



UNIVERSIDAD DE CHILE

Facultad de Economía y Negocios
Escuela de Economía y Administración

OPAS TEORIA Y EVIDENCIA

Seminario de título INGENIERO COMERCIAL
Mención Administración

Autor
Marcela Alejandra Fuentes Vega

Profesor guía
Marcelo M. González Araya

Santiago, Chile
Enero 2007

A mis padres

Con mucho orgullo, satisfacción y amor.

*Por el apoyo incondicional entregado para el
cumplimiento de esta meta.*

AGRADECIMIENTOS

El principal agradecimiento va para mis padres, por el apoyo en todo sentido, lo que me permitió llegar al final de este proceso tan importante en mi vida.

Para mi profesor guía, por su infinita paciencia y confianza en mi persona.

También para mis amigos Luis y Nayadeth quienes me ayudaron y apoyaron incondicionalmente, con material, con búsqueda de éste, y presionando para la entrega del presente trabajo.

Y por supuesto a mi gran amigo Francisco por su permanente apoyo, incentivo y empuje para llegar hasta acá.

Gracias a todos

CONTENIDO

1.	Introducción.....	1
2.	Marco Teórico	2
2.1	Problema de Agencia.....	2
2.1.1	Soluciones Para El Problema De Agencia:	3
2.1.2	Sistemas De Incentivos Adecuados.....	4
2.2	Adquisiciones	4
3.	Oferta Pública De Adquisición De Acciones (Opa)	9
3.1	Opas Obligatorias.....	9
3.2	Compra A Prórata	10
3.3	Opas en el extranjero.....	11
3.4	Cambios En La Opa	11
3.5	Participación De Afp.....	11
3.6	Información Al Mercado.....	11
3.7	Restricciones Durante La Oferta	12
4.	Ley De Opas En Sociedades Anónimas	12
4.1	Origen Histórico.....	13
4.2	Principio De La Sociedad Anónima	14
4.3	La Teoría del Valor del Control	15
4.4	Análisis del Valor de compra de una Empresa.....	18
5.	Caso Chispas	21
5.1	Antecedentes	21
5.2	Privatización	22
5.2.1	La Privatización De Endesa	23
5.2.2	La operación del Siglo.....	25
5.2.3	Las Multas	27
5.2.4	Las Acusaciones	30
6.	Ley de OPAS y Gobiernos Corporativos.....	32
6.1	El Caso Chileno.....	34
6.2	Normas generales sobre OPAS.....	36

6.3	Reforma a la Ley de S.A.....	38
6.4	Gobiernos Corporativos	39
6.5	El impacto de la nueva Ley de OPA.....	41
6.5.1	Ventajas y desventajas de la Reforma.....	46
6.5.2	El impacto de la Ley.....	47
7.	Conclusiones.....	50
8.	Bibliografía.....	52

RESUMEN

El Problema de Agencia se define como una divergencia de intereses entre el Agente (insiders) y el Principal (outsiders) (*), es decir, el agente como maximizador, buscará el beneficio propio antes que el de la compañía. El Gobierno Corporativo es un concepto que tiene relación con la forma en que las empresas son dirigidas y controladas, en el que se incluye el conflicto mencionado.

La necesidad de contar con un mercado de capitales que proteja adecuadamente a los accionistas minoritarios y permita aumentar la liquidez y transparencia del mercado junto con disminuir el costo de financiamiento de las empresas, han llevado al gobierno de Chile a la elaboración de la nueva Ley de OPAS, promulgada en Diciembre del año 2000.

Dicha ley permite crear mejores Gobiernos Corporativos, estableciendo una mejor calidad de información entregada por las empresas, conformar comités de auditoría al interior de las sociedades anónimas abiertas, regular las relaciones entre partes relacionadas, mejorar los derechos de los tenedores de ADRs, entre otros.

En Chile, se tiene que la mayoría de las sociedades anónimas son controladas por un solo accionista, familia o grupo económico. El problema, por lo tanto, se da entre los intereses del accionista controlador y los inversionistas (accionistas minoritarios, acreedores). Los conflictos respecto a la asignación de valor corporativo se pueden resumir como sigue: Extracción de valor de la Compañía y Premio por control.

(*)Insiders: accionistas mayoritarios, los directores elegidos por éstos y la administración de la compañía
Outsiders: accionistas minoritarios con derecho a voto, los accionistas sin derecho a voto y los acreedores.

1. INTRODUCCION

“La empresa de propiedad privada es la forma más eficiente de organización (Alchian y Demsetz, “Producción, Information and Economic Organization”, 1972). “

“Del solo hecho de que las personas son diferentes, se desprende que si las tratásemos igual el resultado sería desigualdad en su situación actual, y la sola manera de llevarlas a la misma posición es tratándolas en forma diferente. (Friedrich A.Hayek, Premio Nobel 1974).”

Una organización surge debido a que individuos con un objetivo no tienen la capacidad requerida para lograrlo con eficiencia por sí solos. Las organizaciones son mucho más que los directivos y los sistemas de dirección que crean.

Todos los directivos poseen autoridad formal sobre una entidad organizativa. De la autoridad formal sigue el estatus, el cual conduce a varias relaciones interpersonales y de éstas produce el acceso a la información. La información capacita al directivo para tomar decisiones y estrategias para su unidad.

Dependiendo de las fallas del mercado en las distintas direcciones, la empresa se desarrollará como una estructura que internaliza o externaliza las distintas actividades.

Para combatir algunos problemas que se pueden presentar con las transacciones llevadas a cabo por intermedio del mercado, la firma debe reemplazar las transacciones del mercado por transacciones internas, ¿y por qué no son todas las actividades realizadas de esta forma? La respuesta está dada por aspectos que son inherentes a la eficiencia del mercado y la empresa, es decir:

- Información imperfecta
- Costos de transacción
- Problemas de agencia

Los objetivos del presente trabajo se enfocarán en los siguientes temas:

- Dar a conocer el problema de Agencia
- Ley de OPAS y Gobiernos Corporativos y situación Chilena luego del caso Chispas, como ejemplo de aplicación al problema de agencia.

2. MARCO TEORICO

2.1 Problema de agencia

Las relaciones o los contratos son la base de la existencia de la organización, pero no porque existan los contratos los objetivos se cumplen, por eso es necesario conocer las causas que justificarán las acciones de las personas.

La relación de agencia es un contrato según el cual una o más personas (principal), emplean a otra persona (agente) para efectuar algún servicio. El agente no siempre actuará de acuerdo con los intereses del principal, sino que por los propios, esto es lo que se conoce como Problema de Agencia, es decir, en el interior de las organizaciones existe una divergencia de intereses, ya que, como es sabido, el individuo es maximizador y siempre tratará de satisfacer sus propios objetivos para lograr el máximo de utilidad personal.

El problema de agencia se ve en los niveles más altos de la organización, debido a que es ahí donde se efectúan las decisiones más importantes, pero también está presente en los otros niveles de la organización.

Los objetivos del principal deben cumplirse en primer lugar e incluir a ellos los intereses de los agentes, es decir, cuando se habla de los objetivos de la organización se refiere a los objetivos de los dueños. Esto no significa que los agentes no tendrán beneficios al asociarse con los principales.

2.1.1 Soluciones para el Problema de Agencia:

Mecanismos externos indirectos: Son aquellos que existen en una sociedad que da lugar al libre mercado, en los que ni la empresa, ni los agentes, ni los principales pueden influir, debido a que los mercados acuden grupos de personas con distinta motivación.

- El mercado accionario mediante una valoración de la empresa en forma continua está evaluando las decisiones y la gestión del administrador.
- El mercado laboral de los ejecutivos está valorando a los ejecutivos superiores de las organizaciones por sus acciones (desempeño de la empresa).
- Mercado de “compras de empresas” que está observando a las empresas con el motivo de encontrar a las que tienen una mejor administración y así mayor valor.
- Organismos fiscalizadores de la sociedad, restringen y revisan a los ejecutivos superiores.

Mecanismos internos y directos: Incluyen a las empresas en que el problema de agencia puede afectar en forma directa.

Directorio:

- Contratar, remunerar y evaluar la gestión del administrador, estas funciones influyen directamente en el control de la divergencia de intereses entre administradores y tomadores de riesgo.
- Separación del proceso de toma de decisiones. La toma de decisiones se compone de cuatro etapas (1):
 - a) Generación de ideas para el uso de recursos.
 - b) Elección de los incentivos.
 - c) Implementación de las decisiones.
 - d) Evaluación del resultado de decisiones implementadas.

(1) Según Fama y Jensen las etapas a) y c) son administración y las b) y d) directorio (control de las decisiones).

En una organización compleja que requiera de la separación de la propiedad y el control, es necesario que los individuos desempeñen su rol y no otro. El directorio no sólo es necesario en sociedades con separación de la propiedad y el control, sino también en organizaciones con derechos restringidos.

2.1.2 Sistemas de incentivos adecuados

Uno de los mecanismos de mayor importancia para reducir el problema de agencia es la creación de un sistema adecuado de incentivos (incentivos pecuniarios y no pecuniarios) con el objetivo que el agente perciba que su retribución está en directa relación con los resultados de la empresa. De esta forma, éste tendrá una mayor productividad.

Los sistemas de incentivos adecuados deberán incluir una alta compensación y una parte de esta compensación deberá relacionarse con los resultados de la empresa, y si no es así, el problema de agencia seguirá presente, lo que producirá costos e ineficiencia.

2.2 adquisiciones

Son tres los procedimientos legales básicos que puede utilizar una empresa para adquirir a otra:

- 1) Fusión o consolidación,
- 2) Adquisición de acciones y
- 3) Adquisición de activos.

La Fusión se refiere a la absorción de una empresa por parte de otra. La empresa adquiriente conserva su nombre y su identidad, y adquiere todos los activos y pasivos de la empresa adquirida. Después de la fusión, la empresa adquirida deja de existir como una entidad de negocios independiente.

Una segunda forma de adquirir otra empresa es comprar las acciones con derecho a voto a cambio de dinero en efectivo, participación en acciones u otros instrumentos de valor. Esto puede comenzar como una oferta privada de parte de la

administración de una empresa a la de la otra. En algún punto, la oferta se presenta directamente a los accionistas de la empresa vendedora. Lo anterior es posible por medio de una oferta directa, que es el ofrecimiento público de comprar acciones de una empresa objetivo. La oferta se comunica a los accionistas de la empresa objetivo mediante su anuncio público en medios como el periódico.

Y, finalmente una empresa puede adquirir otra empresa mediante la compra de todos sus activos, para lo cual, se requiere el voto formal de los accionistas de la empresa vendedora.

Cuando una empresa adquiere a otra, la transacción puede ser gravada o libre de impuestos. En la adquisición gravada, se considera que los accionistas de la empresa adquirida han vendido sus acciones y que dicha venta les ha reportado ganancias o pérdidas de capital sujetas a imposición fiscal. En cambio, en la adquisición libre de impuestos se considera que los accionistas vendedores han cambiado sus acciones viejas por nuevas de igual valor, por lo que dicha transacción no les genera ni ganancias ni pérdidas de capital.

El reporte de las adquisiciones requiere, de acuerdo con el método de compra, que la empresa adquiriente reporte en sus libros el valor justo de mercado de los activos de la empresa adquirida.

A través de la compra, se genera lo que en términos contables se denomina crédito mercantil, que es el precio de compra excedente sobre la suma de los valores justos de mercado de los activos individuales adquiridos.

Privatizar se refiere a lo que sucede cuando un grupo privado adquiere acciones públicamente poseídas de una empresa; dicho grupo suele estar formado por la administración en turno. En consecuencia, las acciones de la empresa se retiran del mercado (si son cotizadas en la bolsa de valores, se retira su cotización) y dejan de negociarse. De esta forma, en las transacciones de privatización se obliga a los accionistas de una empresa pública a aceptar efectivo por sus acciones.

Las transacciones de privatización suelen ser compras apalancadas (LBO). En una LBO, el precio de oferta en efectivo se financia con grandes cantidades de deuda.

