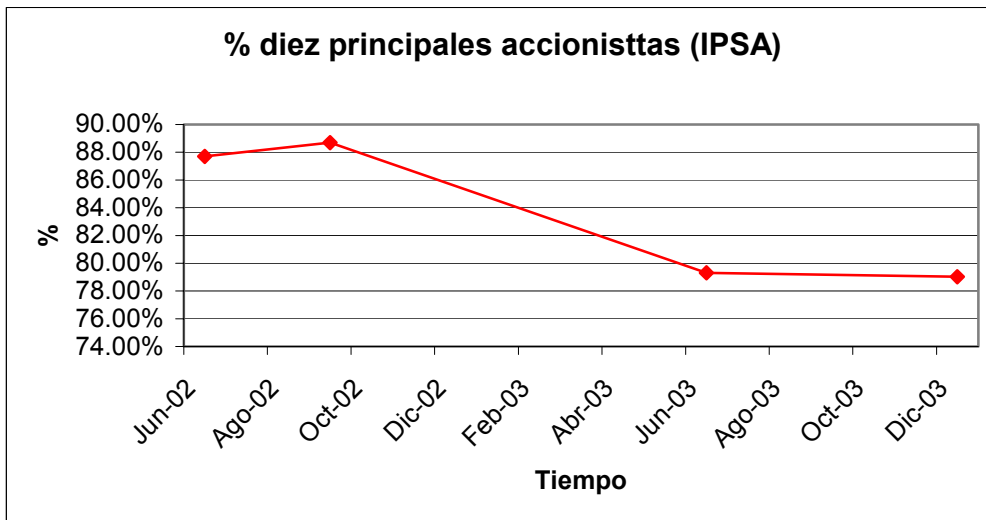
ATOMIZACIÓN DE LA PROPIEDAD EN EL MERCADO DE VALORES CHILENO.

La atomización de la propiedad quiere decir cuanto de la propiedad esta concentrada en unas pocas manos, si este porcentaje resulta ser cercano a uno, podemos decir que esta altamente atomizada (concentrada), por el contrario, si este valor esta muy alejado del uno, decimos que la compañía no está atomizada.

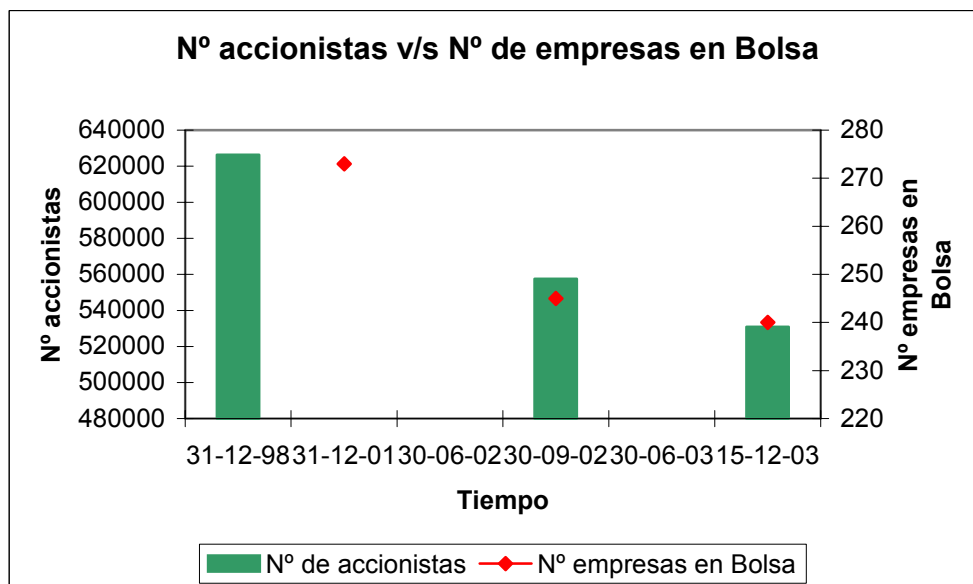
En Chile, la concentración de los 10 principales accionistas de las empresas que pertenecen al índice IPSA, al primer semestre del 2002 llegó al 87.7%, al tercer trimestre aumentó a 88.7%, a mediados del 2003, bajó considerablemente con respecto al año anterior, situándose en 79.3% y a fines del presente año, este índice bajó nuevamente, marcando 79.03%.

A pesar de que este índice a caído bastante con respecto al 2002, sigue siendo alta si nos comparamos con mercados altamente profundos como el americano. A juicio del gerente de inversiones de Lemon Financiamiento¹¹, “la concentración de la propiedad en general es una tendencia que no sólo se da en Chile sino que también en Latinoamérica, porque a diferencia de lo que ocurre en Estados Unidos, donde las empresas son controladas con sólo 10%, en países como el nuestro los dueños de las compañías quieren asegurarse el mayor número de directores y que las decisiones que se tomen sean de acuerdo al interés que se han fijado, situación que no siempre ocurre cuando están muy atomizada.”

¹¹ Publicado en el diario Estrategia el 29 de septiembre del 2003.



Por otra parte, la cantidad de empresas que cotizan en Bolsa a ido disminuyendo en los últimos 2 años desde 273 en el 2001 a 240 en el presente año, sumando una caída del 12.09%. El mismo fenómeno a ocurrido con la cantidad de accionistas que participan en el mercado de valores chileno, disminuyendo desde 626.349 actores en el año 1998 a 530.899 a fines del 2003, anotando una caída en el período de 15.24%, y solo desde el 30 de septiembre del año 2002 hasta el 15 de diciembre del 2003, en casi 15 meses, la caída fue de un 4.79%.



EL PRESENTE

Actualmente, la atomización de la propiedad si tomamos a los 10 mayores accionistas en las empresas que pertenecen al IPSA, alcanza el 79.03%, menos que años anteriores pero alta en comparación con economías en donde su mercado de capitales es altamente profundos.

Según los datos disponibles en la Bolsa de comercio de Santiago¹², con datos correspondientes a las 40 empresas que conforman el IPSA, el promedio del accionista mayoritario es de 43.94% y de los 2 mayores 56.52%.

Resumen de concentración accionaria en las sociedades anónimas que pertenecen al índice IPSA

De acuerdo a la información existente en la bolsa de comercio de Santiago*, a 15 de diciembre de 2003, con la información de los 10 mayores accionistas de empresas que pertenecen al IPSA, los resultados son los siguientes

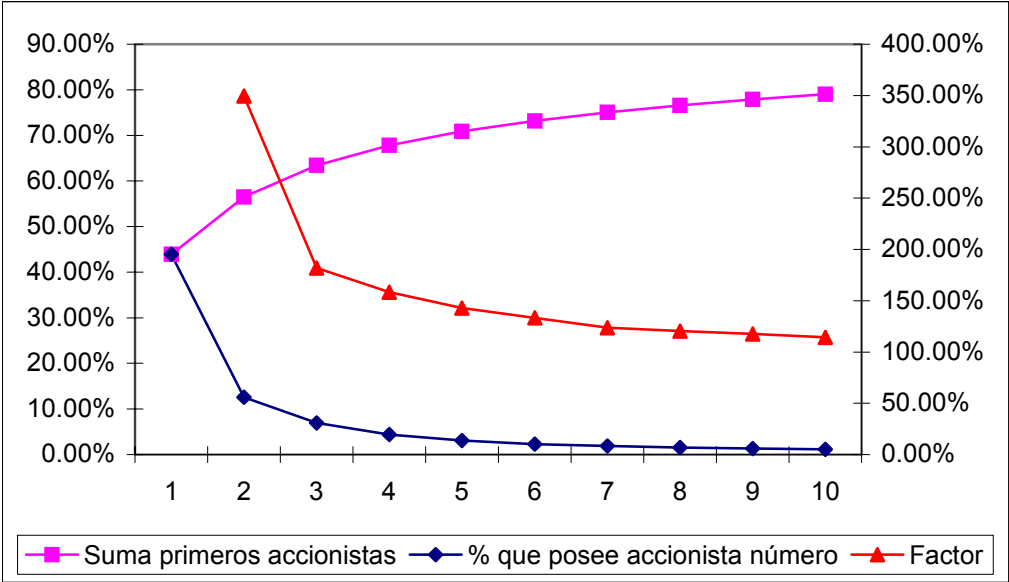
	Promedio Primeros Accionistas	Diferencial	Factor
promedio accionista mayoritario	43.94%	43.94%	
promedio 2 mayores accionistas	56.52%	12.58%	3.49
promedio 3 mayores accionistas	63.44%	6.92%	1.82
promedio 4 mayores accionistas	67.81%	4.37%	1.58
promedio 5 mayores accionistas	70.87%	3.06%	1.43
promedio 6 mayores accionistas	73.17%	2.30%	1.33
promedio 7 mayores accionistas	75.03%	1.86%	1.24
promedio 8 mayores accionistas	76.57%	1.54%	1.20
promedio 9 mayores accionistas	77.88%	1.31%	1.18
promedio 10 mayores accionistas	79.03%	1.15%	1.14
La mediana es aproximadamente 2.43, es decir,			
en el accionista número 2.43 se encuentra el 50% de las acciones.			

¹² Al 15 de diciembre del 2003.

El cuadro muestra en la segunda columna, el porcentaje acumulado que tienen los N primeros accionistas, y la columna siguiente, la tercera, muestra el porcentaje que tiene el accionista número N, por ejemplo, si tomamos a los 5 principales accionistas, observamos que entre ellos 5, en promedio poseen 70.87% de la propiedad de las sociedades pertenecientes al IPSA, y el accionista número 5, en promedio tiene 3.06% de la propiedad.

La mediana, es aproximadamente¹³ 2.43, eso quiere decir que en promedio, 2.43 personas poseen el 50% de la propiedad.

EL factor de la cuarta columna, resulta de dividir el porcentaje que tiene el accionista N - 1 por el porcentaje del accionista N, por ejemplo, el factor del accionista 10, es 0.0131/0.015 que da como resultado 1.14, esto quiere decir que el accionista 9 tiene 1.14 veces lo que tiene el accionista que le sigue. Podemos observar que este factor va creciendo a tasa creciente, pero lentamente, y en el último período muestra un gran salto, como lo podemos observar en el siguiente gráfico.



¹³ Aproximada, porque si el accionista principal posee 75% de la propiedad, se tomó al accionista número 1, y no el 0.66 (0.5 / 0.75).

El presente gráfico muestra la segunda, tercera y cuarta columna del recuadro anterior. Se logra observar, que el porcentaje que tiene el primer accionista es muy superior al que lo sigue, el factor es de 3.49, es decir, el primer accionista tiene en promedio 249% más que el accionista que lo sigue, y este, a su vez, un 89% mas que el tercer mayor accionista. Es factor decae hasta llegar a 1.14.

En cuanto a las empresas más importantes, según la información de la Bolsa de Comercio de Santiago, son Empresas Copec S.A.¹⁴, Empresa Nacional de Electricidad S.A.¹⁵, Compañía de Telecomunicaciones de Chile S.A.¹⁶, Enersis S.A.¹⁷, con 12.38%, 11.94%, 10.87% y 10.13% respectivamente de peso relativo¹⁸.

La composición accionaria de las nombradas Compañías son las que siguen:

EMPRESAS COPEC S.A.			
1	ANTARCHILE S.A.	60.11%	60.11%
2	FORESTAL Y PESQUERA CALLAQUI S.A.	2.29%	62.40%
3	FONDO DE PENSIONES PROVIDA C	2.03%	64.43%
4	VIECAL S.A.	1.69%	66.12%
5	FONDO DE PENSIONES HABITAT C	1.59%	67.71%
6	FORESTAL Y PESQUERA COPAHUE LTDA.	1.44%	69.15%
7	MINERA VALPARAISO S.A.	1.38%	70.53%
8	INVERSIONES HUILIDAD S.A.	1.30%	71.83%
9	FONDO DE PENSIONES CUPRUM C	0.95%	72.78%
10	FONDO DE PENSIONES SANTA MARIA C	0.83%	73.61%

¹⁴ COPEC.

¹⁵ ENDESA.

¹⁶ CTC-A.

¹⁷ ENERSIS:

¹⁸ Este peso relativo esta definido por la Bolsa de Comercio de Santiago y no hay información de este cálculo.

EMPRESA NACIONAL DE ELECTRICIDAD S.A.

1	ENERSIS SA	59.98%	59.98%
2	CITIBANK NABANCO DEPOSITARIO CIRC 1375	4.58%	64.56%
3	AFP PROVIDA SA PARA FDO PENSION C	4.10%	68.66%
4	AFP HABITAT SA PARA FDO PENSION C	2.85%	71.51%
5	AFP SANTA MARIA SA PARA FDO PENSION C	2.04%	73.55%
6	AFP CUPRUM SA PARA FDO PENSION C	1.98%	75.53%
7	AFP SUMMABANSANDER SA FDO PENSION C	1.54%	77.07%
8	AFP PROVIDA S.A. FONDO TIPO B	1.28%	78.35%
9	AFP HABITAT SA FONDO TIPO B	0.83%	79.18%
10	CITIBANK NA	0.70%	79.88%

CIA. DE TELECOMUNICACIONES DE CHILE S.A.

1	TELEFONICA INTERNACIONAL CHILE SA	43.64%	43.64%
2	CITIBANK NA	19.58%	63.22%
3	AFP HABITAT SA PARA FDO PENSION C	4.77%	67.99%
4	AFP PROVIDA SA PARA FDO PENSION C	4.74%	72.73%
5	AFP CUPRUM SA PARA FDO PENSION C	2.62%	75.35%
6	AFP SANTA MARIA SA PARA FDO PENSION C	2.47%	77.82%
7	AFP SUMMABANSANDER SA FDO PENSION C	1.98%	79.80%
8	AFP PROVIDA S.A. FONDO TIPO B	1.48%	81.28%
9	AFP HABITAT SA FONDO TIPO B	1.29%	82.57%
10	AFP CUPRUM SA FONDO TIPO B	0.71%	83.28%

ENERSIS S.A.

1	ENDESA INTERNACIONALSA	59.25%	59.25%
2	CITIBANK NASEGN CIRCULAR 1375 SVS	5.96%	65.21%
3	COMPANIA DE INVERSIONES CHISPA UNO SA	5.86%	71.07%
4	AFP PROVIDA SA PARA FDO PENSION C	3.41%	74.48%
5	BANCHILE CORREDORES DE BOLSA SA	1.85%	76.33%
6	AFP HABITAT SA FONDO PENSION TIPO C	1.44%	77.77%
7	AFP SANTA MARIA SA PARA FDO PENSION C	1.35%	79.12%
8	AFP SUMMABANSANDER SA FDO PENSION C	1.28%	80.40%
9	AFP PROVIDA S.A. FONDO TIPO B	1.10%	81.50%
10	AFP CUPRUM SA PARA FDO PENSION C	0.96%	82.46%

Como se observa, en 3 de las 4 mayores sociedades anónimas con mayor peso en la Bolsa de Comercio de Santiago, el controlador de la sociedad tiene más del 59% de la propiedad, solo CTC-A tiene menos con 43.64%, levemente inferior al promedio del IPSA.

Luego de esto, concluimos que el mercado de valores chileno esta altamente atomizado, la propiedad de esta se concentra en pocas manos dentro de cada sociedad, la cantidad de accionistas a disminuido más de un 15% con respecto a 1998 y la cantidad de sociedades abiertas a la Bolsa a disminuido. Aunque el último año esta concentración a bajado, aún esta la propiedad se encuentra muy atomizada si nos comparamos con mercados de valores profundos como el norteamericano, en el cual con el 10% de la propiedad se logra tener el control.

Capítulo 4:
Algunos casos de
OPAs en nuestro país

OPAS CHILENAS EN CHILE

Banco de Chile

EL primer Banco de Chile (BCH) fue fundado en 1859, que luego se conocería como Banco Nacional de Chile, y volvería a llamarse Banco de Chile en 1893 cuando, tras la fusión con el Banco de Valparaíso, el Banco Nacional y el Banco Agrícola pasara a ser el mayor banco del país.

Con más de 100 años de operación, el BCH esta involucrado en todas las áreas del negocio, siendo especialmente fuerte en banca corporativa, banca de personas y productos financieros.

Entre 1979 y 1983 el Chile atravesó una grave crisis económica. Se inició con el descenso dramático de la producción industrial, que llevó a la Sofofa a anunciar el quiebre de 427 empresas. Ante el virtual quiebre de la banca privada, el gobierno militar procedió a conceder préstamos, por intermedio del Banco Central, estimados en 5000 millones de dólares, repartidos entre 20 bancos, entre ellos el BCH, que se encontraban técnicamente quebrados. Estos préstamos son conocidos como la "deuda subordinada". Luego de esta crisis, a mediados de los 80, el BCH se posicionaba como líder indiscutido de la banca privada.

La institución financiera clasifica su trabajo de acuerdo a las siguientes áreas:

- Mercado de las Corporaciones y Grandes Empresas.
- Mercado de las Medianas y Pequeñas Empresas.
- Mercado de Personas.
- Credichile (Banca de Consumo)
- Actividad Internacional.
- Administración Financiera.

También el BCH, a través de sus Empresas Filiales Banchile, ofrece soluciones integrales a las necesidades financieras específicas de sus clientes, dentro de las cuales se consideran: Banchile Factoring (99,99%), Banchile Administradora de Fondos Mutuos (99,99%), Banchile Corredores de Bolsa (99,98%), Banchile Asesoría Financiera (99%), Leasing Andino y Banchile Corredores de Seguros (99,99%)¹⁹

Composición del BCH y su Obligación Subordinada

El 8 de noviembre de 1996, la sociedad bancaria, hasta ese entonces denominada Banco de Chile, cambió su razón social por Sociedad Matriz del Banco de Chile S.A., o SM-Chile S.A. y sus filiales serían el Banco de Chile y Sociedad Administradora de la Obligación Subordinada (SAOS S.A.)

En 1996 el Banco Central de Chile y el BCH suscribieron un contrato en donde éste último se acoge a la Ley 19.396, en la cual conviene el pago de la deuda subordinada que se divide en 40 cuotas anuales e iguales de UF 3.187.364. Dicha deuda al 30 de septiembre de 1996 alcanzaba a 2,84 veces su capital y reservas.

Producto de ello, el Banco de Chile pasó a denominarse Sociedad Matriz del Banco de Chile (SM-Chile), teniendo por objetivo exclusivo invertir en acciones de la institución financiera Banco de Chile. Para tales efectos SM-Chile creó la filial Banco de Chile traspasándole todos los activos, pasivos y cuentas de orden, con excepción de la deuda subordinada, siendo éste jurídicamente continuador legal del Banco original.

Simultáneamente, SM-Chile creó la Sociedad Administradora de la Obligación Subordinada SAOS S.A. (SAOS), la cual asumió exclusivamente la responsabilidad de pagar la deuda en las nuevas condiciones pactadas. Como aporte de capital a esta última, SM-Chile entregó el 63,64% de las acciones del nuevo Banco de Chile, las que se

¹⁹ Estos porcentajes corresponden a la participación que tiene el Banco de Chile en cada una de estas filiales.

encuentran prendadas en favor del Banco Central de Chile, con cuyos dividendos pagará la obligación subordinada.