Estas compras se han hecho muy populares en los últimos tiempos, pues sus arreglos requieren de poco capital contable. Este capital, en general, lo provee un pequeño grupo de inversionistas, algunos de los cuales quizá serán designados como administradores de la empresa adquirida. En las LBO, los accionistas que venden siempre reciben una prima por encima del precio de mercado, como si se tratara de una fusión. Estas compras suelen convertir a los administradores anteriores en dueños, lo cual aumenta su incentivo para trabajar más. El aumento de deuda es también un incentivo, porque los administradores deben hacer que la empresa gane más para dar servicio a la deuda sin detrimento de su propia ganancia. Por lo tanto, como ahora los administradores también son dueños de la empresa, el problema de agencia, el cual se describió anteriormente, se ve disminuído, ya que los administradores-dueños tienen los mismos objetivos que los dueños.

Según Lang, Stulz y Walkling (1991), las empresas que adquieren otras empresas por razones distintas a la maximización de valor se caracterizan por el bajo precio de sus acciones. Tales empresas compradoras suelen ser rentables, pero los bajos niveles de sus ratios de valor de mercado sobre valor contable indican que no es probable que su evolución sea especialmente positiva en el futuro. Los mismos autores observaron que, cuando empresas de estas características anuncian su intención de adquirir otras empresas, sus acciones generalmente caen, lo cual interpretan como la prueba de que, a los ojos del mercado, estas adquisiciones, o bien son poco aconsejables, o son consecuencia de intereses de los directivos incompatibles con la maximización de valor, es decir, se produce un problema de agencia.

Las adquisiciones se clasifican a menudo en amistosas y hostiles. Cuando la oferta es presentada directamente a la dirección de la empresa o a su consejo de administración, se dice que se trata de una adquisición amistosa. Sin embargo, los administradores de la empresa objetivo a menudo se oponen a ser absorbidos, lo que obliga a la empresa compradora a efectuar una oferta hostil para hacerse con el control

de aquella. En una adquisición hostil, la adquiriente a menudo ignora a la dirección de la adquirida y se dirige directamente a sus accionistas con una oferta pública de adquisición (OPA) sobre sus acciones, es decir, una oferta para comprar un cierto número de acciones, generalmente en efectivo, a un precio y en una fecha determinada. Aunque las OPAS se asocian habitualmente a las tomas de control hostiles, también se recurre a ellas en las adquisiciones amistosas cuando la dirección de la adquirida acepta la oferta antes de que ésta sea presentada a los accionistas. Aquí observamos que se recurre a las OPAS debido al problema de agencia, ya que los administradores rechazan la adquisición amistosa debido a que una absorción va en contra de sus intereses, pero los accionistas sí quieren vender parte de su empresa a terceros.

Cuando una empresa es adquirida, unos salen ganando y otros pierden. Sin embargo, son los empleados quienes salen perdiendo en las adquisiciones. Aquellos que critican estas operaciones sostienen que una parte importante de los beneficios observados en muchas adquisiciones hostiles se producen a costa de los empleados de la empresa adquirida, ya sea a base de despidos o de recortes salariales.

Para construir una organización eficiente, una empresa en crecimiento requiere administradores que sean capaces de trabajar en equipo y que tengan un verdadero interés en ayudar a otros miembros de la organización a desarrollar las habilidades necesarias para conseguir el éxito de la empresa. Los ejecutivos que tienen espíritu de equipo y cuentan con el aprecio de sus empleados se encontrarán con ofertas de adquisición no deseadas como consecuencia de su aversión a reducir el tamaño de sus organizaciones. Cuando estas OPAS hostiles tienen éxito, directivos más implacables son más adecuados para llevar a cabo la tarea de adelgazar una organización.

Los inversores saben que la mayoría de los administradores son reacios a despedir personal e impulsan las cotizaciones de aquellas empresas que contraten consejeros delegados con fama de aplicar recortes de plantilla para rebajar costos.

Las adquisiciones pueden ser tanto un síntoma como una solución para los problemas de motivación de los directivos. Los administradores tienen a menudo

interés en adoptar proyectos que les benefician a ellos personalmente, incluso aunque no favorezcan la cotización de las acciones. Por ejemplo, los ejecutivos de sectores en declive pueden tratar de proteger sus puestos de trabajo adquiriendo empresas en sectores con mejores perspectivas a largo plazo. Incluso, algunos sólo buscan dirigir empresas más grandes, y el mercado de fusiones y adquisiciones es el camino más rápido para lograrlo.

En muchas adquisiciones hostiles, el comprador empieza intentando comprar menos del 100% de las acciones de la empresa objetivo. La razón de esto es doble; por un lado, el comprador puede pensar que es innecesario adquirir la totalidad de las acciones en circulación para poder efectuar los cambios requeridos para aumentar el valor de la empresa. Por el otro lado, es posible que algunos accionistas no estén dispuestos a vender sus acciones a cualquier precio. Por ejemplo, los administradores de la empresa objetivo probablemente no venderán sus acciones si esta venta lleva a que la sociedad sea adquirida y a que los directivos pierdan sus puestos de trabajo como consecuencia de ello.

Los administradores de las empresas han desarrollado una serie de estrategias defensivas para rechazar las tentativas de adquisición, dentro de las cuales podemos señalar:

- Recurrir a lo que se conoce como greenmail, o recompra de las acciones al comprador con una prima sustancial sobre su precio de mercado, con la condición de que el mismo desista de su intención de compra.
- Establecer periodos escalonados de renovación del consejo y requisitos de supermayoría, que pueden impedir que un comprador se haga con el control de la empresa, incluso si adquiere más del 50% de sus acciones.
- Introducir píldoras venenosas, que conceden importantes derechos a los accionistas de las sociedades adquiridas que deciden no vender sus acciones, donde se les reconoce ventajas importantes en el caso de que un paquete significativo de acciones de la sociedad sea adquirido.

- Presionar para que se desarrolle una legislación que proteja frente a las adquisiciones.

3. OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICION DE ACCIONES (OPA)

DEFINICION:

- Oferta Pública de Adquisición de Acciones es aquella que se formula para adquirir acciones de sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones o valores convertibles en ella, que por cualquier medio ofrezcan a los accionistas de aquellas adquirir sus títulos en condiciones que permitan al oferente alcanzar un cierto porcentaje de la sociedad y en un plazo determinado.
- Las ofertas dirigidas a una serie de acciones, deberán ser hechas en iguales condiciones para los accionistas de dicha serie.
- La vigencia de la oferta no podrá ser inferior a veinte días ni superior a treinta días, pudiendo prorrogarse por un plazo máximo de 15 días y mínimo de 5 días.
- Los accionistas pueden retirar sus acciones hasta el día cierre de la oferta.
- En caso de cualquier conflicto se designará un juez árbitro.

3.1 OPAS obligatorias

- Las que permitan a una persona tomar el control de una sociedad.
- Cuando con la adquisición, el comprador llegue a controlar dos tercios o más de las acciones emitidas con derecho a voto.
- 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.

Ofertas que se eximen de ser OPAS obligatorias aunque cumplan las condiciones antes descritas.

- Adquisiciones provenientes de un aumento de Capital, mediante la emisión de acciones de pago de primera emisión, que por el número de ellas, permita al adquirente obtener el control de la sociedad.
- Cuando el precio de la compra-venta se pague en dinero y no sea sustancialmente superior al precio de mercado. El proyecto define como precio de mercado a aquel que resulte de calcular el promedio ponderado de las transacciones bursátiles, que se hayan realizado entre noventa y treinta días anteriores a la fecha en que deba efectuarse la adquisición. Precio sustancialmente superior al de mercado, se define como aquel que exceda al precio de mercado en un porcentaje que determinará una vez al año la Superintendencia, y que no podrá ser inferior al 10% ni superior al 15%.
- Las adquisiciones que se produzcan como consecuencia de una fusión.
- Las adquisiciones por causa de muerte.
- Las que provengan de enajenaciones forzadas

3.2 Compra a prórrata

- En caso que el número de acciones sea mayor al que se ofreció comprar, el oferente deberá comprarlas a prorrata a cada uno de los accionistas aceptantes.

Precio

- Si alguna persona relacionada con el oferente, o éste compra acciones de la sociedad a un precio más beneficioso, en un plazo 90 días antes y 120 días después, deben pagar el precio más alto pagado a las personas que participaron de la OPA.

3.3 OPAS en el extranjero

- Las disposiciones de este proyecto se aplican sólo a transacciones realizadas en Chile, permite a las sociedades anónimas que pueden hacer OPAS al registrar sus acciones en el extranjero.

3.4 Cambios en la OPA

- En caso que no se alcance el porcentaje mínimo establecido por el oferente al principio de la OPA, se invalida la oferta. El oferente tiene la opción de reducir sus pretensiones y comprar las acciones que aceptaron la oferta.
- Las ofertas sólo podrán modificarse para mejorar el precio de la oferta o para aumentar el número máximo de acciones que se ofrece adquirir.

3.5 Participación de AFP

- Antes de la Ley las AFP no podían participar en las OPAS, con la nueva Ley de OPAS pueden participar con todos los derechos de cualquier accionista.

3.6 Información al mercado

- Debe dar a conocer al mercado intenciones de tomar control de la sociedad mediante la oferta.
- El nuevo controlador debe informar al mercado la toma de control, si no, debe hacer una OPA por el 20% de las acciones restantes.
- El oferente debe entregar un informe con descripción financiera, jurídica y de los negocios del oferente o de sus controladores, además del detalle de la oferta, el precio, vigencia como financiará la compra.
- Número de acciones para considerar OPA exitosa.

3.7 Restricciones durante la oferta

- Durante la vigencia de la oferta no se podrán adquirir acciones de propia emisión, resolver la creación de filiales, vender más del 5% del activo e incrementar el endeudamiento en más del 10%.

Vacios

- No existe la posibilidad de squeeze out en caso de cierre de la S.A (2).

4. LEY DE OPAS EN SOCIEDADES ANONIMAS

Las sociedades anónimas son una forma particular y compleja de organización de la producción y como tales tienen características específicas que no se deben desvirtuar. Como toda entidad tiene ventajas y desventajas, pero han llegado a convertirse en el principal instrumento de inversión en la economía, las acciones de estas sociedades en el principal instrumento de ahorro en los mercados de capitales.

El valor económico de una empresa se determina por el valor de los ingresos futuros descontados a una determinada tasa de descuento que incluye el factor riesgo. Dependiendo de los flujos esperados, un inversionista puede estar dispuesto a pagar más por una empresa que su valor en bolsa. Este mayor valor es función de la propiedad de los activos tangibles e intangibles que generarán los flujos de ingresos futuros. Es, en consecuencia, un valor asignado al patrimonio y como tal pertenece a todos los accionistas. Si existe un controlador y quiere obtener un precio mayor al que corresponde al valor patrimonial, el potencial comprador tal vez pueda pagarlos si

(2) literalmente, apretujar o empujar hacia fuera-, buscan la eliminación de la minoría en la sociedad a cambio de una compensación en metálico, depurando las filiales de accionistas externos, para planificar la estrategia empresarial exclusivamente en función del interés del grupo mayoritario.

reduce el valor de lo que es pagado al resto de los accionistas. El mayor valor que obtiene el mayoritario sólo se da porque puede bloquear el negocio, pero no porque esté en la naturaleza de la sociedad anónima.

4.1 Origen histórico

El tema de la OPA está asociada a la naturaleza y características de la sociedad anónima. En efecto, la sociedad anónima es la última etapa y la más compleja, en las distintas formas de organización de la producción.

En la “historia económica”, en las primeras etapas del desarrollo, la empresa fue básicamente agrícola y familiar, el comercio o la industria artesanal siguen miles de años después y mantienen hasta finales de la Edad Media su característica de negocio individual y personal. En el período preindustrial surgen algunas formas de consorcio, principalmente comercial y naviero.