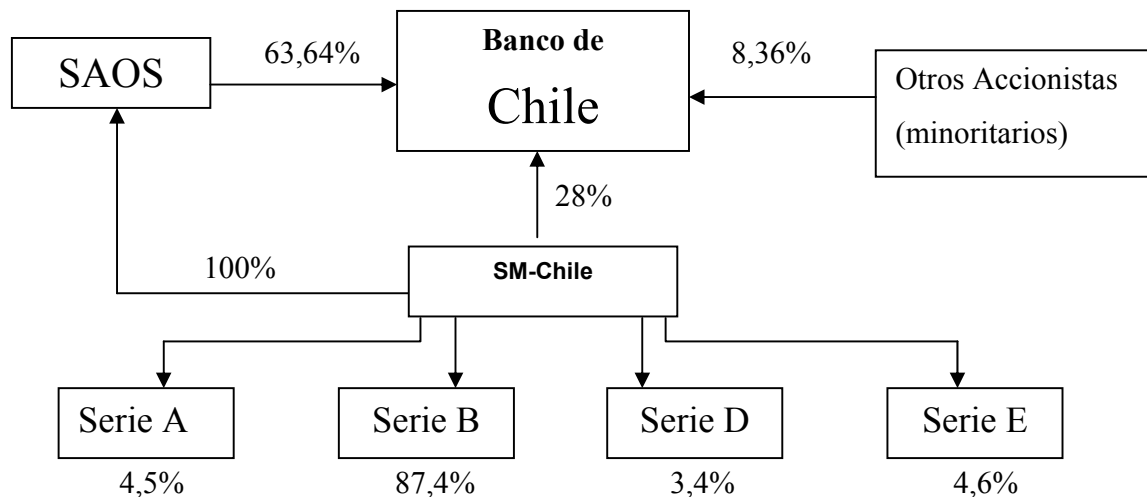
El capital del BCH esta dividido en 44.932.657.180 acciones nominativas, de una misma serie, sin valor nominal. La propiedad de la sociedad, al 31 de diciembre del 2000, se distribuye de la siguiente manera:

	Propiedad de Banco de Chile	
	% de la Propiedad	N° de Acciones
SAOS S.A.	63,64%	28.593.701.789
SM-Chile S.A.	28,00%	12.582.052.427
Otros Accionistas	8,36%	3.756.902.964
Total	100,00%	44.932.657.180

La sociedad SM-Chile S.A. se conforma de cuatro series de acciones: A, B, D y E. Actualmente, las acciones de la serie A representan 4,5% de la propiedad, siendo la única serie que, mientras exista deuda subordinada, no tiene derecho a dividendos. Las series B, D y E representan el 87, 4%, 3,4% y 4,6% de la propiedad respectivamente. Las acciones de las series A, B y D tienen derecho a voz y voto en el Banco a través de SAOS. Las acciones de las cuatro series ejercen el derecho a voz y voto por las acciones que pertenecen directamente a la Sociedad Matriz.

Por lo tanto, SM-Chile tiene derecho a voz y voto correspondiente a su 28% de propiedad, más el 63,64% de SAOS, sumando 91,64% de ambos derechos, por consiguiente, quien controle SM-Chile controla al BCH.

De esta forma, la propiedad del BCH quedaría gráficamente conformada de la siguiente manera:



Cabe señalar, que SM-Chile. Al igual que su filial SAOS, no pueden contraer ningún compromiso, salvo el de la deuda subordinada. Además, la sociedad SM-Chile durará hasta que se extinga la dicha deuda, y al ocurrir este hecho, sus accionistas se adjudicarán las acciones que la sociedad mantiene en el nuevo Banco de Chile

Proceso de adquisición

A finales de 1998 surgió la intención de firmar un pacto de accionistas entre algunos de los principales accionistas del BCH: Empresas Penta (13,3%), Juan Cúneo (9%) y Alfredo Moreno (0,8%), alcanzando de esta manera el 23% de la entidad bancaria. El objetivo de formar esta coalición era obtener un grupo controlador identificable que permitiese tener una actuación coordinada de manera de facilitar las negociaciones. Cabe destacar, que hasta el momento, la propiedad del banco se encontraba sumamente diluida.

Hacia fines de octubre de 1999 el pacto controlador fortaleció su posición con la incorporación del Consorcio Nacional de Seguros y de Sergio Larraín. De esta manera el pacto contaba con aproximadamente 29,55% de los títulos de la entidad financiera y el 27,832% de su Sociedad Matriz SM-Chile, tomando formalmente el control de ésta.

A través de LQ Inversiones, filial de Quiñenco, propiedad del grupo Luksic, fue como hizo ingreso el grupo a la propiedad de BCH en el último trimestre de 1999, con la adquisición del 4,5% de las acciones de la familia Hirmas, Liliana Kotliarenco y Francisco Ebel, y de otro 2,94% de los títulos de Manuel Sobral. Así, el conglomerado alcanzó el 7,5% de las acciones del Banco de Chile.

A junio del 2000, LQ Inversiones tenía alrededor del 12,5% de los títulos de la entidad financiera. El conglomerado debía decidir si realizaba una compra hostil de acciones o si llegaba a un acuerdo con el pacto controlador. La operación debía realizarse antes que se promulgara la ley de OPAs²⁰, ya que una vez que ésta comenzara a regir, se verían obligados a realizar una OPA.

Finalmente, el 14 de diciembre del 2000, el Grupo Luksic, a través de LQ Inversiones, cerró el negocio con el pacto controlador convirtiéndose en el único dueño de la entidad²¹ con un 47,52%, en una operación que le costó US\$541 millones. El trato significó pagar un premio de 165% por el paquete accionario que tenía el grupo controlador, y que correspondía a un 34,68% de la propiedad de BCH.

A continuación se describe la operación.

Compra de Grupo Luksic por Grupo Económico						
Grupo económico						
Serie	Penta	Cúneo Solari	Moreno	Larraín	Grupo Consorcio	Total
SM Chile A	105.369.800	5.347.736	1.000.000	0	85.875	111.803.411
SM Chile B	1.758.417.326	1.421.089.683	105.333.291	297.176.494	560.753.057	4.142.769.851
SM Chile D	58.775.838	21.166.937	1.555.384	310.283	8.867.490	90.675.932
SM Chile E	457.456	345.953	15.154.953	0	2.257.128	18.215.490
Chile	843.821.236	496.302.075	16.285.299	49.844.653	63.298.036	1.469.551.299

²⁰ EL 20 de diciembre del 2000 comenzó a regir la Ley de OPAs, estableciendo una serie de requisitos para los interesados en aumentar su participación en una empresa que cotiza en bolsa.

²¹ Convirtiéndose en dueño de SM-Chile.

Con el 36,03% del pacto²² y el 12,28% adquirido anteriormente, LQ Inversiones alcanzaba el 48,31%. Les faltaba un 2,68% para lograr la aprobación de la junta extraordinaria de accionistas y de esta manera acogerse al artículo transitorio de la Ley de OPA. También se debía contar con la aprobación de la SVS ya que la nueva norma entrega al regulador bancario la facultad de pronunciarse en caso de que los caminos de propiedad en el sistema generen un banco con una participación de mercado significativa.

Para lograr el porcentaje faltante y cerrar la operación, el Grupo Luksic pidió la autorización a la SVS para lanzar una OPA por un 5% a los accionistas minoritarios. Esta dio la autorización, con la condición a que la operación se realizara por el mismo precio que se pagó al pacto controlador

El 5 de febrero del 2001 se materializó la OPA, la cual finalizó a comienzos de marzo. Tras la operación, el grupo logró aumentar a un 16,91%, cifra que junto a la del pacto controlador sumaría el 51,59% de la propiedad.²³ Esto le otorgó al Grupo Luksic el control de la entidad y ocupar cinco de los nueve cargos en el directorio del banco.

Banco Edwards

En 1866, Agustín Edwards Ossandón funda el primer banco privado de Chile: el Banco de Valparaíso. En 1913, la familia Edwards estableció el Banco de A. Edwards y Compañía, el que fue nacionalizado y liquidado en 1972 en conexión con un programa de nacionalización implementado por el gobierno de Salvador Allende. En 1980 la familia Edwards y otros inversionistas adquirieron el Banco de Constitución, el cual había sido fundado en 1912, y cambiaron el nombre de tal entidad a Banco de A. Edwards.

En 1986, Jacob e Isaac Ergas adquieren el control mayoritario del Banco, junto con la familia Edwards, conservando una participación importante de la propiedad. El cambio en

²² Se compró al pacto controlador el 34,6801% de los títulos con derecho a voto de la matriz del banco(SM-Chile) y el 33,03034% de los títulos con derecho a voto del banco.

²³ La operación significó un desembolso de US\$62,9 millones aproximadamente.

los accionistas controladores del Banco en 1886 fue acompañado con la implementación de una estrategia de crecimiento enfatizando la modernización de las operaciones del Banco, el fortalecimiento de su imagen, mejora del servicio a clientes y una expansión de su cobertura así como también mejoras en los análisis de riesgos de créditos.

El Banco Edwards, al 31 de diciembre del 2000, tenía sus oficinas principales en Santiago, contaba con 2706 empleados y una red de 86 sucursales en la región Metropolitana y regiones de Chile. Este banco comercial, poseía una amplia diversidad de servicios financieros tales como leasing, fondos mutuos, fondos de inversión, corredora de valores, asesorías financieras, distribución de seguros y factoring, a través de la creación de filiales.

Se orientaba principalmente a las medidas y grandes empresas, así como a personas de ingresos medios-altos, con un posicionamiento importante en esos segmentos. Además contaba con una importante cartera en el financiamiento de proyectos en el área de la construcción.

La mayor parte de sus colocaciones se encontraban en empresas medianas (63,2%) así como un 22,8% en créditos a personas de altos ingresos. La diferencia se encuentra en créditos a grandes empresas y consumo.

La expansión que alcanzó en los últimos años es el resultado de la exitosa implementación de una estrategia de nichos, junto con el crecimiento de la economía chilena. Es así, como desde 1987 la estrategia de crecimiento del Banco le permitió triplicar su número de sucursales, casi sextuplicar su portfolio de créditos, mientras que el número de clientes creció nueve veces, manteniendo un retorno promedio anual de sus acciones de un 25,3%. A su vez, había visto incrementada su participación de mercado a un 8,3% a diciembre del 2000.

Para apoyar el reciente crecimiento del banco, desde 1986 éste ha aumentado su capital en US\$212 millones. Este aumento en el capital fue realizado con la emisión de

nuevas Acciones Comunes en 1986, 1988, 1990 y 1995, y la retención de todos o una parte significativa de los ingresos netos del Banco desde 1992. Algunos de estos recursos obtenidos, le permitieron al banco prepagar en forma total la deuda subordinada que mantenía con el Banco Central de Chile.

Proceso de adquisición

El 16 de agosto de 1999, Quiñenco, perteneciente al Grupo Luksic, informó haber suscrito un contrato de compraventa de acciones con parte de los controladores²⁴ del Banco Edwards, que correspondía a 2.517.543.808 acciones de dicho banco, representativas del 43,48% del capital social de dicha entidad, por un monto total de U\$244 millones. El precio pagado fue de \$49,65 por acción, lo que determinó un sobreprecio de 3,4% respecto al precio de mercado, al día previo al anuncio y, de 5,1% el día del anuncio. El contrato contempló la renuncia de 5 de los 9 directores del banco y su reemplazo por 5 nuevos directores representantes de Quiñenco. El Banco Edwards es el quinto banco privado en Chile con una participación de mercado de 7,5% en colocaciones y un patrimonio bursátil de casi \$560 millones, a la fecha de la operación.