Más tarde aparecen los consorcios de seguros. Estas organizaciones estaban estructuradas para una operación o negocio de corto plazo, con horizonte de tiempo determinado y luego “la asociación” desaparecía y se volvía a crear para una aventura parecida, con los mismos o diferentes partícipes. La conveniencia de asociaciones más permanentes lleva a la creación de sociedades. En un principio estas sociedades no eran “limitadas” y los dueños concurrían con todos sus haberes en caso de que el negocio fracasara. La banca y los seguros fueron organizados inicialmente de esta manera. Todavía quedan “los names” en el Lloyd de Londres. La aparición de la sociedad limitada tiene la ventaja de que los socios arriesgan sólo el capital aportado. Esto permite el fuerte desarrollo de este tipo de empresas.

Sin embargo, el desarrollo industrial lleva a la necesidad de acumular grandes capitales y la sociedad limitada sólo funciona relativamente bien cuando la cantidad de socios es pequeña. Uno de los problemas de la sociedad limitada es la transferencia de los derechos de propiedad. Generalmente esto obligaba a modificar la sociedad, lo que generaba toda clase de problemas o incluso hacía necesario disolverla. De esto surge la conveniencia de crear un sistema de “derechos transferibles” que permitiera a los inversionistas vender y a la empresa sobrevivir en el tiempo. Ello da origen a la

Sociedad Anónima. Con distintas formas legales surgen en Europa y luego en Estados Unidos y dan origen a las Bolsas de Valores.

4.2 Principio de la Sociedad Anónima

- Asociación de personas para explotar un negocio o actividad en forma organizada.
- Se delega la administración en un Directorio y un Gerente.
- Cada acción tiene los mismos derechos y obligaciones. Las acciones responden sólo por el capital aportado.
- Las acciones son transferibles sin autorizaciones de otros accionistas. La creación de Sociedades Anónimas da origen a conflictos y en varios países se legisla para proteger a los accionistas minoritarios o que no participan directamente en la administración de la sociedad.
- Se establecen requisitos obligatorios de información, balances anuales, juntas de accionistas, quórum calificados para ciertas materias, se legisla sobre conflictos de interés, etc. Los países sajones han ido a la vanguardia de estas legislaciones.

La Sociedad Anónima ha permitido la acumulación de grandes capitales para financiar el desarrollo tecnológico del presente siglo.

- En Chile, en los años 60, se modificó la Ley de Sociedades Anónimas para fomentar el desarrollo de estas sociedades y dar mayor protección al inversionista minoritario.
- En los años 80 se volvió a modificar y se estableció una legislación similar a la existente en países más desarrollados. En el proyecto se incluía una norma general sobre OPAS que desgraciadamente no se aprobó porque se estimó muy compleja.

El sentido general de la legislación tanto “sobre Sociedades Anónimas” como de “la Ley de Valores” ha buscado proteger al inversionista minoritario y evitar excesos o abusos que puedan además de dañar a los inversionistas y desprestigiar el instrumento accionario como mecanismo de inversión de largo plazo.

La modernización de esta legislación y la aparición de importantes inversionistas institucionales llevó a que el mercado chileno fuera uno de los más desarrollados en relación a la economía del país. En efecto, el patrimonio bursátil llegó a ser igual al 80% del PGB, relación que es superior a la existente en Alemania, Francia y España, para mencionar algunas importantes economías. Las acciones de sociedades anónimas han sido “un instrumento” muy importante en el desarrollo del mercado de valores chileno.

4.3 La teoría del valor del control

Una persona que juzgue que el desempeño administrativo de la empresa es pobre, estará dispuesta a pagar por la posibilidad de modificar las decisiones que se han tomado, dando valor económico al control. Cuando este juicio es correcto y la empresa vale más bajo la nueva administración que bajo la antigua, se dice que el traspaso de control es eficiente, y por ende, deseable desde el punto de vista económico (3). En particular, dentro de esta categoría se incluyen aquellas transacciones motivadas por el aprovechamiento de economías de escala o ámbito (Sinergias).

Sin embargo, el control también puede ser valioso, porque permite apropiarse de flujos o activos que en derecho, pertenecen a todos los accionistas, a este caso se le llama “Extracción de valor”

Por lo anteriormente descrito, se tiene que se produce una transferencia de riqueza desde los accionistas minoritarios a los controladores, lo que podría incluso provocar una pérdida de valor de la empresa y, por lo mismo, ser ineficiente. Entonces diremos que el cambio en el control de una sociedad puede ocurrir toda vez que el entrante sea capaz de generar un flujo de caja mayor que el saliente (eficiencia) o cada vez que sea capaz de extraer un mayor valor de sus accionistas minoritarios (ineficiencia).

(3) Jensen y Meckling, artículo semanal, 1976.

Se ha sostenido que con la Ley de OPAS se estaría expropiando al mayoritario un valor intangible que es el valor de control. Sin embargo, en los casos más discutidos la valorización del control ha superado toda lógica y ha sido de facto una expropiación de riqueza a los accionistas minoritarios.

Por lo tanto, la Ley de OPAS incorpora tanto los aspectos de Gobierno Corporativo como las Tomas de Control con el objeto de consolidar el mercado de capitales y hacerlo atractivo a los inversionistas globales, lo que generará una mayor liquidez y eficiencia. Los efectos esperados se reflejan en una mejor formación de precios, una mayor dispersión en el control, menores tasas de descuento y una ejecución de las operaciones a un menor costo.

EXPERIENCIA INTERNACIONAL

Características toma de control EEUU, Bélgica, Francia

Tipo de negociación	EEUU	Bélgica		Francia		
	Oferta Directa (Tender offer)	Oferta Directa (Tender offer)	Oferta Privada previa y posterior Tender Offer	Oferta Directa (Tender offer)	Oferta Privada previa y posterior Tender Offer	Minority buyout
Período muestra	7/63 -12/84	1/70 -12/85	1/70 -12/85	1/70 -12/82	1/72 -12/82	1/66 -1/82
Tamaño muestra	236	40	46	34	93	29
% Prop. en manos del oferente, antes de la oferta	9,80%	46,90%	15,10%	23%	12,60%	79,50%
% Prop. Comprado por el oferente	60,40%	35,00%	70,50%	59%	59,00%	24,10%
Premio ofrecido	30,00%	40,50%	52,10%	73,30%	27,40%	38,30%
CAR Empresa objetivo	31,80%	27,00%	45,60%	28,50%	8,50%	23,20%
% Empresa con CAR positivo	95,00%	85,50%	—	79,20%	54,80%	79,60%
CAR Empresa oferente	0,90%	-3,20%	2,90%	-0,10%	0,90%	-4,60%
% Empresa con CAR positivo	47,00%	84,00%	—	41,70%	53,30%	36,00%

Fuente: Ricardo Raineri Bernain, Dpto Ingeniería Industrial y de Sistemas, Pontificia Universidad Católica de Chile, Noviembre 2000.

EXPERIENCIA NACIONAL

Toma de control

Objetivo	Oferente		% adquirir	Precio cierre \$	Precio ofrecido	Mecanismo	Premio ofrecido máximo	
Banco de Santiago	Banco O'Higgins	A		12	12	OPA 25,55%	0%	
		B	25,55	14	22		55%	
		C		40	40		0%	
		D (B.O'Higg)		-	-		-	-
		E (B.C)		-	-		-	-
Lord Cochrane	RR Donnelley & Sons Company	Controlador General	13,25% 12%	72 72	104 134	Neg.Privada OPATelepregon	44% 86%	
Banco.BHIF	Banco Bilbao Vizcaya	Controlador General	10% 10%	650 650	851 851	Neg.Privada OPATelepregon	31% 31%	
Campos Chilenos	Azucarera Ebro Agrícola S.A	Controlador General	38,23% 12,77%	38 38	133 133	Neg.Privada OPA Prorrata	249% 249%	
Chispas	Endesa España	B	100%	-	189.540	Neg.Privada	-	
Luz S.A	Endesa España	A Empleados	100%	177	260	OPA	47%	
		A General	100%	177	220	OPA	24%	
		B	100%	-	422.252	Neg.Privada	-	
		A Empleados	100%	380	580	OPA	53%	
		A General	100%	380	490	OPA	29%	
Enersis	Endesa España	General ADRs	21,79% 10,22%	235 235	320 320	OPA(Chile) Prorrata OPA(USA) Prorrata	36% 36%	
Endesa	Endesa España	General ADRs	30% 4,70%	153 153	360 360	OPA(Chile) Prorrata OPA(USA) Prorrata	135% 135%	

Fuente: Ricardo Raineri Bernain, Dpto Ingeniería Industrial y de Sistemas, Pontificia Universidad Católica de Chile, Noviembre 2000.

*En negritas aparece el premio ofrecido y realizado dado que el precio fue sobre el total de las acciones requeridas y ofrecidas por el grupo.

*En no negritas, el premio es el premio máximo ofrecido, el premio finalmente obtenido dependió del número de acciones vendidas y del sistema de compra.

Análisis del valor de compra de una empresa

Toda la teoría financiera actual se basa en el principio de que el valor económico de una empresa se determina por el valor de los flujos futuros descontados a una determinada tasa de descuento o interés (que incluye el factor riesgo). Existen por lo tanto dos variables:

1. Flujos futuros
2. Tasa de interés

a) Con respecto a los flujos futuros las estimaciones pueden diferir entre inversionistas:

- Se puede ser más optimista, menos optimista
- Se pueden asignar valores diferentes a “la probabilidad de ocurrencia” de ciertos eventos, crisis económicas, variaciones en el tipo de cambio, cambios tecnológicos, etc.
- Se puede calificar o valorar en diferente forma la administración de la empresa.

b) Con respecto a la tasa de descuento, ella está muy influenciada por la tasa de interés del mercado y el riesgo de la empresa y el mercado en que la empresa opera. Por ejemplo, los negocios mineros que son riesgosos se descuentan a tasas muy superiores a las de un negocio de distribución eléctrica. Dado que la tasa de interés en Chile ha sido históricamente alta con respecto a otras economías, hay un incentivo para que el extranjero esté dispuesto a pagar más por un negocio. También existe el caso en que se adquiere una empresa para fusionarla con otra y obtener economías de escala, o para aprovechar un canal de distribución o simplemente para sacar a un competidor del mercado, etc. De lo anterior se deduce que alguien puede estar dispuesto a pagar un precio más alto que “el valor bolsa” para adquirir una empresa. Esto es lo que legítimamente podría llamarse Premio por Control. Este mayor valor es función de la propiedad de los activos de la empresa, tanto tangibles como intangibles que generarán los ingresos futuros. Son, en consecuencia, un valor asignado a un patrimonio y como tal pertenecen a todos los accionistas. Tratándose de acciones, por definición el comprador es indiferente a quien le compra y, en consecuencia, está

dispuesto a pagar a quien le quiere vender. De hecho, en una operación de compra por bolsa, ni el comprador ni el vendedor saben a quién le están comprando o vendiendo.

Hay básicamente dos tipos de inversionistas:

a) Los inversionistas pasivos que no se interesan en administrar la compañía. Estos son las AFP, compañías de seguros, fondos de inversión y la mayoría de los pequeños inversionistas.

b) Los inversionistas de industria que están interesados en administrar y que se interesan en participar activamente en una compañía.

- El inversionista pasivo compra y vende a precios de bolsa.
- El inversionista industrial si quiere adquirir una influencia significativa, se enfrenta al problema de diseñar una estrategia de compra que le permita adquirir una proporción importante del capital en un plazo determinado.
 - Puede hacerlo comprando de a poco en el mercado con el riesgo de hacer subir el precio de la acción sin alcanzar el monto necesario que desea adquirir.
 - Puede hacer una OPA
 - Puede negociar con los mayores accionistas. En los mercados desarrollados donde la sociedad tiene propiedad muy dispersa, la estrategia es comprar inicialmente en bolsa y hacer OPAS. En mercados menos desarrollados como el chileno, en general hay una mayor concentración y es conveniente para el comprador buscar un acuerdo con los accionistas mayoritarios.