El ingreso de Quiñenco a la propiedad del Banco de A. Edwards se materializó a través de dos pasos. El primero de ellos fue la adquisición directa de la participación del 43,48% de una rama de la familia Ergas, involucrando un monto de US\$244,1 millones. El segundo paso, fue la adquisición directa adicional, el 27 de octubre de 1999, de un 7% a Jacob Ergas (que a dicha fecha, era el segundo accionista mayoritario con un 32,56% del capital del banco), transacción que significó un desembolso de US\$39,3 millones, totalizando un 50,48% de la propiedad del Banco. En ambas operaciones, el precio pagado fue de US\$16 por ADR (US\$0.967 por acción).

El sobreprecio pagado por Quiñenco es el más bajo de todos los observados en los casos de OPA y transacciones privadas sucedidos en Chile entre 1997 y 1999, donde estaba

²⁴ Familia Edwards, Alejandro y Eduardo Ergas y Sergio de Castro.

en juego el control de una compañía. Sin embargo, el precio podría tener su justificación en el hecho que la relación entre el valor de mercado y el valor contable implícita en la operación fue de 1,87 veces, similar a las observadas en el ingreso del Banco Bilbao Vizcaya al Banco Bhif, y en la compra de una participación adicional por parte del banco canadiense Scotiabank en el Banco Sudamericano

En el día del anuncio, el precio de las acciones del Banco Edwards cayó un 1,56%, a \$47,25, para alcanzar un mínimo de \$44,0 cinco días después. Este fue otro de los casos polémicos de 1999, dado que en abril de ese mismo año, fue publicada la recomendación de un consultor extranjero a los tenedores de ADRs en el sentido que no votaran por un candidato al director del Banco Edwards, dado que, según sus fuentes, existía un acuerdo secreto de cambio de control en esa institución financiera, siendo esta persona un facilitador de la venta del banco, lo cual excluiría a los accionistas minoritarios de esa operación. El aludido respondió afirmando que no vendería el control del banco a un premio que no fuera compartido por todos los accionistas, cuestión que no ocurrió. Unos meses después esta persona, miembro del directorio del Banco Edwards, conjuntamente con otros accionistas mayoritarios, vendió su paquete de acciones a Quiñenco. Si bien, Quiñenco sostuvo que compró a todos los que estaban dispuestos a vender, la verdad es que no contactó a los accionistas minoritarios, entre ellos los tenedores de ADRs²⁵.

²⁵ Poseedores del 10,48% del banco.

OPAS ESPAÑOLAS EN CHILE

Enersis

Enersis S.A. es la mayor multinacional eléctrica privada de Latinoamérica dedicada a los servicios públicos, especialmente a la generación y distribución de electricidad.

El desarrollo de la compañía ha comprendido diversas etapas desde su creación en 1921, aunque sólo adquirió su actual nombre Enersis S.A. en 1988, al completarse el traspaso al sector privado de la entonces denominada Compañía Chilena Metropolitana de Distribución Eléctrica S.A. (Chilectra Metropolitana).

Ese año, y con el propósito de enfrentar exitosamente el desafío de desarrollo y crecimiento, la empresa se dividió en 5 unidades de negocios, las que dieron origen a 5 filiales: Chilectra y Río Maipo se hicieron cargo de la distribución eléctrica, distribuyéndose el mercado geográficamente; Manso de Velasco se concentró en servicios de ingeniería y construcción eléctrica además de administración de datos; Diprel en servicios de abastecimientos y comercialización de productos eléctricos.

En 1989, Enersis inició la adquisición de acciones de Endesa Chile, la mayor empresa de generación y transmisión eléctrica del país, recientemente privatizada. Al año siguiente, con un 12,1% de la propiedad se transformó en su mayor accionista. En los años posteriores la empresa continuó aumentando su participación en Endesa Chile, hasta alcanzar en 1995, su control con el 25.3%. En abril de 1999, Enersis adquirió un nuevo paquete accionario de la generadora, con lo que totalizó el 60% de la propiedad. Esta última operación implicó un monto total de US\$2.500 millones, registrándose como la mayor transacción bursátil, a la fecha, en la Bolsa de Comercio de Santiago.

Otro paso importante materializado por Enersis fue su ingreso al sector sanitario, hecho ocurrido en el año 96, con la adquisición de la empresa Aguas Lo Castillo, hoy Aguas Cordillera S.A., que sirve al sector nororiente de Santiago, el de más alto consumo

per cápita del país. Como parte de su incursión en este rubro, a fines del 98 Enersis se adjudicó Esval, la segunda compañía más grande de servicios sanitarios de Chile, que atiende las áreas urbanas de la V Región.

Paralelamente a lo anterior, durante 1992, Enersis inició su proceso de expansión internacional. A mediados de ese año Distrilec Inversora S.A. se adjudicó Edesur, sociedad que distribuye electricidad en Buenos Aires. En 1995 Enersis adquirió un 39% adicional de la referida empresa, convirtiéndose en su controladora a partir de esa fecha.

En 1994, a través de la sociedad Distrilima S.A., Enersis adquirió el 69% del capital accionario de la distribuidora Edelnor, en Lima, Perú. En Brasil, en tanto, la empresa incursionó en 1996, al adquirir también a través de un consorcio, una parte importante de la acciones de Cerj (Compañía de Electricidade do Río de Janeiro). En 1997 participó en el proceso de capitalización de la Empresa Eléctrica de sociedad que se reservó el negocio de la distribución eléctrica de la capital colombiana, Bogotá.

El 5 de agosto de 1997, Endesa España (EE) lanzó una OPA por el 100% de las acciones de la serie A de las denominadas “sociedades chispas”²⁶ y tenía un contrato por las acciones de la serie B de estas mismas sociedades. EE pretendía obtener el control de Enersis y para ello quería obtener el control de las sociedades chispas, que eran propietarias del 29,04% de Enersis. El 6 de septiembre del mismo año, Elesur, filial de Endesa España en Chile, declaró en la prensa que la Opa había sido exitosa, en cuatro de las cinco sociedades se había logrado el objetivo

En 1999, Endesa España, a través de una Oferta de Pública de Acciones, la multinacional hispana adquirió un 32% de Enersis, que sumado a otro 32% que había comprado en 1997, situó su participación final en 64%.

²⁶ Las sociedades denominadas chispas son la Compañía de Inversión Luz y Fuerza S.A., Compañía de Inversión Luz S.A., Compañía de Inversión Los Almendros S.A., Compañía de Inversión Chispa Uno S.A., Compañía de Inversión Chispa Dos S.A.

En la actualidad, la propiedad del Grupo Enersis se encuentra distribuida entre Endesa España, su principal accionista y controlador, inversionistas internacionales con un 13,2% a través de ADR's que se transan en la Bolsa de Comercio de Nueva York, los Fondos de Pensiones chilenos que representan 12,7%, y más de diez mill accionistas en Chile con el restante 10,2%.

Proceso de adquisición

Este caso es un poco más complejo que los anteriores, aquí hay bastantes actores involucrados y distintos tipos de acciones, por lo tanto, para comenzar debemos tener claro que Endesa España (EE) quería obtener el control sobre Enersis, y Enersis estaba constituido por varias sociedades de las cuales cinco, las denominadas “sociedades chispas”, eran las más relevantes y es a través de éstas sociedades, la manera en que EE pretende obtener el control de Enersis.

Las sociedades chispas estaban constituidas por la Compañía de Inversión Luz y Fuerza S.A., Compañía de Inversión Luz S.A., Compañía de Inversión Los Almendros S.A., Compañía de Inversión Chispa Uno S.A., Compañía de Inversión Chispa Dos S.A., cada una era poseedora de un 6,55% de Enersis, excepto la Compañía de Inversiones Luz S.A. que tenía solo el 2,86% de la propiedad, entre las sociedades chispas sumaban 29,06% del total de las acciones de Enersis.

Las “sociedades chispas” nacen de las sociedades Inmobiliaria Luz y Fuerza Ltda. e Inversiones Los Almendros Ltda., en los que habían depositado sus aportes de capital los ejecutivos y empleados de la ex Chilectra Metropolitana, con el fin de tomar parte del proceso de privatización de la empresa para la cual trabajaban. Durante el tercer trimestre de 1992, con el objetivo de tener mayor liquidez, ambas inmobiliarias dan origen a las sociedades Compañía de Inversiones Luz y Fuerza S.A., Compañía de Inversiones Los Almendros S.A., Compañía de Inversión Chispa Uno S.A. y Compañía de Inversión Chispa Dos S.A. La Compañía de Inversiones Luz S.A. se remonta al segundo trimestre de 1989.

Estas sociedades tenían 2 series de acciones, serie A y serie B como lo muestra la siguiente tabla.

Acciones Series A y B Chispas					
Empresa	N° de Acciones Emitidas			% Sobre el Total	
	Serie A	Serie B	Total A + B	Serie A	Serie B
Cía de Inv. Luz y Fuerza S.A.	403.359.501	250.000	403.609.501	99.94%	0.062%
Cía de Inv. Luz S.A.	75.923.500	50.000	75.973.500	99.93%	0.066%
Cía de Inv. Los Almendros S.A.	404.032.399	250.000	404.282.399	99.94%	0.062%
Cía de Inv. Chispa Uno S.A.	409.058.541	250.000	409.308.541	99.94%	0.061%
Cía de Inv. Chispa Dos S.A.	407.488.880	250.000	407.738.880	99.94%	0.061%
Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago					

Contablemente, las acciones serie A y B representaban idéntica proporción del patrimonio social, sin embargo, existía una importante diferencia en los derechos económicos y el grado de control que ejercía cada serie dentro de estas sociedades.

De acuerdo a sus estatutos en Luz y Fuerza S.A., Los Almendros S.A., Chispa Uno S.A. y en Chispa Dos S.A., las acciones serie B tenían derecho a elegir a 4 de los 9 directores que podía escoger cada sociedad, los restantes 5 los designaba la serie A, y en cuanto a Luz S.A., tanto las acciones de la serie A como las acciones de la serie B escogían a 4 directores, haciendo un total de 8.

Otra diferencia entre las series de acciones eran las referidas a su participación en los dividendos, las series A obtenían como mínimo un 40% de la utilidad total, mientras las series B tenían derecho al mínimo legal, equivalente al 30% de las utilidades líquidas de cada ejercicio, y no tenían derecho, en caso de su disolución, a utilidades no repartidas ni capitalizadas.

La otra parte involucrada en el proceso es EE, importante empresa española, líder de producción y distribución de electricidad en dicho país. Esta compañía abrió una filial en Chile, Elesur S.A. para a través de ésta, llevar a cabo su operación. Fue así, como el 5 de

agosto de 1997, Elesur S.A. publicó en la prensa nacional el aviso de toma de control, manifestando su interés por obtener el control de las sociedades chispas.

Pero, si Endesa España declaraba exitosa la OPA lanzada sobre las acciones de la serie A de las sociedades chispas, aún no obtendría el control sobre éstas, por lo tanto, la OPA fue acompañada con contratos²⁷ de compraventa por el 51% de las acciones serie B de las Chispas, y otro contrato de promesa de compraventa por el restante 49% de estas acciones, cabe destacar que estas acciones estaban en poder de 14 personas²⁸, de las cuales siete de éstas²⁹, son los ejecutivos de las sociedades chispas llamados “gestores clave” de la operación, además, estos contratos estaban sujetos a que la OPA fuese declarada exitosa.

La OPA publicada el 5 de agosto de 1997, manifestó que el propósito de adquirir las acciones de la serie A de las sociedades chispas, tenía como meta poseer a lo menos las cantidades de acciones que se indican en la tabla.

Oferta Dirigida de Compra de Acciones		
Según Registros de Accionistas al 30 de mayo de 1997, sobre acciones suscritas, emitidas y pagadas de la serie A		
Empresa	Nº Mínimo de Acciones a Comprar	% Respecto del Total de Acciones Serie A Emitidas, suscritas y pagadas
Cía de Inv. Luz y Fuerza S.A.	266.892.267	66.17%
Cía de Inv. Luz S.A.	37.969.342	50.01%
Cía de Inv. Los Almendros S.A.	267.859.374	66.30%
Cía de Inv. Chispa Uno S.A.	243.718.780	59.58%
Cía de Inv. Chispa Dos S.A.	242.314.948	59.47%
Fuente: Bolsa de Comercio de Santiago		

²⁷ Estos contratos fueron celebrados el día 2 de agosto de 1997, 3 días antes del anuncio de OPA.

²⁸ Hasta el 2 de agosto de 1997.

²⁹ José Yuraszeck Troncoso, Marcos Zylbergberg Klos, Marcelo Brito León, Arsenio Molina Alcalde, Luis Mackenna Echaurren, Alfonso Torrealba Ugarte y Eduardo Gardella Brusco.

La oferta de compra de acciones serie A de las chispas no imponía límite máximo por comprar. Elesur asumió el compromiso de adquirir el total de las acciones que le fueran ofrecidas, en el caso que ésta declarara exitosa el resultado de la OPA.

La oferta efectuada por Elesur estaba dividida en dos tramos, a precios de compra distintos:

- El primero para adquirir a un determinado precio, las series A de las chispas que estuvieran en manos de los empleados de Enersis y sus filiales, hasta un cierto límite en su número de acciones.
- El segundo para comprar, a un precio menor al del primer tramo, las acciones de serie A del público en general, o para las ofrecidas en el primer tramo que estuvieran en exceso respecto del límite fijado en la OPA para dicho tramo.

Los precios ofrecidos para cada tramo y para cada sociedad, son los indicados en la siguiente tabla.

Oferta Dirigida a Empleados y Público en General		
Para Acciones de Serie A		
Según registros al 30 de mayo de 1997 sobre acciones suscritas, emitidas y pagadas de la serie A		
Empresa	Precio ofrecido a Empleados (primer tramo)	Precio ofrecido a Público en General (segundo tramo)
Cía de Inv. Luz y Fuerza S.A.	\$ 260.00	\$ 220.00
Cía de Inv. Luz S.A.	\$ 580.00	\$ 490.00
Cía de Inv. Los Almendros S.A.	\$ 260.00	\$ 220.00
Cía de Inv. Chispa Uno S.A.	\$ 260.00	\$ 220.00
Cía de Inv. Chispa Dos S.A.	\$ 260.00	\$ 220.00

Las ofertas de compra para empleados y público en general se desarrollaron simultáneamente. Se iniciaron el 18 de agosto de 1997 y expiraron el 30 de agosto de 1997, ambas fechas inclusive.

El 6 de septiembre de 1997, previa comunicación formal a la SVS, Elesur declaró en la prensa, exitosa la OPA, adquiriendo la mayoría de las acciones serie A emitidas de la Compañía de Inversiones Luz y Fuerza S.A., Compañía de Inversiones Los Almendros S.A., Compañía de Inversión Chispa Uno S.A. y Compañía de Inversión Chispa Dos S.A. Solo para la Compañía de Inversiones Luz S.A, Endesa España no logró sobrepasar el límite mínimo autoimpuesto de 50.01% de participación en la sociedad, llegando solo a un 21.67% de participación.

La siguiente tabla muestra los resultados de la OPA.

Resultado OPA Serie A	
Empresa	% obtenido
Cía de Inv. Luz y Fuerza S.A.	93.352%
Cía de Inv. Luz S.A.	21.669%
Cía de Inv. Los Almendros S.A.	89.023%
Cía de Inv. Chispa Uno S.A.	80.983%
Cía de Inv. Chispa Dos S.A.	81.305%

Como antes se dijo, los contratos de compraventa estaban sujetos a que la OPA se declarase exitosa, y como esta sí lo fue, los contratos se debían cumplir. El precio por el paquete accionario equivalente al 51% de la serie B convenido era de US\$249.200.000; lo que da un precio por acción de US\$465,3595; y el precio por paquete accionario equivalente al restante 49% de la serie B fue de US\$246.800.000, equivalente a US\$499.1254 por acción.

Luego de toda la operación, Endesa España obtuvo el control del 26,20% de la propiedad de Enersis, que es la suma de las cuatro sociedades del cual obtuvo el control y cada una poseía el 6,55% de propiedad de ésta.

Como hemos podido apreciar, la OPA lanzada por EE sobre las sociedades chispas no fueron igualitarias para todos los tenedores de acciones, la oferta se dividió en dos tramos a

distintos precios por acción, dependiendo si el tenedor de la acción trabajaba para Enersis o una de sus filiales, o si no trabajaba en ellas; además, las acciones de la serie B se negoció por paquete accionario y fuera de la bolsa, fue una negociación entre privados.

Empresas Iansa

En 1953, Corfo creó la Industria Azucarera Nacional S.A., Iansa, la primera planta industrial fue ubicada en la ciudad de Los Angeles. Su impacto económico y social en la zona fue tan profundo, que motivó la ampliación de la empresa. En una decisión técnicamente equivocada, la segunda planta fue instalada, en 1958, a orillas del lago Llanquihue, lugar donde el 60 por ciento de la zona potencial de cultivo era agua. Esta fábrica operó durante dos décadas y luego fue vendida para otros usos. En los años siguientes fueron levantadas cuatro nuevas plantas: Linares (1959), Chillán (1967), Rapaco (La Unión, 1970) y Curicó (1974).

Bajo el gobierno militar fue una de las empresas más cuestionadas, dado su carácter estatal y las fuertes pérdidas que había generado, y se consideró seriamente la posibilidad de cerrarla. En este contexto, entre 1980 y 1981 las plantas de Linares, Los Angeles y Rapaco fueron vendidas a otras empresas. Poco después sobrevino la crisis económica internacional que significó una fuerte caída del precio internacional del azúcar. La crisis económica y social que ello desató en las zonas de Linares y Los Ángeles dio paso a una profunda revisión del futuro de este sector. Luego de esto, el gobierno encargó a Odeplan un análisis exhaustivo de la viabilidad económica de la industria, con el fin de determinar su cierre definitivo o su reestructuración y posterior privatización. El estudio concluyó que, dados sus bajos costos, la producción de azúcar en Chile era viable en el mediano y largo plazo y que, en la medida que se lograra estabilizar las variaciones de los precios internacionales, el negocio no requería subsidios.

Se adoptó entonces la definición estratégica de operar la industria según criterios privados de eficiencia y prepararla para su futuro traspaso al sector privado. Bajo el liderazgo de la gerente general de la época, Verónica González, la compañía recompró las

plantas de Linares, Los Angeles y Rapaco e inició su reestructuración. En 1982 fue puesto en marcha el Programa Remolachero, destinado a lograr la producción de azúcar en condiciones competitivas frente al mercado externo. El proceso culminó en los años 1986 a 1988, con la privatización de la empresa.

En 1995, la compañía adoptó el nombre Empresas Iansa (Iansa), dando inicio a un proceso de diversificación y crecimiento, que la sitúa hoy en una posición de liderazgo en la agroindustria chilena. Entre los nuevos negocios desarrollados se cuentan los alimentos para peces, iniciado en 1989 y que, tras un exitoso desempeño, fue vendido en 1999, jugos concentrados de fruta para exportación (1990), rubro en el que en el 2000 se asoció con Cargill Agro Ltda., filial de la estadounidense Cargill Inc., dando origen a la filial Patagonia Chile S.A.; los productos derivados del tomate (1991) y la comercialización de insumos agrícolas (1990). En 1992 ingresó a la propiedad de Anagra, principal distribuidora de fertilizantes de Chile.

Proceso de adquisición

El día 26 de enero de 1999, la Azucarera Ebro Agrícolas (AEA), la quinta azucarera más grande de Europa y la primera de España, anunció su intención de tomar el control del 51%, a través de Inversiones Greenfields Ltda., de la Sociedad de Inversiones Campos Chilenos (CC). AEA había comenzado sus operaciones en mayo de 1998 como resultado de la fusión de Ebro Agrícolas y Sociedad General Azucarera. El único activo de CC era la inversión en Iansa, en donde tenía el control con un 42,63% de ella. De esta manera, AEA obtendría el control indirectamente sobre Iansa.

El proceso para obtener el control sobre CC fue, primero, la adquisición directa de la participación del grupo Pathfinder, controlador del 38,23% de CC; y segundo, el lanzamiento de una OPA por un 12,77% durante el mes de marzo de 1999.