La mayoría de las empresas chilenas, salvo unas pocas que se colocaron como capitalismo popular, están relativamente concentradas. De esta circunstancia surge la discusión sobre “el Valor del Control”. Sin embargo, si como hemos definido inicialmente:

1º El comprador valora la empresa en un determinado monto y de ello resulta un precio por acción,

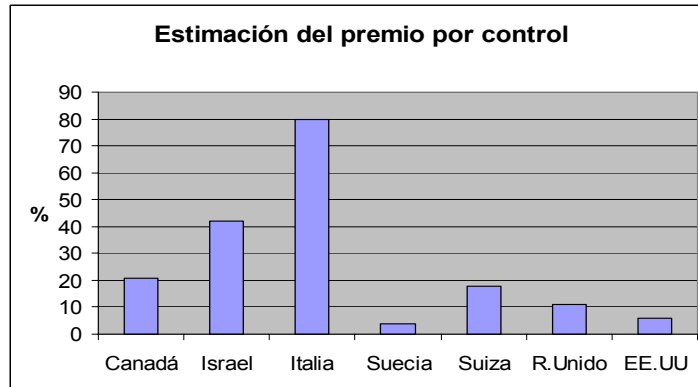
2º El comprador es indiferente a quien le compra, Se concluye que el comprador estaría dispuesto a pagar el mismo precio por acción a todos los accionistas que quisieran venderle.

Cuando hay un controlador y éste pide un mayor precio por su acción, el comprador está enfrentando un dilema: si le paga más que el precio al cual él valora la acción, debería forzosamente pagar menos por el resto de las acciones. En consecuencia, “el derecho de veto del mayoritario” tiene valor en la medida que se pueda reducir el valor que podrían percibir el resto de los accionistas minoritarios. Si bien ha habido una práctica comercial al respecto, esto no está claramente justificado y, como se verá, atenta en el largo plazo con el desarrollo de la sociedad anónima y con el desarrollo del mercado. Podemos deducir que aquí hay un “Premio al Controlador” que es distinto al mayor valor que se pagaría de acuerdo a la valoración económica de la empresa, que ya hemos definido como premio de control.

Se tiene entonces que el premio por control existe gracias a que los nuevos controladores esperan percibir beneficios privados adicionales al pago de dividendos, aprovechando, por ejemplo, las sinergias entre la empresa adquirida y las que ya tenía bajo su control o bien, utilizando los recursos de la compañía para su beneficio propio.

En términos económicos, como ya vimos, se puede definir el premio por control: “precio adicional al de mercado de las acciones, que paga el inversionista o grupo de inversionistas, que están interesados en tomar el control de una sociedad anónima abierta, cuyas acciones tienen transacción bursátil.

El profesor Luigi Zingales de la Universidad de Chicago, presenta una estimación de la prima por control, cuya metodología consiste en determinar la presencia de una toma de control, la diferencia de precio entre acciones con derechos similares respecto de dividendos, pero distintas en relación a sus derecho de votos. Los resultados se muestran en el siguiente gráfico.



Fuente: Elementos conceptuales de la Ley de OPAS; Superintendencia de Valores y Seguros (2001).

Es importante destacar que el “Valor del Control” y “Premio por Control” no son sinónimos; el premio por el control no se puede compartir con los accionistas minoritarios, porque como se describe más arriba, éste existe sí y sólo sí el controlador accede a flujos o beneficios a los que no tienen acceso los minoritarios y que no estaban estipulados de antemano en los estatutos de la empresa: A su vez, el valor del control se distribuirá entre accionistas minoritarios y controladores en la medida que estos últimos no puedan extraer valor, ejemplo de ello tenemos: Transacciones a precios especiales con partes relacionadas, la compraventa de instrumentos de oferta pública con base en información privilegiada o la desviación de oportunidades corporativas.

5. CASO CHISPAS

5.1 Antecedentes

A partir de 1973, la Junta Militar impone una serie de condiciones a las empresas estatales del sector eléctrico, entre las que se destaca la estrategia de disminución de costos (vía despido de los trabajadores y racionalización administrativa)

y la transformación del régimen tarifario. Con ello, el sector aumentó utilidades y comenzó a autofinanciarse.

En 1980, cuando comienza el proceso de privatización del sector, el Estado poseía el 90% de la generación eléctrica, el 100% de la transmisión y el 80% de la distribución de electricidad.

En 1980 se comienzan las reformas: al régimen de propiedad, al funcionamiento de los mercados, al marco regulatorio y al régimen tarifario, quedando la tarea a cargo de la Comisión Nacional de Energía.

Con estos objetivos, se lleva a cabo la descentralización de las empresas. ENDESA se dividió en seis filiales en Regiones y dos filiales de generación: Pullinque y Pilmaiquén. Posteriormente tres filiales de distribución: Edelnor, Edelaysén y Edelmag.

En 1986 se creó Colbún S.A. y Pehuenche S.A., mientras que de Chilectra se originó Chilgener, empresa de generación y Chilquinta y Chilmetro, empresas de distribución.

5.2 Privatización

El proceso comenzó en 1980 y culminó en 1996. En todas las empresas se trató de implementar distintas formas de “capitalismo popular”, es decir, que trabajadores de la empresa, funcionarios públicos o de las FFAA tuvieran acceso a la compra de acciones, según fuera el caso.

Chilmetro, la parte de Chilectra correspondiente a la Región Metropolitana pasó a llamarse ENERSIS y adquirió el mayor porcentaje de acciones de Chilectra.

Un grupo de altos funcionarios públicos y ejecutivos de Chilectra, que venían ejerciendo dicha función desde inicios del proceso de privatización, y un grupo de trabajadores bien informados, a mediados de los 80, formaron cinco sociedades de

inversión de segundo y tercer piso, a las que se llamó Las Chispas. Este grupo controló ENERSIS a través de la compra de acciones, lo que les permitía el “capitalismo popular”.

El conjunto de acciones se dividió en dos series:

- La Serie A, que representaba el 90,04% del total, con derecho a una mayor participación en los dividendos, pero menor en el control de la administración, y
- La Serie B, que sumaba 250 mil accionistas pertenecientes a los 14 ejecutivos principales del conglomerado, que crearon Las Chispas. Este grupo en 1997 mantenía un fuerte poder controlador por el derecho a mayoría en los directorios de las cinco sociedades. Gracias a una organización en cascada, éstos aseguraban también la mayoría en el directorio de ENERSIS, y a través de ellas en Chilectra y ENDESA y así sucesivamente en resto de las filiales.

José Yuraszeck, funcionario público a fines de los 70, trabajó para ODEPLAN y fue ascendiendo hasta ser ejecutivo.

En julio de 1987 constituyó dos sociedades mellizas: Chispitas 1 y Chispitas 2. La formaron 14 ejecutivos de Chilectra, encabezadas por el Gerente.

Con el control de las Chispitas, los ejecutivos llamaron a los trabajadores a aportar el 20% de la compañía. Se le conoció como Plan Chispazos. Mil quinientos trabajadores llegaron a sentirse capitalistas populares. Los ejecutivos aportaron sólo el 2%, las mismas que fueron la garantía para obtener préstamos privilegiados en el Banco de Estado por un valor diez veces mayor. Las Chispitas, a su vez, pasaron a ser socias de otras dos sociedades de papel: Luz y Fuerza y Los Almendros, las principales de Enersis.

5.2.1 La privatización de ENDESA

Por otra parte, las acciones de ENDESA también se vendieron a personas jurídicas y a trabajadores, a través del “capitalismo popular”, pero éstos rápidamente vendieron sus acciones, disminuyendo casi de inmediato su participación. Los trabajadores tenían en 14,3% de las acciones en 1987 y en 1995 su participación había disminuido a 1,6%.

De esta manera, las acciones de los trabajadores fueron vendidas a sociedades jurídicas como ENERSIS, que en 1989 pasó a controlar el 13% de ENDESA. Esta participación aumentó al 23% en 1995 y a más del 25% en 1996.

ENERSIS, al tener la propiedad de la principal distribuidora de electricidad en Chile, que abastecía al Area Metropolitana de Santiago, se propuso como objetivo estratégico conseguir un alto porcentaje de la propiedad de ENDESA (la generadora propietaria de las centrales hidroeléctricas), con el fin de asegurar la administración y negociar en mejores condiciones el abastecimiento.

Desde ENERSIS, Yuraszeck y el Ministro de la época, José Piñera Echenique, tomaron el control de ENDESA, la segunda empresa pública más grande del país.

EVOLUCION DE LA PROPIEDAD DE ENERSIS

Accionistas	1998	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Inversiones Los Almendros Ltda.	10,4	10,4	14,6	14,6	7,3	6,6	6,6	6,8
Fondos de Pensiones	28	31,2	26,9	27,3	29,8	31,6	31,7	30,8
Inmobiliaria Luz y Fuerza Ltda.	10,4	10,4	14,6	14,6				
SP Chile Energía S.A.	9,8	9,8						
Compañía de Inversiones Luz sa	3,9	1,8	3,2	5,2	3,2	2,9	2,9	3
Fondos extranjeros		1,3	5,2	3,1	1,7			
Inversiones Luz y Fuerza S.A.					7,3	6,6	6,6	6,8
Inversiones Chispa 2 S.A.					7,3	6,6	6,6	6,8
Inversiones Chispa 1 S.A.					7,3	6,6	6,6	6,8
Citibank ADRs					6		5,7	9,8
Otros accionistas	27,2	24,9	20,9	20,6	22,8	32,8	27	29,4

Fuente: Graciela Moguillansky, op cit, CEPAL 1997.

Allí aparecen dos personas de confianza de Yuraszeck que jugaron un rol estratégico: Ernesto Silva y el numerario del Opus Dei: Francisco Javier Silva Johnson. En diciembre de 1989, lograron su objetivo cuando terminaba el Gobierno del General Pinochet: la privatizada CHILMETRO, ya denominada ENERSIS, tomó el control sólo con el 12% de las acciones de ENDESA. Eso fue posible con el apoyo de las AFP.

Los fondos de previsión fueron claves en la toma de control por parte de Yuraszeck y el ex Ministro Piñera. Al momento de la privatización, Endesa tenía el 60% de la generación eléctrica del país y casi la totalidad de las mercedes de agua, cuestión que aparece hoy tan delicada.

Con la privatización de Endesa, la generación de electricidad y la distribución en la Región Metropolitana quedaron en las mismas manos.

Al mismo tiempo, las empresas: Chispa Uno, Chispa Dos, Los Almendros, Luz y Fuerza y Luz SA, compraron las acciones de ENDESA con un crédito otorgado por el Banco del Estado. La garantía del préstamo –anotó en un reportaje sobre el tema el diario La Época 28.08.88- está constituida por el capital inicial de las Sociedades, que representa aproximadamente un 10% del crédito solicitado, y por las mismas acciones que se compraron. Dicho de otra manera, un grupo de ejecutivos nominados por el régimen, utilizaron un crédito del Estado para tomar la dirección de una importante empresa estatal, la que fue entregada por Pinochet. “En rigor, más que de privatización habría que hablar de un regalo a seis años plazo.”

5.2.2 La operación del siglo

En agosto de 1997 ENERSIS se vendió a ENDESA España. Los protagonistas principales y los principales beneficiados fueron siete de los 14 ejecutivos que estaban a la cabeza de la empresa, encabezados por Yuraszeck. La polémica provocada por las ventajosas condiciones que obtendrían los ex funcionarios llevó el caso a los tribunales. Se cree que con la operación, Yuraszeck obtuvo una ganancia de alrededor de 66 millones de dólares.

En 1997, José Yuraszeck, entonces gerente general de ENERSIS, el holding eléctrico más grande de Chile y Latinoamérica, negoció la venta de las sociedades conocidas como Las Chispas (Chispas uno, Chispas dos, Luz y Fuerza, Los Almendros y Luz) cuyo principal activo era la propiedad del 29.04% de las acciones de ENERSIS. La operación contemplaba también un acuerdo estratégico entre ENERSIS y el comprador, cuyo objetivo era la expansión de la compañía en el continente.

Todas las sociedades Chispas tenían la misma estructura corporativa: una serie de acciones clase B que pertenecían a Yuraszeck y otros 6 ejecutivos, que a pesar de representar sólo el 0,06% del capital de esas sociedades tenían el control de la administración pues designaban cinco de los nueve miembros del directorio; y una serie de acciones clase A que representaban el 99,94% del capital, pero que tenía poco que decir en la administración ya que nombraba sólo una minoría de los directores. Quien adquiría el control sobre las Chispas, en la práctica, adquiría gran parte del control en la administración de ENERSIS.

Las críticas al llamado “negocio del siglo” surgieron cuando se informó que los siete accionistas de la serie B de las Chispas obtendrían el 33.3% del precio total (1.5 billones de dólares), es decir, US\$ 500.000.000. a pesar de que sus acciones sólo representaban el 0,06% del capital social.

Por primera vez en la historia de Chile, el sector empresarial se dividió públicamente y comenzaron a surgir voces críticas dentro de los mismos empresarios que fustigaron el acuerdo.

A pesar de que todos reconocían la labor empresarial de los siete ejecutivos dueños de la serie B, el enorme valor agregado que produjeron en ENERSIS y consecuentemente en las Chispas, el precio de sus acciones parecía totalmente desproporcionado respecto de su representación económica (0,06%). Además, se cuestionaron algunas cláusulas del acuerdo estratégico acordado con el comprador para la expansión de la compañía.

El caso de inmediato despertó interés en la opinión pública, en el mundo de los negocios y en el ambiente académico. Desde el punto de vista del Gobierno Corporativo (Corporate Governance) había que preguntarse qué circunstancia habían

permitido la ocurrencia de estos hechos y, lo que resulta más interesante, qué mecanismos corporativos u otros habían modificado el negocio, al menos como éste había sido originalmente diseñado. Varias son las respuestas a esta pregunta. Desde luego la asimetría entre la representación económica de la serie A y B de las acciones Chispas respecto de su poder en la designación de los administradores parece ser el hecho fundamental. Esto produjo que los incentivos entre los administradores de las Chispas (accionistas de la serie B) y los demás accionistas estuvieran alineados durante el crecimiento de la empresa pero divergieran al momento de su venta y que, cuando ésta finalmente se negoció, los llamados “agency cost” (costos que sufren los accionistas o dueños de las compañías por los intereses particulares de la administración) se dispararan.

Otro factor importante fue la diferencia entre la información que manejaban los administradores de las Chispas y los otros accionistas (“information asymmetry”). Durante años Yuraszeck y los otros ejecutivos acumularon un poder incontrarrestable dentro de Enersis y de las Chispas sustentado en el tremendo éxito de la compañía y en la reputación que habían forjado. Esto hizo que actuaran con mayor autonomía y que la existencia de directores independientes y profesionales en el directorio de Enersis no fuese un factor suficiente para contrarrestar el poder de la administración.

La intervención de los accionistas institucionales en Enersis a través de sus directores y de algunos accionistas minoritarios de la Chispas (fondos de inversión) hizo que las condiciones del negocio cambiaran. Yuraszeck y los otros seis ejecutivos se vieron forzados a abandonar sus puestos y sólo recibieron un poco más del 50% de la suma que originalmente esperaban por sus acciones de la Serie B. Además algunas de las cláusulas cuestionadas del acuerdo estratégico fueron renegociadas.

5.2.3 Las multas

Finalmente, en el año 2005, esta operación ha sido sancionada por la Superintendencia de Valores y Seguros y, el jueves 7 de julio, luego de una serie de acciones judiciales, la Corte Suprema determinó que los seis ex ejecutivos de Enersis

(José Yuraszcek, Marcos Zylberberg, Arsenio Molina, Marcelo Brito, Eduardo Gardella y Luis Fernando Mackenna), por su participación en el famoso "caso Chispas", deberán pagar 65 millones de dólares.

Sumando los intereses, la multa llega a 163,9 millones de dólares. Sin embargo, sólo cancelaron cerca de 55 millones de dólares, equivalentes a unos 32.000 millones de pesos.

Ello porque los empresarios esperan apelar para que queden sin efecto o sean rebajados los reajustes e intereses aplicado a la multa cursada por en 1997 por la SVS por transgredir la ley de sociedades anónimas en el llamado "negocio del siglo".

Los cargos formulados por la SVS a los gestores claves (Yuraszcek, Zylberberg, Mackenna, Brito, Molina y Gardella), según se establece en las resoluciones sancionatorias que en su oportunidad emitió la SVS, consisten en haber resuelto indebidamente los conflictos de interés que enfrentaron desde sus respectivos cargos al promover, negociar y cerrar, a través de la suscripción de un conjunto de contratos (Alianza Estratégica, Compraventa del 49% de Acciones Serie B de las Chispas, Contrato de Gestión y Contratos Instrumentales Conexos) la operación comercial destinada a materializar el ingreso de la sociedad española ENDESA S.A. (Endesa España) como nuevo accionista controlador de ENERSIS, pero permaneciendo los "Gestores Clave" encabezados por el Señor Yuraszcek al frente de la administración del grupo ENERSIS, pero ahora administrándola y ejerciendo su control en función y defensa de los intereses del nuevo accionista controlador, Endesa España.

Se sancionó a los reclamantes por considerar que incurrieron en las siguientes conductas:

- "Múltiples y evidentes conflictos de interés envueltos en la compleja negociación llevada a efecto con EE (Endesa España) no informó oportunamente a los órganos sociales respectivos el interés que tenía, ni se inhibió o excusó en aquellos actos que favorecían sus intereses, así como tampoco se abstuvo en las ocasiones que correspondía o solicitó, en su caso, autorización para celebrar aquellos actos".

- “Confundió sus intereses particulares con los de las sociedades en las que se desempeñaba como director o presidente, en violación a su deber de observar las normas de proteger los intereses de tales sociedades”.
- “No empleó en el ejercicio de sus correspondientes funciones, a lo menos, el cuidado y la diligencia que los hombres emplean ordinariamente en sus propios negocios”;

10°) Que en el recurso se señala que además, en la sentencia recurrida, se le formularon otros cargos, a saber: “se hace mención, entre otros, a proponer modificaciones de estatutos y acordar emisiones de valores mobiliarios, presentar cuentas irregulares, informaciones falsas, en general, practicar actos ilegales o contrarios a los estatutos”; “En el Considerando 41°, se expresa que durante el procedimiento administrativo Luis Fernando Mackenna “habría confesado” haber antepuesto su interés de accionista de la serie B al de Director de las compañías Chispas”; “En el Considerado 47° Lo que se reprochó de indebido a los reclamantes fue haber encubierto, bajo la forma de pago del precio de las acciones serie B de las Chispas, la retribución por los compromisos asumidos con EE. Eso era lo censurable y reprochable y no las preferencias de las acciones serie B”; y “En el considerando 48° se refiere a: i) comprometer el ejercicio de nuestros cargos directivos al servicio y en interés de sólo uno de los accionistas, como contraprestación al pago de parte del precio; ii) comprometer el ejercicio de nuestros cargos directivos al obligarnos anticipadamente a obrar de un modo previamente acordado con EE en retribución al pago del precio de las acciones”

11°) Que, en el presente caso, los recurrentes reclamaron de conformidad con lo previsto en el artículo 30 del Decreto Ley N°3.538 de 23 de diciembre de 1980, esto es, en juicio sumario, y en la sección principal de los respectivos libelos, de la aplicación de las multas y, en subsidio, ambos objetaron el monto de las mismas y solicitaron su rebaja.

Corte de Apelaciones confía plenamente en las resoluciones de la SVS en caso Chispas.

La Segunda Sala de la Corte de Apelaciones determinó que el empresario José Yuraszeck y cinco de sus socios deberán pagar al Estado chileno las multas aplicadas por la SVS por contravenir las normas de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA) en el marco del denominado caso Chispas.

Con este fallo, el Tribunal integrado por los ministros Cornelio Villarroel, Sonia Araneda y el abogado Francisco Tapia revoca la decisión que había tomado el Quinto Juzgado Civil al anular las multas interpuesta por la SVS en 1997 y confirma la correcta aplicación de la LSA por parte de esta entidad fiscalizadora. Este organismo fiscalizador sigue trabajando en perfeccionar las normas sobre Gobiernos Corporativos precisamente para prevenir este tipo de acciones.

5.2.4 Las acusaciones

Los cargos formulados por la Superintendencia de Valores y Seguros a los gestores claves (Yuraszeck, Zylberberg, Mackenna, Brito, Molina y Gardella) , según se establece en las resoluciones sancionatorias que en su oportunidad emitió la SVS, consisten en haber resuelto indebidamente los conflictos de interés que enfrentaron desde sus respectivos cargos al promover, negociar y cerrar, a través de la suscripción de un conjunto de contratos (Alianza Estratégica, Compraventa del 51% de Acciones Serie B de las sociedades Chispas; Promesa de Compraventa del 49% de Acciones Serie B de Las Chispas, Contrato de Gestión y contratos instrumentales conexos), la operación comercial destinada a materializar el ingreso de la sociedad española Endesa S. A. (Endesa España) como nuevo accionista controlador de Enersis, pero permaneciendo los "Gestores Clave" encabezados por el señor Yuraszeck al frente de la administración del grupo Enersis, pero ahora administrándola y ejerciendo su control en función y defensa de los intereses del nuevo accionista controlador, Endesa España. En síntesis, la SVS actuó con la certeza que los reclamantes, en tanto gestores clave en la negociación y suscripción de los contratos, actuaron

indebidamente, anteponiendo y privilegiando su interés personal y el de Endesa España, al interés del conglomerado de empresas que conforman el grupo Enersis y de sus accionistas, por el cual debían y estaban obligados legalmente a velar y defender en función de los cargos directivos y/o ejecutivos que respectivamente ocupaban. Lo mismo ocurre respecto de las sociedades Chispas, en las cuales todos los reclamantes detentaban cargos directivos.

Los compromisos recíprocos de que dan cuenta los hechos antes descritos, prueban y evidencian claramente los conflictos de interés con que actuaron los gestores clave y que malamente resolvieron en su beneficio personal y en el de Endesa España. No en vano las propias personas que actuaron como negociadores y/o partícipes por Endesa España en los contratos de esta operación, han declarado expresamente y por separado, que a los gestores clave se le había encomendado ni más ni menos que la gestión de los intereses que Endesa España iba a tener en relación con el grupo Enersis, debiendo estos gestores cuidar de ellos actuando a nombre y por cuenta de Endesa España.

El Superintendente de Valores y Seguros, Alejandro Ferreiro, realizó un análisis pormenorizado del fallo dado a conocer por la Corte de Apelaciones de Santiago en el llamado “Caso Chispas”. Subrayó que la conducta sancionada por la SVS “no fue una cuestión menor, ya que la confianza es la base del correcto funcionamiento del mercado de capitales. La confianza, entre otras, que tiene un accionista que el directorio se desempeñará siempre con lealtad y diligencia, privilegiando por sobre todo y permanentemente el deber de la sociedad por sobre el suyo propio. Si esto no se cumple, la base de la confianza y del buen funcionamiento del mercado de capitales se derrumba”. Indicó que la ley exige imperativamente a los directores privilegiar el interés social por sobre el propio, a través de normas expresas vigentes desde antes del año 1997, cuando se produjo la compra de las acciones Chispas. Y revisó uno a uno los aspectos de la Ley de Sociedades Anónimas involucrados en la sentencia.

El mercado debe basarse en principios como la fe pública, la transparencia y la confianza y cuando esos principios se rompen, el perjuicio va mucho más allá de las

partes afectadas por la transacción irregular. Afecta a todos. Al trabajador que tiene una cuenta en la AFP, al que tiene una renta vitalicia, al que deja de invertir o de ahorrar, al que desconfía y disminuye el flujo de crecimiento. De allí la importancia de actuar prontamente y sancionar las conductas que vulneran estos principios fundamentales”, concluyó, recordando que la SVS está promoviendo una norma que otorgue directamente a la Corte de Apelaciones la tuición sobre este tipo de reclamos y por esa vía disminuya los tiempos en la tramitación legal de las sanciones.