Para ambas operaciones, el precio pagado fue de \$132,66 por acción. En esta operación se observa un sobreprecio de 249,1% respecto del precio de mercado de CC

previo al anuncio y de 155,1% respecto al precio de cierre de mercado en el día del anuncio, los más altos de entre todas las OPAs ocurridas en Chile entre 1997 y 1999³⁰. El elevado premio es reflejo del reducido porcentaje de propiedad de AEA compraría a través de la OPA.

El 1 de marzo, AEA publicó el aviso de oferta pública de adquisición del 12,77% de la propiedad de CC, cuyo período de recepción de órdenes se extendió desde el 1 al 26 de marzo. No debiera sorprendernos el alto sobreprecio pagado por la azucarera española, dado que la toma de control de CC, le permitió a AEA tomar a su vez el control indirecto del 42,63% de Iansa con una inversión menor a la requerida en caso de entrar directamente a la propiedad de ésta última. En la operación descrita, EAE invirtió aproximadamente \$83 millones, incluyendo la compra de Pathfinder y la OPA posterior. Sin embargo, el haber adquirido directamente el 42,63% de Iansa, considerando sólo su precio de mercado, le hubiera significado invertir casi \$87 millones.

Este fue uno de los casos más polémicos de traspaso de propiedad ocurrido en Chile durante 1999, ya que los accionistas minoritarios se sintieron perjudicados con la operación debido a que mientras Pathfinder vendió el 100% de sus títulos a \$132,66 por acción, los minoritarios sólo pudieron vender el 22,4% de su posición, por lo tanto, podemos decir, que si bien el precio pagado por cada acción fue igual para todos los accionistas, no todos pudieron participar de la misma forma. Mientras el controlador pudo vender el 100% de los títulos, los minoritarios, entre estos los fondos de pensiones de todos los chilenos, pudieron participar solo con el 22.4% de sus acciones.

³⁰ Ver “Corporate Control in Chile: *Agrícola Ebro’s* Tender Offer over *Campos Chilenos* and control over *Iansa*” (June, 2003), autor Franco Parisi, Antonino Parisi y Lance Nail.

OPAS NORTEAMERICANAS EN CHILE

Laboratorio Chile

Laboratorio Chile fue creado en 1896, como una sociedad anónima colectiva, por 3 dueños de farmacias, con un capital social de \$30.000. En el año 1901, la sociedad se transformó en Laboratorio Chile S.A., sociedad anónima abierta.

En los años 40, y tras continuos aumentos de capital, diversas entidades relacionadas con el Estado de Chile se convirtieron en los accionistas mayoritarios de la Compañía.

En el año 1969, la empresa acogió la petición del Ministerio de Salud de crear el Formulario Nacional, esfuerzo que le valió confirmar su prestigio entre los profesionales de la salud y público consumidor, convirtiéndole en el líder absoluto en productos genéricos en el mercado chileno, posición que aún mantiene con igual fuerza.

En 1988, en el marco del proceso de privatización de empresas del Estado ocurrido en los 80, el 100% del capital de Laboratorio Chile fue traspasado al sector privado a través de acciones colocadas en la Bolsa de Comercio de Santiago.

A partir de los 90, Laboratorio Chile amplió sus actividades e inició una nueva estrategia comercial concentrándose en lanzamientos de productos éticos de marca apoyados por una intensiva promoción médica, y posteriormente de productos de marca de venta libre (OTC). Consecuente con el nuevo plan de desarrollo, la compañía empezó a buscar nuevos mercados para sus productos. Por una parte se amplió el destino de las exportaciones de productos farmacéuticos a más de 15 países en Latinoamérica. En 1993, Laboratorio Chile entró al mercado peruano, a través de su filial Newpharm S.A..

En junio de 1994, se efectuó la colocación de ADR's por un monto de US\$26,4 millones en la Bolsa de Nueva York (NYSE), situación que permitió incrementar las inversiones y desarrollar una mayor expansión internacional del Laboratorio. Parte de los

fondos obtenidos fue utilizado en 1994 para iniciar la adquisición en Argentina de los laboratorios Syncro y Armstrong. En 1997 se completó la adquisición de un 100% de ambos laboratorios en Argentina, dando paso a una proceso de integración de las dos compañías, proceso que culminó en abril del 2000 con la fusión de dichas sociedades.

En septiembre del 2001, la estadounidense Ivax Corporation pasó a controlar el 100% de la propiedad del Laboratorio Chile, tras haber desembolsado cerca de US\$ 400 millones.

Proceso de Adquisición

Las conversaciones entre Ivax Corp y Laboratorio Chile comenzaron en abril del 2001, aunque en el mercado ya había ruido al respecto, no fue sino hasta el 22 de mayo del mismo año, en que Laboratorio Chile, anunció que el controlador Comercial e Inversiones Portfolio Limitada y Relacionados, el día anterior había informado formalmente al Directorio de la Sociedad acerca de la suscripción de un contrato en virtud del cual IVAX Corporation Inc. ofrecería adquirir hasta el 100% de las acciones de Laboratorio Chile S.A., mediante una Oferta Pública de adquisición de Acciones (OPA) en Chile y EEUU, a un precio de US\$1,25 por acción y US\$25 por ADR, respectivamente, pagaderos en dinero efectivo.

La firma estadounidense precisó que la oferta por las acciones que transan en Chile sería pagada en moneda local, según el valor del dólar observado que publique el Banco Central chileno el 3 de julio del 2001³¹.

La oferta, fue condicionada a que no hubiera devaluación del peso chileno o el argentino y representa un premio por control en relación al precio de mercado de las acciones según definición legal de 11,94%. El éxito de la propuesta está condicionado a que los accionistas eliminen el límite de concentración accionaria, actualmente fijada en 49.9% de la propiedad.

³¹ El valor del dólar observado que publicó el Banco Central de Chile, para el día 3 de julio del 2001 es de \$629, por lo tanto, por cada acción pagó efectivamente \$786.25 por acción.

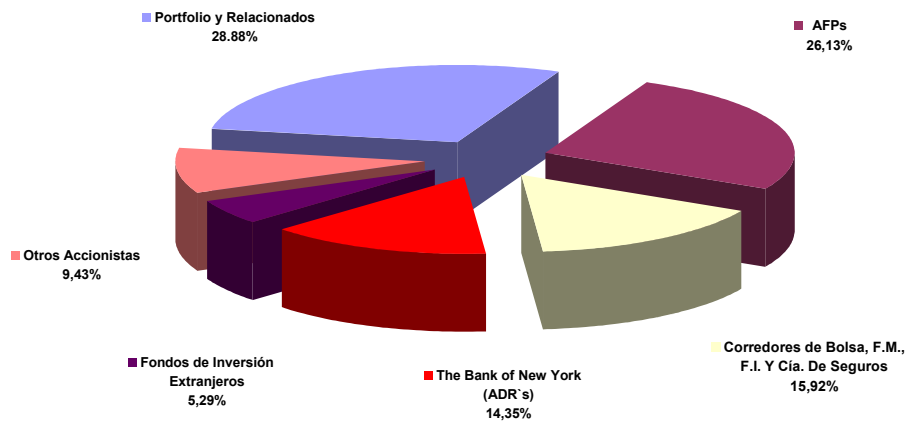
Un mes más tarde, el día 22 de junio, la junta de accionistas de Laboratorio Chile, aprobó con el 94,06% de los votos, la derogación del estatuto que ponía un límite de 49,9% a la concentración de propiedad en la firma, abriendo así la puerta para que IVAX lance con éxito su Oferta Pública de Acciones por el 100% de la propiedad.

La propuesta contó con la aceptación de las AFP's que, aunque en algún momento una de ellas quiso negociar un mejor precio presionando con su posición accionaria, finalmente aceptó la oferta.

La composición accionaria hasta entonces era como lo muestra el siguiente esquema:

Empresa	% de participación
Portfolio y Relacionados	28.88%
AFPs	26.13%
Corredores de Bolsa, F.M., F.I. Y Cía. De Seguros	15.92%
The Bank of New York (ADR's)	14.35%
Fondos de Inversión Extranjeros	5.29%
Otros Accionistas	9.43%

Composición Accionaria

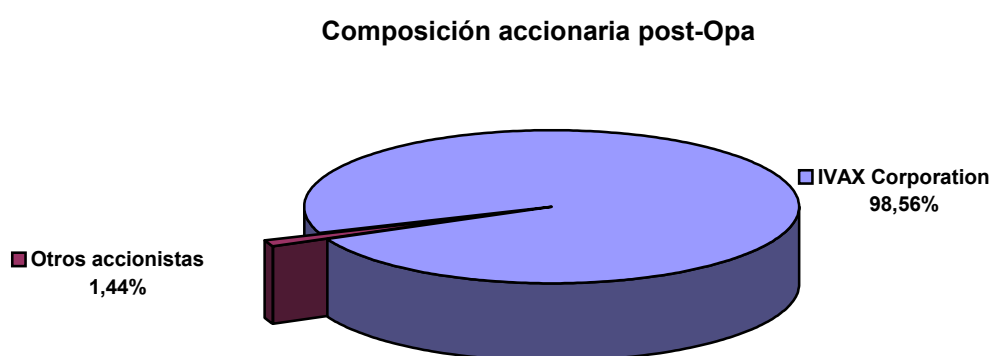


El 29 de junio se llevó a cabo el proceso de OPA, y días más tarde, el 3 de julio, Laboratorio Chile fue informado por IVAX Corporation que la Oferta Pública por la totalidad de las acciones y American Depositary Shares (“ADSs”) de Laboratorio Chile había sido declarada exitosa. IVAX también informó a Laboratorio Chile que había aceptado adquirir y pagar, mediante sus dos Ofertas (en Estados Unidos y Chile), todas las acciones y ADRs de Laboratorio Chile que estaban válidamente ofrecidas al cierre de ambas Ofertas a la medianoche del día 29 de junio de 2001.