Santiago, 14 de julio de 2004.

6. LEY DE OPAS Y GOBIERNOS CORPORATIVOS (Ley 18.046)

- En la Ley chilena el principio general de la sociedad anónima es que el capital social estará dividido en acciones de igual valor. Si hay series, las acciones de la misma serie deberán tener igual valor (artículo 11).
- Cada accionista dispondrá de un voto por acción que posee (artículo 21). Se pueden contemplar series con derecho a voto limitado.
- No podrán establecerse series con voto múltiple. (artículo 21)
- Se prohíben acciones de industria y de organización (artículo 13).
- Los dividendos o repartos de utilidad se pagan a prorrata de las acciones.
- Los aumentos de capital otorgan derecho preferente de suscripción a prorrata de la acciones que se posean.
- También cuando una sociedad quiebra o tiene pérdidas, la pérdida o el menor valor del capital se reparte por igual a los accionistas.
- Los accionistas corren los mismos riesgos y reciben los mismos beneficios, sean mayoritarios o no.

Todos estos hechos, esenciales a una sociedad anónima, se basan en el principio de que cada acción es igual a la otra (con la excepción de detalles particulares en el caso de las series).

- No existe ninguna norma que obligue al accionista mayoritario a indemnizar al minoritario en caso de quiebra o de menor valor de la compañía (por causas que no sean dolosas). Si existieran estas obligaciones el precio por control se justificaría, pero probablemente no existirían sociedades anónimas.

En consecuencia, el eventual mayor valor del mayoritario “sólo se da” porque puede bloquear el negocio, no porque está en la naturaleza de la sociedad anónima. Por otra parte existe lo que se llama “ganancia de capital” por desarrollar exitosamente una actividad.

En el caso de la sociedad anónima esto es posible por la concurrencia de muchos inversionistas que toman un determinado riesgo, reinvierten utilidades, concurren a aumentos de capital, etc. Esta ganancia de capital normalmente se realiza cuando se vende el negocio y está dada no sólo por los flujos presentes si no también por la valorización de una suma de intangibles como marcas y participación de mercado, tecnología, reservas de minerales, etc.

Al existir discriminaciones de precio o de oportunidad en la venta, el accionista minoritario puede ser privado de una ganancia legítima. Se insiste en estas normas porque sin ellas no habría sociedades anónimas y, también, porque la discusión que se ha dado en la prensa ha pretendido asignar una especie de derecho de propiedad, inexistente a un grupo determinado de accionistas. Debe tenerse presente que en nuestra legislación “la ley” cubre muchos de los aspectos que en el sistema sajón formarían parte de un contrato, de manera que el reglamento de la sociedad más la ley general, constituyen un contrato en el que los accionistas participan por adhesión. Es de la esencia de ese contrato que “mi acción” es igual a la de “mi vecino”.

Es cierto que, como en todos los casos complejos, hay situaciones que parecen escapar a la regla general o en las que la regla general no resulta perfecta. Pero hay que tener cuidado de no olvidarse de que la sociedad anónima es una forma particular de organización económica con ventajas y desventajas, pero también con características esenciales. Si estas se pierden, la validez de “las acciones” como instrumento de inversión se desvirtúa. Caricaturizando las cosas, se podría decir que en Chile se está confundiendo las características de la sociedad anónima y creando un monstruo en la que el inversionista mayoritario tiene todas las ventajas de la sociedad limitada y el minoritario todas las desventajas de la sociedad anónima.

6.1 El Caso Chileno

Dijimos que en Chile hay pocas sociedades anónimas verdaderamente anónimas, esto es, no controladas. Casi todas por su historia y tamaño tienden a tener un grupo controlador. Dependiendo de la diversificación de la propiedad, “el control de la administración” se puede obtener con 20%-25% del capital si el capital es muy disperso y hasta con 51% si el capital no está disperso en muchos accionistas. Una objeción a la existencia de OPA obligatoria es que dificultaría el desarrollo del mercado de capitales.

El fenómeno de las tomas de control como “algo normal”, es relativamente nuevo en Chile. Sólo ha sido significativo en los últimos tres o cuatro años. Como en varias sociedades se ha producido tomas de control que no han beneficiado y en algunos casos ha perjudicado seriamente a los minoritarios, lo que se observa hoy día es una pérdida de interés por invertir en las empresas medianas. Esto ha generado una creciente iliquidez, lo que acentúa el fenómeno. Una razón es que hoy se percibe como mucho más riesgoso invertir en sociedades controladas o semicontroladas. El accionista teme que por cambios de control, su acción se pueda tornar todavía más ilíquida. Esto ha generado una creciente desvalorización de estos activos. Por otra parte el accionista percibe como poco equitativo el que no tenga acceso a precios que reflejan la legítima ganancia de capital a la que tiene derecho. Se comenta también que será mucho más difícil abrir empresas. Lo efectivo en este punto es que si alguien abre su empresa, generalmente está colocando las acciones a un valor superior al valor de libros obteniendo un premio por su inversión y si lo hace, lo hace en consideración de que una empresa más capitalizada será menos riesgosa (porque pagará deuda) o podrá crecer más rápido (porque tendrá más capital para comprar equipos y acceder a oportunidades de negocio fuera de Chile, etc.) Es decir, el aumento de capital vía acciones nuevas, valoriza la empresa y con ello, valoriza el patrimonio del accionista mayoritario. Por lo tanto, se entiende que el accionista mayoritario al abrir su empresa ha recibido un beneficio mayor que si mantuviera el control total. Cobrar un premio de control adicional, sobre todo si esto puede desvalorizar al inversionista que lo ayudó a elevar el valor de la empresa parece algo exagerado. Por otra parte se debe reconocer que al comprar en un solo paquete un

porcentaje significativo de la propiedad, el comprador reduce su costo de adquisición, puede materializar más rápido su operación y corre menos riesgos, lo que podría justificar un pequeño sobre precio. Se ha planteado también que existiría una limitación al derecho de propiedad o que al menos el tratamiento del tema OPA obligatoria debería tener quórum calificado.

En general, mientras mayor sea el valor de una empresa o su patrimonio bursátil, mayor es la cantidad de accionistas y menor el porcentaje de acciones que otorga control. En este caso el umbral de 20% para gatillar una OPA es razonable. El grupo mayoritario podría vender en una primera etapa 20% y en una segunda etapa entraría a vender a prorrata con los demás accionistas. Si tuviera el 30% de acciones de la sociedad, y el adquirente desea alcanzar el 40% de control, estaría vendiendo primero un 20% y luego 20% del 10% restante, o sea 22%, el restante 8% debería venderlo en bolsa. En la práctica estaría vendiendo en OPA 73% de su activo, en tanto que el minoritario estaría vendiendo sólo 20% de su activo. Se pueden hacer muchos juegos de cifras, pero en lo substancial la Ley de OPA no está castigando al mayoritario. Pero si nos movemos de las grandes empresas, que son al rededor de 100 en bolsa, nos encontramos con una realidad diferente y es que el control de hecho requiere a lo menos el 30%. En general estas empresas tienen menos accionistas y la propiedad está más concentrada.

En el tema de la OPA diversos abogados han sugerido que una manera de evadir las normas del proyecto sería trasladar al extranjero paquetes de control con lo cual se burlarían del propósito de la Ley. Este es un tema que debe ser analizado, ya que es relativamente fácil constituir sociedades en el extranjero. Otra alternativa sería transformar todas las acciones en ADRs, ya que se puede hacer una OPA en USA sin hacerla en Chile.

6.2 Normas generales sobre OPAS sean obligatorias o voluntarias.

Se crea un título XXIV en la Ley 18.045 que define la oferta pública de adquisición de acciones, establece obligatoriedad de la oferta pública para adquirir más

del 20% de la sociedad, se establecen normas de información (prospecto), garantías, etc.

En general, estas normas son similares a las que rigen en otros mercados y corresponden a prácticas razonables en este tipo de operaciones. Hay algunos temas especiales que requerirán más análisis:

1) Es posible hacer OPAS competitivas como las ocurridas en el caso de Endesa, pero son precisamente las complicaciones que se generaron con esa OPA las que hacen pensar que el mecanismo debiera estar mejor definido para hacer las ofertas perfectamente comparables.

2) Previo a la oferta pública para la toma de control deberá informarse al público, las bolsas y la Superintendencia con a lo menos cinco días hábiles de anticipación. Este plazo parece muy corto. La idea es que el proceso sea lo más transparente e informado posible. En la práctica, deberán participar muchas personas para implementar el evento. Esto dará posibilidades de que en el proceso se filtre la información. Por otra parte existen ADRs, lo que requiere un tiempo importante para comunicarse con estos inversionistas.

3) Se establecen limitaciones al Directorio para impedir "Poisson Pills", tales como proponer a una Junta de Accionistas: fusiones, división de capital, disolución, variaciones de capital, cambio de preferencias, enajenar bienes que representan más de 5% del activo, incrementar el endeudamiento en más de 10%. Estas normas también son razonables y se encuentran en otras legislaciones. Sin embargo, debe analizarse el caso de que se utilice la OPA para impedir o entorpecer alguna venta de activos o eventuales fusiones, que por sí mismas pueden ser perfectamente legítimas.

4) El Directorio, dentro de tres días hábiles deberá preparar un informe escrito en el cual emitirá opinión fundada acerca de la conveniencia o inconveniencia de la oferta para los accionistas. Cada Director deberá revelar cualquier información útil o relevante que posea, así como indicar si tiene algún interés directo o indirecto en la operación. Este informe deberá ser entregado dentro de 3 días desde la publicación de la oferta.

Este plazo es muy corto. Lo más relevante será una opinión sobre el precio ofrecido por acción. Es difícil lograr acuerdos de esta naturaleza. Se podría establecer que con un plazo no mayor a diez días el Directorio obtenga de un tercero calificado una valoración de la empresa. Este método es más neutral y los directores pueden dar su opinión, basados en una opinión “no interesada” en el tema.

5) Si como consecuencia de una OPA la sociedad no sigue calificando como sociedad anónima abierta, los accionistas podrán ejercer derecho a retiro (art. 197). Por otra parte en el artículo 185 se establece que si la adquisición de acciones permite alcanzar o superar el 80% de las acciones, la oferta deberá extenderse a todos los accionistas. Ambos artículos parecen ser contradictorios. Un criterio posible es establecer que alcanzado el 80% de control, los accionistas podrán optar por el derecho a retiro al valor de la OPA o el valor de retiro que establece la ley en este caso, según cuál de los dos le resulte más conveniente.

- El proyecto no contempla un mecanismo de cierre automático de las sociedades. Por ejemplo, si se pasa del umbral de 80% a otro superior, el controlador debería poder cerrar la compañía (esto ocurre en varios mercados), es decir, los accionistas minoritarios estarían obligados a vender. El pago debería ser a lo menos el de derecho a retiro u otro que sea equitativo.
- La modificación al artículo 20 de la Ley 18.046, que establece “los estatutos de las sociedades anónimas que hagan oferta pública de sus acciones, no podrán contener preferencias o privilegios que otorguen a una serie de acciones, una preeminencia en el control de la sociedad”.

Esta norma es importante, ya que es consistente con la norma que prohíbe las acciones con voto múltiple. A través de privilegios concedidos a una serie se puede establecer una forma equivalente al voto múltiple.

Un tema no planteado en esta ley y que puede ser relevante se refiere a las sociedades holdings, esto es, aquellas que invierten preferentemente en determinadas

acciones para mantener el control de una empresa. En el caso de una OPA por el activo subyacente de un holding, debería darse a los accionistas de ese holding un derecho a retiro en especies, esto es, en acciones del activo subyacente. Para esto se requerirán normas más explícitas en la Ley de Sociedades Anónimas y un tratamiento tributario que sea expedito. En la mayoría de los casos no hay problema tributario real (esto es, evasión o elusión de impuestos), ya que si los accionistas del holding venden o mantienen el activo subyacente, los efectos tributarios se generan cuando las utilidades efectivamente se realizan; sin embargo, la claridad que tienen las normas del SII cuando se trata de un caso de reorganización industrial no se aplican de igual manera cuando los beneficiarios son accionistas minoritarios, sean estas personas naturales o jurídicas.