De las 3.149.026 ADRs vigentes el 20 de junio de 2001, aproximadamente 2.961.491 ADRs (94.04%), representando 59.229.840 acciones, fueron ofrecidas en la Oferta de EE.UU. y aproximadamente 252.229.699 acciones fueron ofrecidas en la Oferta chilena. En consecuencia, de las 316.000.000 acciones emitidas de Laboratorio Chile al 29 de junio de 2001, 311.459.539 acciones o un 98,56% del total fueron ofrecidas en las Ofertas, excluyendo aquellas acciones sujetas a entrega garantizada (en EE.UU.). Adicionalmente, 207.800 ADRs, representando 4.156.000 acciones, fueron ofrecidas en la Oferta de EE.UU. sujetas a entrega garantizada.

Por tanto, luego de la OPA, la composición accionaria quedó compuesta de la siguiente forma:

Empresa	% de participación
IVAX Corporation	98.56%
Otros accionistas	1.44%



El 12 de julio, el directorio de Laboratorio Chile, a petición del accionistas controlador, que en ese momento ya era Ivax Corp., acordó citar a una junta de accionistas con el objeto de cerrar la sociedad y dejar de estar afecta a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas, tras esto, la compañía estadounidense Ivax Corp. acordó el lunes 30 de julio del 2001, lanzar una nueva oferta pública de acciones por el remanente de los títulos en poder de terceros, la nueva propuesta, apuntó a un universo de 1,1 millones de acciones, a un precio de \$786.55 por unidad, muy similar a lo que efectivamente pagó en su primera Opa, que fue \$786.25 por acción. El plazo de la oferta de compra, que comenzó el día siguiente, duró hasta el 29 de agosto del mismo año.

Luego de esta segunda Opa, Ivax Corp. Pasó a tener el control del 99.99% de la compañía, tras esto, la compañía se cerró como sociedad

Cabe destacar, que Ivax Corp. no negoció paquetes accionarios con ningún grupo, todos los accionistas pudieron participar de la oferta bajo las mismas condiciones y obteniendo todos un pago equitativo.

Gener

Los orígenes de AES Gener se remontan a la Compañía Chilena de Electricidad S.A., creada en 1921 y estatizada en 1970. En 1981, esta empresa estatal fue reestructurada en una casa matriz y tres filiales, una de las cuales, Chilectra Generación S.A., se orientó a la generación de energía eléctrica, iniciando su operación comercial independiente en agosto del mismo año.

En 1986, la Corporación de Fomento de la Producción (CORFO) dio inicio al proceso de privatización de la empresa, el que concluyó exitosamente en enero de 1988 con el traspaso del 100% de su propiedad al sector privado.

En septiembre de 1989, durante la junta general ordinaria de accionistas de ese año, se acordó modificar la razón social de la empresa, adoptando el nombre de Chilgener S.A. En ese momento la compañía contaba con 579 MW de potencia instalada, ubicada exclusivamente en el Área Metropolitana y la V Región de Chile.

Nueve años más tarde, en marzo de 1998, los accionistas de la compañía acordaron cambiar nuevamente la razón social de la empresa a Gener S.A. El cambio fue motivado fundamentalmente por la conveniencia de contar con un nombre acorde al carácter claramente internacional adquirido por la empresa, a través de la expansión de sus operaciones hacia nuevos mercados y negocios, tanto dentro como fuera de Chile.

En abril de 2000, se inició un proceso tendiente a la búsqueda de un socio o inversionista estratégico de amplia capacidad financiera, de manera tal que Gener pudiera seguir creciendo en Latinoamérica dentro del nuevo contexto de la industria. Esto, teniendo en consideración las restricciones al crecimiento y al desarrollo que imponían a la empresa

su menor tamaño y menor capacidad de endeudamiento respecto a sus grandes competidores internacionales.

Como resultado de este proceso, The AES Corporation (AES Corp.) lanzó una Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Gener por un porcentaje controlador de la compañía.

El 28 de diciembre de 2000 se efectuó en la Bolsa de Comercio de Santiago un remate de acciones de Gener, en el que AES adquirió el 61,1 por ciento del capital accionario de la empresa. Al día siguiente, en Estados Unidos, se efectuó el canje por acciones de AES de los ADR de Gener.

Posteriormente, se aprobó el cambio de nombre de la empresa, a AES Gener. Actualmente, la participación de AES en AES Gener asciende a un 98.5 por ciento.

Proceso de adquisición

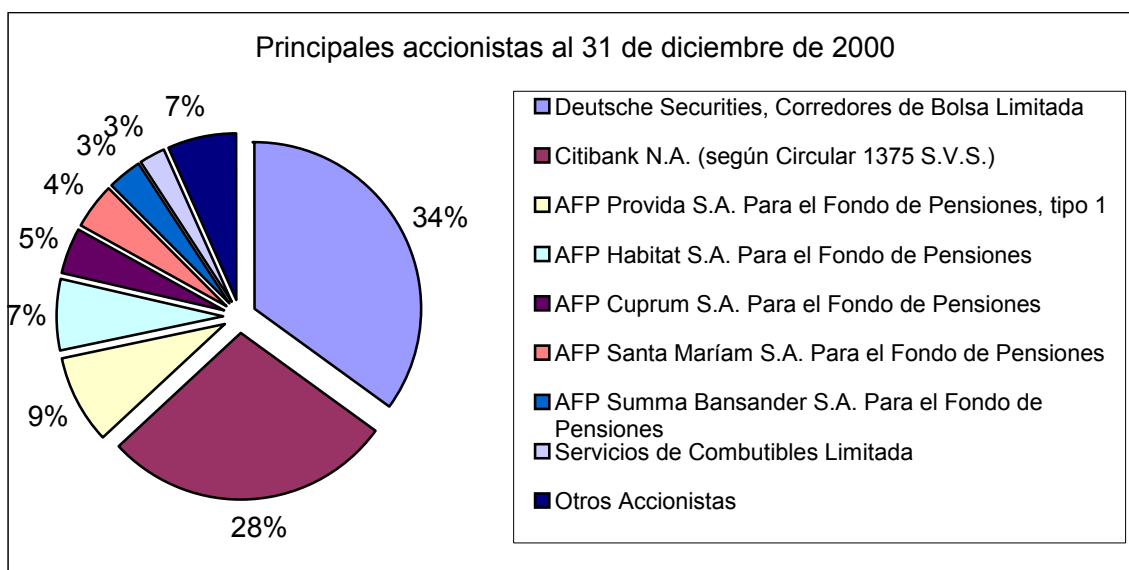
Fue a comienzos de julio del 2000, cuando comenzaron a circular en los mercados los rumores acerca de que habría una OPA por Gener, hasta ese momento aún no se nombraba a AES Corp., sin embargo, meses más tarde, el 03 de noviembre fue cuando AES Corp. anunció que lanzaría una OPA por el 80% de la propiedad de Gener.

El directorio de Gener acordó declararse neutral, por considerar que son los accionistas quienes deben aceptar o rechazar esta y otras eventuales ofertas, este, también acordó citar a Junta Extraordinaria de accionistas para el 12 de diciembre para someter a decisión de los accionistas la propuesta de modificar los estatutos de la compañía de manera tal de levantar el límite de concentración accionaria, que estaba fijado en 20%.

El precio de compra ofertado a comienzos de noviembre por AES para cada acción de Gener en Chile fue de \$134,5 por acción, sin embargo, un mes más tarde, el 12 de diciembre, la oferta fue elevada a \$139,34 por acción mientras que para los ADR's de la eléctrica en el exterior fue de US\$16,5 por cada uno.

Hasta antes del traspaso de propiedad a AES Corp., la propiedad de Gener estaba distribuida de la siguiente forma:

Principales accionistas al 31 de diciembre de 2000		
Accionistas	N° de acciones	% participación
Deutsche Securities, Corredores de Bolsa Limitada	1.986.842.601	35.02%
Citibank N.A. (según Circular 1375 S.V.S.)	1.592.437.396	28.07%
AFP Provida S.A. Para el Fondo de Pensiones, tipo 1	488.080.130	8.60%
AFP Habitat S.A. Para el Fondo de Pensiones	392.427.565	6.92%
AFP Cuprum S.A. Para el Fondo de Pensiones	258.870.342	4.56%
AFP Santa Maríam S.A. Para el Fondo de Pensiones	238.076.867	4.20%
AFP Summa Bansander S.A. Para el Fondo de Pensiones	191.887.210	3.38%
Servicios de Combustibles Limitada	148.174.253	2.61%
Otros Accionistas	375.941.534	6.63%
Total	5.672.737.898	100%



Con motivo de la OPA lanzada en Chile por The AES Corp., el 28 de diciembre del 2000 se realizó un remate público mediante el cual su filial Inversiones Cachagua adquirió el 61,11% de Gener. Las acciones correspondientes fueron oficialmente inscritas a su nombre, en el registro de acciones de la compañía, el día 2 de enero de 2001.

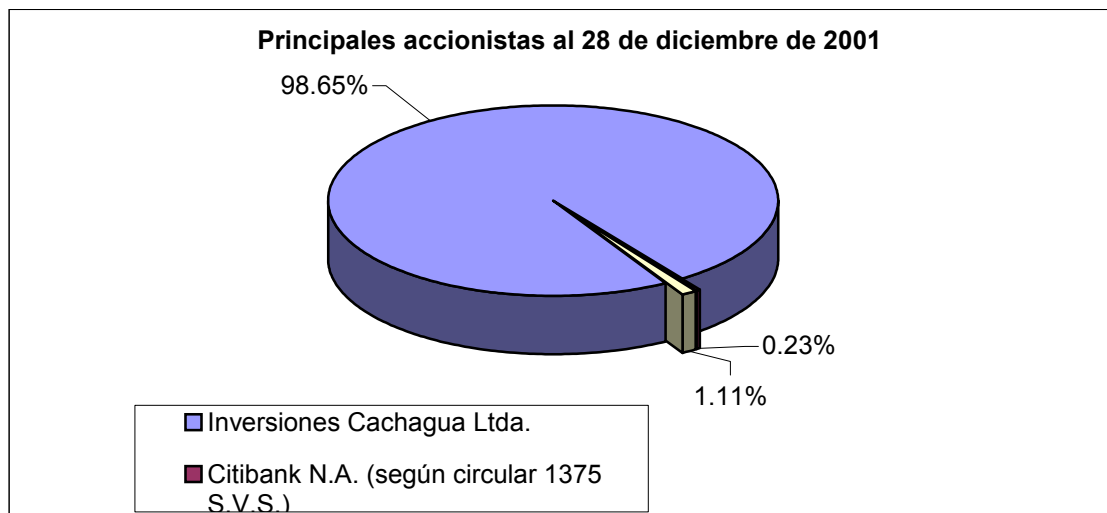
Por otra parte, en Estados Unidos, Mercury Cayman, filial americana de The AES Corp., adquirió un 34,6% adicional de Gener, mediante un canje de ADR's por acciones de Gener, llegando a sumar 95.71% de la propiedad, por tanto, la OPA fue declarada como exitosa. Como consecuencia del bajo número de ADR's restantes luego del canje, éstos ya no son transados en la Bolsa de Nueva York.