6.3 Reforma a la ley de Sociedades Anónimas (18.046)

a) Modificación al artículo 44 que se refiere a actos o contratos realizados entre la sociedad y un director o parte relacionada, que como se sabe, están estrictamente reglamentadas. Se agrega un inciso (d) según el cual “en caso de demandarse perjuicios, corresponderá a la parte demandada probar que el acto o contrato se ajustó a condiciones de mercado”. Esta norma es contraria a todo el ordenamiento jurídico que establece que el que demanda debe establecer los cargos y las pruebas correspondientes.

b) Se establece un artículo 133 bis. Si resultare dañado el patrimonio de la sociedad como consecuencia de una infracción a esta ley, su reglamento, los estatutos sociales o las normas que imparta la Superintendencia, cualquier accionista o cualquiera de los directores de la sociedad podrán demandar la indemnización de perjuicios a quien correspondiere, en nombre y beneficio de la sociedad. Las costas serán pagadas a la parte demandante y no podrán de forma alguna, beneficiar a la sociedad. Las acciones contempladas en este artículo, son compatibles con las demás acciones establecidas en la presente ley”. Este artículo daría origen en Chile a lo que se llama “class action” en la legislación americana.

Este tipo de acción ha sido considerada negativa en muchos países y da origen a un negocio legal de demandar y luego transar. No tiene sentido que un accionista, con una acción, pueda iniciar este tipo de acción legal que podría resultar muy dañina para el resto de los accionistas. Debería suprimirse o al menos establecer el requisito de un porcentaje de accionistas que sea relevante (5%). *PR*

6.4 Gobiernos Corporativos

Los objetivos de un Gobierno Corporativo, se pueden dividir en: Maximizar el valor de las Compañías a través de un mecanismo de incentivos eficiente para la administración y, evitar que los insiders puedan extraer valor de la Compañía a través de los outsiders, a través de la definición de responsabilidades y mecanismos de protección para estos últimos.

Responsabilidad de los ejecutivos principales y los administradores

- Se define ejecutivos principales como cualquier persona que tenga la facultad de representar a la sociedad en materias propias del giro o de tomar decisiones de relevancia en el mismo, independientemente de cualquier denominación que se les otorgue.
- Deben informar a la Superintendencia acerca del número de acciones que posean en la sociedad.
- La Superintendencia llevará registros de ambos.

Responsabilidad del directorio

- Los directores de la sociedad que se hace una OPA, y las sociedades controladas por ésta deberán realizar un informe de la conveniencia de la oferta para tomar control.
- Todos los directores deben hacer una declaración jurada si participa o está relacionado de cualquier forma con la toma de control.

Información privilegiada

- Castiga su uso para un beneficio pecuniario.
- Se puede entregar a las personas a cargo de realizar la OPA

Series de acciones con diferentes derechos políticos

- Sociedades que actualmente tienen distintos tipos de series de acciones respecto al control, pueden conservarlo.
- Se podrán formar sociedades con distintos tipos de series de acciones con preferencias en el control sólo por un plazo máximo de 5 años, pudiendo prorrogarse por acuerdo de la junta extraordinaria de accionistas.

Decisiones del Directorio

- Para contratos que signifiquen más del 1% del patrimonio social de la sociedad se debe recurrir a informes externos en caso de condiciones que no se ajusten al mercado.
- Altas multas en caso de infringir la Ley.
- Quórum calificado para la venta del 50% o más de los activos y adquisición de acciones de propia emisión.
- Derecho a cualquier accionista que represente al menos 5% de las acciones emitidas de la Sociedad, demandar la indemnización de perjuicios.

Designación de un comité de Directores

- Compuesto por tres personas, al menos dos independientes del controlador, esto es al sustraer los votos del controlador, también hubiera sido electo.
- Examinan informes de auditores para informar a accionistas, proponen auditores al directorio.

- Examinan transacciones con empresas relacionadas con los controladores y hacer informe.
- Examina sueldos de directores, ejecutivos principales y gerentes.

Transacciones con personas relacionadas

- En caso que no se pueda determinar si la transacción se ajusta a condiciones de mercado, el directorio con la abstención del director o directores de interés, podrán aprobar o rechazar la operación.

6.5 El impacto de la nueva Ley de Opas

Hace ya tiempo que la bolsa se ha transformado en un mercado incapaz de levantar fondos para las empresas o para los proyectos de inversión, siendo los problemas de iliquidez o bajo volumen de transacciones y de escasez de inversionistas su mayor dificultad.

La publicación de la nueva Ley de OPAS, después de tres años de análisis legislativo obedece a la política de gobierno de buscar nuevas formulas para impulsar el poco atractivo mercado de capitales. La modificación de diecisiete leyes del mercado de valores tendientes a regular las tomas de control de las sociedades y a equiparar la situación de indefensión de los accionistas minoritarios frente a los mayoritarios, ha sido foco de amplios debates que reflejan posiciones encontradas a la hora de tratar de medir su futuro impacto, especialmente en el área bursátil. Respecto a esta última, la nueva legislación implica el cambio más profundo realizado en los últimos años, adquiriendo gran relevancia en la actual coyuntura de cambios de propiedad.

El principal objetivo de la nueva ley ha sido el de proteger a los accionistas minoritarios y por esa vía fomentar el desarrollo del mercado de valores. De esta manera se espera incentivar la masificación de las transacciones bursátiles realizadas por los pequeños accionistas, mejorando las condiciones de financiamiento del

mercado. A partir de esta situación se pretende crear nuevas fuentes de acceso a fondos para las grandes, medianas y pequeñas empresas.

Dentro de los principales beneficios que la ley establece para los minoritarios se encuentra el derecho a recibir un premio por control, que hasta antes de entrar en vigencia la nueva ley lo recibían los inversionistas que poseían grandes paquetes accionarios, quienes vendían su participación en las empresas sin previa consulta ni notificación a los minoritarios. Hoy en cambio, si una sociedad intenta tomar el control de una empresa, tiene la obligación de informar al mercado con una anticipación de a lo menos diez días, previo al inicio de las negociaciones.

Se crean los Stocks Options u opciones preferenciales, mediante las cuales los trabajadores puedan acceder a acciones de la compañía en la que se desempeñan. Con esta fórmula se establece la posibilidad, de que los empleados de una sociedad anónima abierta adquieran acciones de la misma empresa. Hasta antes de que se publicara la ley respectiva, existía total ausencia de regulaciones sobre esta materia, debiendo aplicarse las normas generales, laborales y comerciales, existentes. Con la nueva ley, el plan de compensación laboral, se puede implementar mediante un aumento de capital o a través de la adquisición de acciones de propia emisión.

A través de la incorporación de elementos modernizadores, se Pretende generar un marco de mayor confianza para atraer inversionistas nacionales y extranjeros. Para los primeros, se han creado los mecanismos para que puedan participar en la toma de control y distribución del premio, mientras que para los segundos, se eliminó el requisito de año de permanencia y se puso fin al impuesto de ganancia de capital (impuesto a las transacciones) para los no residentes.

Se establece el marco regulatorio que establece cuándo y cómo efectuar una OPA. En lo referente a este tema el “Artículo 199” fija las condiciones de una transacción que obligan a realizar una Oferta Pública de Acciones a las sociedades anónimas abiertas, fondos mutuos, fondos de inversiones y entidades regidas por la Ley de Mercado de Valores.

Queda determinado que cuando el premio por el control de una compañía excede en un 10% su valor de mercado, será obligatorio lanzar una OPA por el 100% de las acciones. Se entiende por precio de mercado al precio promedio de la acción tomando en consideración 90 días bursátiles antes de la fecha de la OPA y sin considerar en estos los últimos treinta.

Cualquier compañía que quiera tomar el control de otra estará obligada a lanzar una OPA. Además, si llega a superar los dos tercios o más de las acciones con derecho a voto, tendrá que realizar una segunda oferta por el 100% de la propiedad, garantizando a los accionistas minoritarios un precio que equivale al promedio de los últimos 60 días. Si bien ésta medida es positiva, tiende a un nivel de concentración accionaria que puede complicar el desenvolvimiento del mercado de capitales. Por otra parte, los pequeños propietarios tienen derecho a retirarse de una OPA que hayan aceptado con anterioridad. También tienen el derecho de exigir a su favor, el mayor precio pagado por el oferente de la OPA en cualquier compra de títulos que éste haya realizado entre los 90 días previos o los 120 posteriores a la operación.

Se establecen las obligaciones de las que se eximirán las Ofertas Públicas de Acciones, hasta el 5% realizadas a prorrata (en otras palabras, se les compra el mismo porcentaje de acciones a todos los accionistas que quieran vender) y a través del sistema bursátil.

Como no se pueden cambiar las reglas del juego de un día para otro a los actuales controladores de las empresas, se decidió otorgar un período de transición mediante la estipulación de algunos artículos transitorios que señalan que durante los tres años siguientes a la promulgación de la ley (20 de diciembre de 2000), los actuales controladores podrán vender su control sin necesidad de acudir a un proceso de OPA. Para que esto sea posible se deberá convocar a una junta de accionistas, la cual deberá aprobar por mayoría absoluta esta proposición.

Se introducen mejoras a las normas referidas a la información que deben entregar ejecutivos y accionistas controladores, sobre compras o ventas de las

acciones de las compañías donde estén involucrados. De esta manera se regula la información mínima que deben contener los avisos que se emiten cuando se realiza una toma de control de una sociedad. Estos deberán informar sobre los objetivos de la toma de control y los planes de negocio, las formas de los planes de control, montos y condiciones de la operación.

Se faculta a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras para imponer requisitos adicionales cuando una entidad sobrepasa un nivel de participación considerado riesgoso para el sistema.

Se desarrolla el mercado de capitales de riesgo con mayores alternativas para los fondos de inversión.

Quedó estipulado que las sociedades deberían informar a la Superintendencia de Valores y Seguros respecto de los pactos de accionistas celebrados antes del 20 de diciembre de 2000 y dar a conocer las cartas o presentaciones con las que se hubieran acompañado los pactos para la inscripción en el Registro de Acciones. Estas sociedades deberán informar si dichos pactos contienen acuerdos sobre derechos preferenciales de compra y venta de acciones o de una nueva suscripción de acciones de la sociedad, facultándose a la Superintendencia de Valores y Seguros a establecer categorías de sociedades anónimas que estén sujetas a distintas exigencias de información.

Se estipula el establecimiento de los comités de auditoría, para las sociedades anónimas abiertas cuyo patrimonio bursátil es superior a los US\$ 4,2 millones, lo que permite a los accionistas minoritarios revisar los estados financieros de las compañías, además, de tener un conocimiento de las remuneraciones de los gerentes y ejecutivos de éstas.

Se incorpora un conjunto de instrumentos que permitirán transparentar el comportamiento de las empresas que son públicas, pues el marco conceptual tras la ley de OPAS pretende resolver eventuales conflictos de interés entre accionistas minoritarios y controladores. Esta iniciativa separa a los accionistas controladores (insiders), que tienen incidencia en la gestión y los que aportan financiamiento vía capital o deuda (outsiders). En el caso de las firmas públicas, los insiders son los

directores o ejecutivos, y el que aporta el financiamiento es el Estado, el que muchas veces actúa como outsiders, sin incidencia en la gestión. Aquí el conflicto de intereses surge cuando se produce un desalineamiento entre los ejecutivos y los dueños. En la medida que están fiscalizadas por la SVS, las empresas públicas quedan sometidas a las exigencias de presentación periódica de estados financieros trimestrales y balances anuales auditados. En este sentido en la ley de OPAS se introduce el concepto de los comités de auditoría, integrados por dos directores independientes, a los que les compete examinar las remuneraciones y planes de beneficios a gerentes y directivos principales, y revisar transacciones con partes relacionadas. Adicionalmente, a los directores se les aplican las normas sobre derechos, deberes y obligaciones que rigen en la S.A. La ventaja de contar con comités de auditoría, con directores independientes, es que ellos son una instancia eficiente para plantear temas importantes, como remuneraciones a ejecutivos y transacciones con partes relacionadas, con mayor distancia de la administración. Así la posibilidad de fijarse beneficios no desaparece pero se hace más difícil.

En la ley de OPAS se define al director independiente, como aquella persona que no es elegida por el grupo controlador, pues supone que hay varios accionistas. En el caso de las empresas públicas, no existe esta situación por lo que habrá que introducir una definición para el caso.

6.5.1 Ventajas y Desventajas de la Reforma

Existen encontradas posiciones a la hora de medir el impacto de la ley de OPAS, mientras algunos piensan que las regulaciones que se incorporan terminarán por destruir la alicaída bolsa, otros son más optimistas. Dentro de los aportes considerados como más positivos se menciona el hecho que la ley señale que toda oferta abierta al mercado por un porcentaje de acciones y por un plazo determinado debe regirse por ciertas reglas. De esta manera se excluyen todos los sistemas que favorecerían únicamente a los accionistas que podían vender rápidamente sus acciones. Desde esta perspectiva es positivo que se haya tratado de ordenar el sistema a través

del cual se adquieren porcentajes de compañías, independiente que sean de control o no, mediante ofertas al público.

También es un aporte la excepción que el gobierno introdujo, en la cual se estableció que aquellas ofertas que sean por lo menos de un 5%, pueden eximirse de todos los trámites de una OPA, debido a las molestias que esto ocasiona en cuanto a costos, tiempo y burocracia, bastando que se efectúe a través de la bolsa y la prorrata.

La imposición que establece la ley de lanzar una OPA, cuando un controlador sobrepasa los dos tercios de las acciones de una compañía, y por tanto tiene el manejo completo de la junta de accionistas como también las decisiones más importantes de las asambleas extraordinarias, en temas relativos a fusiones, disoluciones, creación de series de acciones, es positiva pero incompleta. En este sentido la ley impone la obligación a quien pasa a tener control total de una compañía, adquirida mediante los dos tercios, de hacer una oferta con posterioridad hasta por el 100% de las acciones de la compañía y le fija un piso, que es el valor al derecho a retiro. La ley también dice que si el adquiriente no sobrepasa o no efectúa esa oferta hasta por el 100%, se activa automáticamente un derecho a retiro, del que se desprende, que es financiado por la propia compañía y el 66% de estos recursos lo pondrá el propio controlador. Lo negativo es que esto puede llevar a un nivel de concentración accionaria que puede ser complejo para efectos del mercado de capitales.

Como se concluye de los párrafos anteriores, para muchos todas las medidas incluidas en la ley de OPAS, permitirán tener un mercado de valores más profundo, transparente y, por tanto, más atractivo para la gente. Sin embargo, otro sector importante, cree que las exigencias que impone la nueva normativa incentivarían a los accionistas controladores a cerrar las compañías y, de ese modo, evitar eventuales choques con los minoritarios, situación que en el corto plazo terminará de reducir a un nivel mínimo la actividad de la Bolsa de Comercio, así las principales compañías del país terminarán concentrándose aún más en unas pocas manos, dificultando la posibilidad de que los pequeños inversionistas coloquen sus recursos en el mercado local. Según esta posición, lo único que queda por hacer es atenuar lo más posible los

efectos de la nueva normativa a través de reformas que no atenten, como lo hace la ley de OPAS, contra quienes quieran tomar o mantener el control de una empresa.

6.5.2 El Impacto de la Ley

a) Sistema de AFPs

La ley de OPAS flexibilizó ciertas normas que van en beneficio de los inversionistas institucionales, especialmente de las AFPs que forman el grupo minoritario más grande del país. Los cambios que se introducen son:

1.- Se permite a los Fondos de Pensiones participar en las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones.

2.- Se perfecciona el mecanismo de votación de las AFP en las elecciones de directores. Específicamente, se incorpora la prohibición de que las AFP voten por personas que posean, directa o indirectamente, un 10% o más de las acciones de las administradoras y sus relacionados. Adicionalmente, se establece la prohibición de votar tanto para los directores y ejecutivos de la administradora, como por los grupos empresariales al que esta pertenezca.

3.- Se efectúa una redefinición de los límites aplicables a los Fondos de Pensiones cuando invierten en cuotas de fondos de inversión.

4.- Se incorporan como títulos de libre disponibilidad, aquellos que no requieren la aprobación de la Comisión Clasificadora de Riesgo para ser adquiridos por los fondos de pensiones, las cuotas de fondos de inversión extranjeros que se transen en la Bolsa Internacional de Valores y las cuotas de fondos mutuos extranjeros que se encuentren inscritas en el Registro de Valores extranjeros que lleva la Superintendencia de Valores y Seguros.

5.- Se incorporan las cuotas de fondos mutuos nacionales como instrumentos elegibles para los fondos de pensiones. En ellos podrán invertir hasta el 5% del valor de los

fondos de pensiones y, un límite por emisor, que corresponde al menor entre un 1% del valor del fondo de pensiones y a un 35% de las cuotas emitidas por el fondo mutuo.

6.- Se modifica el procedimiento de aprobación de títulos extranjeros de deuda que puedan ser adquiridos por los fondos de pensiones.

b) Operaciones Actuales

Claramente existe una tendencia contractiva en las transacciones realizadas en la bolsa, debido a un conjunto de problemas estructurales que han desembocado en la des-inversión, tanto de accionistas locales como extranjeros. De esta manera, los hechos estarían dando la razón a los grupos más pesimistas que plantean que a través de la ley de OPAS, se otorga una efectiva protección a los minoritarios a costa del cierre de las empresas a la bolsa.

Otro efecto de la ley de OPAS está referido a la fusión Banco de Chile con el Edwards. En este sentido la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras dictó la normativa que determina los elementos y antecedentes a considerar en la aplicación del artículo 35 bis de la Ley General de Bancos. Este faculta a la SBIF para pronunciarse en el caso que el banco adquiriente o el grupo de bancos comprometidos en una fusión alcance una participación de mercado mayor a 15%. Respecto a este tema de las fusiones bancarias, una posición reticente ha manifestado el superintendente de Bancos e Instituciones Financieras, para quien la administración independiente de los bancos es signo de sanidad bancaria, por lo que es probable que esta institución niegue la fusión si está es solicitada.

7. CONCLUSIONES

Los temas que han sufrido una mayor transformación con la nueva ley de OPAS son la distribución en los premios de control en el marco de una OPA, los comités de auditoría dentro de un esquema de Gobiernos Corporativos, los derechos de los accionistas minoritarios frente a los de los controladores, el impacto de la ley hacia la llegada de capitales extranjeros, la posibilidad de remunerar a los empleados con opciones de acciones, el derecho de las sociedades anónimas a comprar un porcentaje de sus propios títulos, las normas específicas que regulan las transacciones relacionadas y la creación de los comités de auditoría. En cuanto a los efectos más esperados por el mercado, se encuentra el repunte de la inversión extranjera, ya que el establecimiento sobre operaciones de oferta pública de acciones, tomas de control y regímenes de gobiernos corporativos, constituiría una señal positiva para los inversionistas extranjeros. Actualmente, dentro de las empresas que componen el IPSA, 35 tendrán que contar con comités de auditoría, considerando además que todas presentan una fuerte concentración de la propiedad, pues en promedio, 78% de las acciones están en manos de sólo diez accionistas. Esto, a juicio de muchos analistas, constituye uno de los principales argumentos para no cotizar en bolsa o para ser una compañía controlada por un fondo de inversión donde la propiedad de ésta se encuentra completamente atomizada. Para otros en cambio, estos comités son necesarios para la autoregulación, pues permiten aumentar la transparencia de las empresas y entregar una mayor información al mercado, permitiendo de paso un mejoramiento del riesgo país.

Los principales beneficios recibidos por las AFPs a partir de la flexibilización de ciertas normas son, entre otras, que se les permite participar en ofertas públicas de acciones, perfeccionar el mecanismo de votación de las administradoras en las elecciones de directores y prohibición que las AFPs voten para director de una sociedad, por un accionista que posea 10% o más de los títulos de la administradora. También se les permite la inversión en fondos mutuos nacionales, con lo cual se amplía la posibilidad de diversificar la cartera de los fondos de inversiones.

El objetivo del Proyecto de Ley de OPAS es proteger a los accionistas minoritarios cuando ocurre una transferencia de control. Para ello establece la obligación de realizar una OPA cuando el precio pagado al controlador saliente excede al precio de mercado de la acción en determinado porcentaje.

Muchos piensan que la promulgación de la ley de OPAS llevará a encarecen el costo de operar como una sociedad abierta, induciendo a sus controladores a convertirlas en sociedades cerradas, lo que puede producir una disminución importante de los volúmenes de transacciones en el mercado. Otros mantienen una postura diametralmente opuesta, reconociendo en esta nueva ley de OPAS una de las iniciativas más importantes que se han sacado adelante en materia económica durante los últimos años.

Parece bastante lógico que varias compañías se hallan cerrado al mercado, evitando los nuevos requerimientos legales, pero todavía quedan grupos importantes que podrán despertar el interés de los grandes fondos de inversión internacionales. Según esta postura aquellas sociedades que se mantiene abiertas al mercado tienen un plus adicional, pues están entregando una señal clara de transparencia al mercado en contraposición de las sociedades que optaron por cerrarse para hacer frente a las exigencias de la nueva ley de OPAS, dejando en evidencia que la posición de los accionistas minoritarios no les es cómoda.

En conclusión, según las actuales condiciones normativas el mercado local enfrenta dos posibles escenarios: desaparece o se integra como parte del mercado global. Habrá que esperar un tiempo para ver a ciencia cierta cual de ambos efectos primará.

8. BIBLIOGRAFIA

- ALCHIAN y Demsetz, "Producción, Information and Economic Organization", 1972.
- CLARKE, De la Cerda Álvaro. Modernización del Mercado de Capitales Chileno: La nueva Ley de Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones y Gobierno Corporativo. Elementos conceptuales de la Ley de OPAS, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Santiago, Mayo 2001.
- GRINBLATT, Mark y Titman, Sheridan. Mercados financieros y Estrategia empresarial, Editorial McGraw-Hill, 2003.
- HARTWIG-JACOB, Mauricio.. Exclusión forzosa de minoritarios. El Mercurio en internet, 23 de Septiembre, 2005.
< <http://www.economiaynegocios.cl/noticias/noticias.asp?id=76678&tipo=100>>
[Consulta: Diciembre 2006]
- JENSEN, M. y W. Meckling, "Theory of the firm. Managerial Behavior. Agency Cost. Ownership Structure" *Journal of Financial Economics* 3,. 305-60, 1976.
- LANG, Larry., STULZ, René., WALKING Ralph . "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns". *Journal of Financial Economics* 29 1991, pp. 315-36.
- LE FORT, Fernando y Walker Eduardo. Gobierno Corporativo, Protección a Accionistas Minoritarios y Toma de Control. Elementos conceptuales de la Ley de OPAS, Superintendencia de Valores y Seguros de Chile. Santiago, Mayo 2001.

- MARTINEZ, Raúl.. El caso Chispas. [En línea]. Radio Cooperativa en Internet. 12 de Enero, 2006.
<http://www.cooperativa.cl/p4_noticias/site>
[Consulta: Diciembre 2006]
- MINTZBERG, H. “El Trabajo del Directivo: Folklore y Hechos”
- RAINERI Bernain Ricardo, Ley de OPAS y Gobiernos Corporativos. Seminario Ingeniería Industrial y de Sistemas. Santiago, Chile. , Pontifica Universidad Católica de Chile, Dpto Ingeniería Industrial y de Sistemas, Noviembre 2000.
- UNDURRAGA Saavedra Sergio. Ley de Opas en Sociedades Anónimas. Centro de estudios públicos, 1999.
- WIGODSKI, Teodoro y Zúñiga, Franco. Gobierno Corporativo en Chile después de la Ley de Opas. Universidad de Chile, Departamento de Ingeniería Industrial.