Al mes siguiente, el 29 de enero del año 2001, AES a través de su filial Cachagua, ofreció comprar el remanente de acciones ordinarias de Gener, las que representan aproximadamente el 4,3%. La nueva propuesta por el remanente de acciones fue al mismo valor ofrecido en dólares en la primera transacción³². En esta segunda OPA, se obtuvo 2,94% adicional de la propiedad, logrando un total de 98,65% de la propiedad.

De esta forma, la nueva composición accionaria quedó de la siguiente manera:

Principales accionistas al 31 de diciembre de 2001		
Accionistas	N° de acciones	% participación
Inversiones Cachagua Ltda.	5.596.329.349	98.65%
Citibank N.A. (según circular 1375 S.V.S.)	13.198.528	0.23%
Ebel Vial Francisco	2.743.293	0.05%
Bancochile Corredores de Bolsa S.A.	2.177.224	0.04%
Contreras Fischer Ricardo	1.723.091	0.03%
Asesorías e Inversiones Illihue S.A.	1.500.000	0.03%
Santiago Corredores de Bolsa Ltda.	1.477.604	0.03%
Larraín Vial S.A., Corredores de Bolsa	1.225.999	0.02%
Sucesión Alvarez Jiménez Manuel Hernán	1.215.000	0.02%
Tanner Corredores de Bolsa S.A.	1.037.541	0.02%
Queen Muñoz Jorge	949.561	0.02%
Otros Accionistas (2.042)	49.175.587	0.87%
Total	5.672.752.777	100%

³² La oferta por cada acción de Gener fue de US\$0,242647059 por acción.



Cabe señalar que entre 1998 y junio de 1999, Gener colocó 500 millones de dólares en bonos convertibles en acciones, de los cuales, al 31 de diciembre de 2001, ya se habían convertido 23,3 millones de dólares, equivalentes a 85.917.379 acciones incluidas en el capital accionario al 31 de diciembre de 2001, además, AES Corp. no negoció paquetes accionarios con ningún grupo, todos los accionistas tuvieron la posibilidad de participar de la oferta bajo las mismas condiciones y obteniendo todos un pago equitativo.

Conclusiones preliminares

En los casos de OPAs de chilenos en Chile, podemos observar que para obtener el control de la compañía, primero negocian con los controladores sus paquetes accionarios, una vez que están de acuerdo y han adquirido bastante participación, lanzan una OPA por un porcentaje pequeño para lograr el 51% de los títulos de la compañía, como es el caso “Banco de Chile” en el cual se lanzó una OPA final para conseguir el 51% de participación. En el otro caso chileno, solo se trató con los poseedores de paquetes accionarios, el público en general no pudo participar de la compra de más del 50% de las acciones, solo los mayoritarios.

Los españoles tienen un comportamiento similar, primero negocian con los controladores y luego lanzan una OPA para lograr obtener el control, es decir, para alcanzar

el 51% de la propiedad, es así como en el caso “Enersis”, firmaron contratos de compra venta de acciones con los accionistas de la serie B condicionada al éxito de la OPA sobre la serie A, es decir, por un lado negociaron un paquete accionario que les daba muchos derechos políticos en la compañía y por otro lanzaron una OPA para alcanzar el control completo de Enersis; cabe destacar que en este caso, los precios ofrecidos para las acciones de la serie A eran distintos, dependiendo si eran trabajadores de la compañía o no. El caso Iansa sigue el mismo patron, negociar con los controladores, que en este caso es Pathfinder, y luego lanzar una OPA para alcanzar el control, en este caso la OPA fue por un 12.77% de las acciones.

En contraste, los norteamericanos cuando han lanzado OPA por alguna sociedad, lo han hecho por porcentajes cercanos al 100%, en el cual todos pueden participar de la oferta y a todos se les da el mismo trato, como en el caso “Labchile”, en donde en la primera OPA obtuvieron el 68.56% de la propiedad, y luego lanzaron una oferta subsecuente con el cual alcanzaron el 99.9% de la compañía, al igual que en el caso de “Gener”, en donde en la primera OPA obtuvieron el 95.71% de las acciones emitidas y en la oferta subsecuente un 2.94% adicional.

Esto muestra que la conducta seguida por las compañías americanas en las tomas de control ocurridas en nuestro país, dista de otros casos que ha vivido nuestro mercado, en el cual en muchas ocasiones los accionistas minoritarios no han tenido el mismo trato que los accionistas mayoritarios.

Capítulo 6:

Conclusiones Finales

La legislación norteamericana obliga a las compañías que pretenden tomar el control de otra, a lanzar una Oferta Pública de Adquisición, además no pueden negociar fuera de Bolsa, no se puede transar privadamente y si la oferta es menor a lo ofertado por los accionistas, se debe proceder a prorrata. Esta normativa rige también cuando una compañía norteamericana desea obtener el control, o aumentar su participación en una sociedad en EEUU o fuera de él.

En España, si bien, existe una ley que rige las tomas de control, estas rigen solo en España y no en suelo chileno, en Chile rigen nuestras leyes, pero si una compañía de EEUU viene y pasa por alto su propia normativa, los accionistas minoritarios que puedan sentir que fueron pasados por alto, o que el trato no fue igualitario para todos, pueden entablar una demanda en dicho país. Por ello, no pueden negociar paquetes accionarios con los controladores, ni pagar distintos precios por acción, deben seguir lo que les dice la regulación norteamericana, de hecho, en el caso de “Labchile” una AFP quiso tranzar privadamente su paquete accionario, pero la norteamericana no accedió a tal petición.

Como el mercado de valores chileno es altamente atomizado, donde el accionista mayoritario tiene casi un 44% de los títulos y entre los 2 mayores accionistas más del 56% de éstos, si los controladores deciden no participar de la OPA lanzada por los norteamericanos, ésta podría terminar en fracaso y no lograr el control de la compañía, debido a que quedan pocos títulos en el mercado, incluso si solo el accionista mayoritario decidiese no participar de la oferta, la probabilidad de que la OPA termine en un fracaso aumenta considerablemente. Por ello, debido a atomización de nuestro mercado y a la legislación norteamericano pro accionista minoritario, es que cuando los norteamericanos pretenden obtener el control de una sociedad, en donde el mercado es altamente atomizado, deben proceder como en Chile, lanzar una OPA por prácticamente la totalidad de los títulos o todos ellos, pagar igual precio por todos los títulos y que todos los accionistas puedan participar de la oferta, y si la oferta es menor a lo ofrecido, la compra debe ser a prorrata. La oferta pública de adquisición subsecuente es solo decisión de la compañía, la legislación no los obliga, solo les da la opción de hacerla.

Por lo tanto, la legislación norteamericana, no solo protege a los accionistas minoritarios de dicho país, sino a todos los accionistas minoritarios cuya sociedad pretenda ser adquirida por alguna compañía norteamericana, sea cual sea el país y su nacionalidad.

Esta investigación puede ayudar a futuras modificaciones a la ley de OPAs, y sirven de ejemplo para países en donde exista una legislación deficiente al respecto. Por otra parte, es posible que este fenómeno ocurra en varios países de Latinoamérica en donde la atomización del mercado sea alta. También es probable que en nuestra región sucedan “OPAs al estilo español” si las legislaciones en cuanto a las tomas de control y OPAs son deficientes.

Bibliografía.

- Barclay, M.J. and Holderness, C.G. (1989). “Private benefits of control of public corporations”. *Journal of Financial Economics* N°25, p.371-395.
- Escobar, Ricardo. “Corporate Governance in Chile: New Developments. OECD Meeting”
- Eyzaguirre, Cristián y Escobar Ricardo, “Introducción al Corporate Governance” Memoria Facultad de Derecho Universidad de Chile.
- Jadue, Roberto, “OPA y valoración de Laboratorio Chile”, Seminario de título, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas.
- Jensen, M.C. and Meckling, W.H. (1976). “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure”. *Journal of Financial Economics* N°3, 305-360.
- La Porta, R., Lopes de Sinales, F., Shleifer, A., and Vishny, R. (1996). “Law and Finance”. National Bureau of Economic Research Working Paper Series N°5661.
- Parisi Franco, Rodrigo Godoy, Parisi Antonino. “Gobierno Corporativo en Chile: Evidencia Reciente”. Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas Universidad de Chile.
- Rainieri, Ricardo: “Buscando el control corporativo: el ingreso de Endesa España a la propiedad de Enersis”
- Romagnoli, D., Torres M., “Impacto de los anuncios de toma de control y fusión por parte del grupo Luksic en el Banco de Chile y Banco Edwards”, Seminario de título, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas.
- Román, A., Gómez P., Reyes H., “Valoración y OPA Laboratorio Chile”, Seminario de título, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas.
- Shleifer, A. And Vishny, R. (1986). “Large Shareholders and Corporate Control”. *Journal of Political Economy* N° 94
- Yáñez, Guillermo: “Operación chispas : un caso en que los incentivos de los controladores merman el valor del patrimonio”, Seminario de título, Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
- Zingales, L. (1994). “The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange”. *Review of Financial Studies* N°, p. 125-148.

- Zingales, L. (1995). “What determines the value of corporate votes?”. Quarterly Journal of Economics N°110, p. 1047-1073.
- Zúñiga, Franco y Wigodski, Teodoro, “Gobierno Corporativo en Chile” Tesis para optar al grado de Magíster en Gestión y Dirección de Empresas. Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile.

Referencias:

- Biblioteca del Congreso Nacional de la República de Chile. Ley del Mercado de Valores (ley 18.045), Ley de Opas (Ley19.705)
- Biblioteca de la Securities Exchange and comisión (www.sec.gob)
- Bolsa de Comercio de Santiago.
- Memorias anuales de empresas.
- Periódicos: “El Mercurio”, “Estrategia”, El Diario Financiero”